

SOBRE EL EURO

Por el Académico de Número
Excmo. Sr. D. Luis Angel Rojo Duque *

Desde el comienzo de la Unión Monetaria, el euro ha registrado una acusada pérdida de valor respecto del dólar. En los últimos días de octubre pasado, su depreciación alcanzó casi un 30%, en términos nominales, respecto de la relación de precios que mantenía con la moneda americana el 1 de enero de 1999. Aún hoy, tras su incierta recuperación en los últimos meses, su depreciación respecto de la situación existente el 1 de enero de 1999 es del orden del 25%.

Esta evolución del euro ha supuesto una gran frustración para quienes esperaban, al iniciarse el funcionamiento de la Unión Monetaria, que la moneda común fuera una moneda fuerte y estable que iría ganando progresivamente terreno al dólar como unidad de cuenta y medio de pago en las transacciones internacionales y como depósito de valor para las inversiones privadas y como moneda de reserva para los bancos centrales. La debilidad del euro ha mermado, además, credibilidad a las nuevas instituciones monetarias europeas y ha contribuido a aumentar los recelos y el escepticismo respecto del presente y el futuro de la Unión Europea.

Una depreciación importante del tipo de cambio de una moneda lleva consigo beneficios y costes potenciales significativos en el ámbito económico. Como se ha dicho en varios ámbitos comunitarios durante este período de debilidad del euro (no siempre con oportunidad), la depreciación del tipo de cambio tiende a mejorar la competitividad relativa de los bienes y servicios del país, o los

* Sesión del día 31 de octubre de 2000.

países emisores, es decir, estimula sus exportaciones y favorece la sustitución de importaciones por producción nacional y, por tanto, tiende a mejorar el saldo de su balanza por cuenta de renta. (Así, la depreciación del euro ha contribuido a mejorar las ventas al exterior del área del euro que han favorecido el proceso de expansión de la zona en el pasado año.) Al mismo tiempo, sin embargo, la depreciación alienta el ritmo de inflación del país o de los países emisores de la moneda depreciada a través de la elevación de los precios interiores tanto de las exportaciones como de las importaciones, lo cual reduce, en mayor o menor medida, la ventaja de competitividad otorgada por la propia devaluación. (Así, la debilidad del euro ha venido superponiéndose al efecto que simultáneamente ha ejercido sobre los precios interiores el encarecimiento del petróleo, aumentando la presión inflacionista con la que ha tenido que enfrentarse la política macroeconómica del área del euro). Desde otro punto de vista, los mismos efectos de la depreciación —abaratamiento de las exportaciones, encarecimiento de las importaciones— implican un deterioro de la relación real de intercambio del área con el resto del mundo, lo cual reduce su renta real disponible —de modo semejante a como lo hace una subida de los precios del petróleo importado—. En fin, una depreciación excesiva del tipo de cambio puede tener efectos negativos importantes sobre la asignación de los recursos productivos: puede inducir un desplazamiento importante de recursos hacia los sectores de bienes comerciables más favorecidos por la devaluación que obligará a una costosa reasignación de los mismos cuando la cotización de la moneda se reajuste a valores más normales.

A estos efectos económicos hay que añadir consecuencias políticas perturbadoras para la imagen de la Unión y para el avance del proceso integrador, especialmente en el período inicial de un nuevo sistema de política monetaria y en una etapa en la que la Unión Europea se ve seriamente afectada por problemas de coordinación política, por la falta de impulso a las reformas necesarias y por los retos planteados por la ampliación de la Comunidad. Seguramente, es este el efecto más grave de la pérdida de valor del euro.

No cabe duda, por consiguiente, de que ni las autoridades económicas ni las autoridades políticas del área pueden ver con agrado la depreciación de la moneda común —a pesar de algunas declaraciones poco pensadas que hayan podido sugerir lo contrario—. En este sentido, acusar al Banco Central Europeo de que ha venido practicando un *benign neglect* respecto de la pérdida de valor del euro me parece una grave equivocación. La depreciación del euro es la consecuencia indeseada de un conjunto complejo e incierto de causas, algunas de las cuales pueden atribuirse a errores de política económica y otras, las más, quedan más allá de la posible actuación de las autoridades del área.

Hay que señalar, antes de entrar en el análisis de esas causas, que el Tratado de Maastricht atribuye al Banco Central Europeo el logro y el mantenimiento de la estabilidad de los precios como objetivo primordial e irrenunciable de su política monetaria. Los Gobiernos son, por su parte, competentes para adoptar las decisiones básicas en el ámbito cambiario, tales como la definición del régimen de cambios —tipo de cambio fijo o fluctuante, definición o modificación de la paridad en el caso de tipo de cambio fijo, etc.—; pero si el régimen del euro es de flotación frente a otras monedas, como es la situación actual, corresponde al Banco Central Europeo decidir, en su caso, las intervenciones cambiarias y su forma de ejecución.

El Banco Central Europeo ha diseñado una estrategia para conseguir y mantener su objetivo básico de estabilidad de precios, entendido como un objetivo a medio plazo y definido, en este período inicial, como una tasa interanual de inflación, medida sobre los precios al consumo, inferior al 2%, objetivo hoy superado en medio punto por la subida del petróleo. La estrategia básica está fundamentada —para utilizar la expresión del Banco Central Europeo— en «dos pilares»: el primero se centra en la atención al ritmo de crecimiento de la cantidad de dinero como indicador privilegiado de la tónica monetaria del área e, indirectamente, de las perspectivas de inflación; en el segundo pilar se atiende a un conjunto de indicadores y variables de origen diverso que pueden ser utilizados para formular previsiones de inflación. Entre las variables contempladas en este segundo pilar está la evolución del tipo de cambio del euro que entra así, indirectamente, en la estrategia conducente a la formulación de la política monetaria en cuanto factor que afecta a la evolución de los precios.

Más tarde volveré sobre los problemas que plantea esta estrategia y, especialmente, sobre las dificultades que conlleva a la hora de transmitir a los mercados la actitud del Banco Central Europeo respecto del mantenimiento o la modificación de la tónica de política monetaria practicada. Ahora sólo me interesa subrayar que la tarea legalmente encomendada al BCE y, en consecuencia, los objetivos y la estrategia diseñados por éste otorgan una posición prioritaria a la estabilidad de precios y sólo conceden una atención secundaria e indirecta a la evolución del tipo de cambio. A ello se ha atendido el Banco Central Europeo, cuya política monetaria ha centrado su atención, a lo largo de estos veinticuatro últimos meses, en la estabilidad de precios (con errores o sin ellos) y, en contra de lo que a menudo se dice, sólo ha atendido al tipo de cambio en cuanto uno de los factores de inflación del área. En mi opinión, esto es lo que el Banco Central Europeo tenía que hacer, haya sido acertada o no su política de estabilidad de precios a lo largo del período.

Paso, con esto, a señalar cuáles han sido, a mi parecer, las causas de la depreciación del euro desde el comienzo de la Unión Monetaria. Y empezaré indicando que la primera causa es anterior al inicio de la Unión, porque lo cierto es que el euro —o, más exactamente, la moneda sintética que la precedió y con la que enlazó— había adquirido un valor excesivo en los mercados, en vísperas de la Unión, que difícilmente podía mantenerse. Cerrado, en agosto de 1993, el difícil período de la crisis registrada en el mecanismo de cambios del Sistema Monetario Europeo —consecuencia, básicamente de las decisiones alemanas en cuanto al tratamiento económico de su unificación y de la incapacidad de los restantes miembros del sistema de llegar a un acuerdo colectivo que permitiera la apreciación relativa del marco y la subida relativa del tipo de interés en Alemania—; cerrado, como digo, ese período difícil, se inició, en 1994, la segunda etapa prevista de avance hacia la Unión Económica y Monetaria. Se trataba de la etapa en la que los aspirantes a incorporarse a la Unión deberían poner en práctica las políticas de convergencia —es decir, las políticas orientadas al cumplimiento de los criterios de convergencia requeridos para acceder a la Unión— y en la que el Instituto Monetario Europeo había de preparar la puesta en pie del Banco Central Europeo y el desarrollo de la política monetaria común. Fue un período abundante en dudas sobre la conveniencia y la conformación del proyecto; pero fue también un período en el que los Gobiernos del área hicieron serios esfuerzos para lograr la convergencia deseada de sus economías y en el que las condiciones económicas europeas y mundiales favorecieron el éxito de esas políticas. Cuando culminó finalmente el proceso y, entre los meses de marzo y mayo de 1998, se acordaron la constitución de la Unión y su composición para el comienzo del año siguiente e incluso se anunciaron las paridades respecto del euro que adoptarían las monedas de los países que iban a incorporarse a la Unión, se generó en los mercados un gran optimismo respecto de la futura moneda europea; y ese optimismo se mantuvo a lo largo del difícil segundo semestre del año 1998, cuando distintas crisis financieras sacudieron el mundo e incluso se temió, en los meses de octubre y noviembre, que tales sacudidas pudieran acabar afectando seriamente al sistema financiero norteamericano. Como las oleadas de optimismo financiero acaban cediendo, cabía esperar alguna inflexión en la cotización del euro respecto del dólar en los meses siguientes.

Las crisis financieras de 1998 y sus efectos negativos para el comercio y la actividad económica mundiales generaron, al mismo tiempo, problemas a la puesta en marcha de la Unión Monetaria. Al concluir dicho año, existían temores de que la debilidad coyuntural de la economía mundial persistiera e incluso se agravase a partir, especialmente, de algunos focos latinoamericanos; y esos temores continuaron —con fundamentos cada vez menos sólidos— en los primeros meses de 1999.

Fueron esos temores los que llevaron al Banco Central Europeo a solicitar, primero, de los países que iban a incorporarse inmediatamente a la Unión, una rebaja y un realineamiento de sus tipos básicos de intervención al nivel del 3% en diciembre de 1998, es decir, en vísperas del paso al euro; y a acordar, más tarde, a principios de abril de 1999, una reducción de su tipo de interés de intervención hasta el 2,50%. Estas decisiones de política monetaria, que impusieron, una reducción media de los tipos de interés del orden de un punto porcentual en un lapso de tiempo muy breve, fueron negativas para países como España, Irlanda y Portugal, que accedían a la Unión Monetaria con fuertes ritmos de expansión inducidos por las rebajas de los tipos de interés en la anterior etapa de convergencia; y desde la perspectiva del conjunto del área, introdujeron una relajación de la política monetaria que había de tener consecuencias negativas para la cotización del euro durante algunos meses.

Aquellas bajadas de tipos fueron generalmente interpretadas como el resultado de las presiones que el Ministro de Economía alemán y, en menor medida, su colega francés estaban ejerciendo públicamente sobre el Banco Central Europeo para que adoptara una política monetaria más relajada a fin de combatir la recesión y generar empleo. Tal vez esa interpretación fuera válida para explicar la rebaja de los tipos de interés en diciembre de 1998, pero no lo es, en mi opinión, para explicar el nuevo descenso de tipos acordado el 4 de abril de 1999. Creo que, en esta última fecha, el Banco Central Europeo atendió mas bien a las opiniones muy generalizadas de quienes —incluido el FMI— consideraban conveniente esa decisión para inyectar un mayor aliento en la economía mundial que ayudara a las políticas de los países que habían sufrido o estaban luchando con los efectos de las perturbaciones financieras. Francia no necesitaba, desde luego, ese impulso monetario; para Alemania e Italia —los países del área del euro que acusaban una actividad más débil en aquellos momentos—, el aliento monetario era inútil porque sus dificultades eran el resultado de políticas económicas nacionales que estaban retrayendo la inversión; y el conjunto de la economía mundial tampoco requería aquella ayuda de la política monetaria europea porque, para entonces, el punto de máxima debilidad coyuntural había quedado ya atrás y había dejado paso al comienzo de una recuperación que, con Estados Unidos a la cabeza, iba a fortalecerse rápidamente en los meses siguientes.

El resultado de aquella relajación monetaria fue el mantenimiento, durante buena parte de 1999, de una evolución demasiado expansiva de las magnitudes monetarias y crediticias en el área del euro y una ampliación del importante diferencial existente entre los tipos de interés registrados en el Eurosistema y en Estados Unidos. Ese diferencial alentaba el desplazamiento de fondos hacia el dólar y

presionaba, por tanto, el euro a la baja. El diferencial se acentuó más cuando, a partir del verano de 1999, la Reserva Federal inició una elevación progresiva de los tipos de interés americanos; y sólo comenzó a reducirse, sin desaparecer, cuando el Banco Central Europeo decidió, en noviembre del mismo año, adoptar una política monetaria de tono menos expansivo.

Entretanto, como ya he indicado, tanto Estados Unidos como el área del euro habían superado la inflexión de la actividad registrada en el paso de 1998 a 1999 y habían recuperado ritmos de expansión más vivos. Pero Estados Unidos, que había venido manteniendo, durante un largo período, tasas de crecimiento más estables y elevadas que el conjunto de los países de la Unión Monetaria Europea, acentuó su ritmo de expansión con más fuerza que esta última a lo largo de 1999 y durante la primera parte del año 2000. En este último período, aunque el área del euro había acercado su crecimiento real a una tasa interanual del 3,5%, los Estados Unidos alcanzaron ritmos de expansión interanual del orden del 5%.

Estas elevadísimas tasas de crecimiento de la economía americana, acompañadas de avances muy modestos de la inflación y de muy bajas tasas de paro, están ligadas al desarrollo de la denominada «nueva economía», tema en el que no voy a entrar. Me limitaré a señalar que, en la base del formidable despliegue con estabilidad de la economía de Estados Unidos, especialmente entre 1995 y el año 2000. Parecen estar, en primer lugar, el aumento de la competencia resultante de la globalización y la desregulación y el mantenimiento de políticas monetarias estabilizadoras, que han introducido elementos favorecedores de una mayor estabilidad cíclica, han tendido a moderar los incrementos salariales asociados a cada nivel de paro y han alentado la inversión en nuevas tecnologías. Los avances de estas últimas, especialmente en los ámbitos de la informática y las comunicaciones, se han extendido —con especial intensidad desde 1995— desde sus sectores originarios a los más diversos ámbitos de la economía y han generado una fuerte elevación de la tasa de avance de la productividad general del sistema que sería —según los «nuevos economistas»— el factor explicativo principal de las altas tasas de crecimiento y las bajas tasas de paro sin inflación de la economía americana durante esos años. Todo ello generó un gran optimismo respecto del futuro de la economía americana y de los beneficios esperados de las empresas —especialmente, en el ámbito de las nuevas tecnologías—, en la confianza de que la experiencia reciente iba a mantenerse en un horizonte bastante dilatado. El resultado fue la extensión de unas expectativas muy favorables sobre el rendimiento de los activos —especialmente, bursátiles—, que hasta muy avanzado el pasado verano vinieron cumpliéndose; y el persistente e intenso aumento en el valor de esos activos estimuló, a su vez, las demandas tanto de consumo como de inversión.

Este clima de optimismo sobre el rendimiento prometido por los activos suscitó, como es natural, fortísimas colocaciones de fondos en la economía de Estados Unidos, una parte muy importante de los cuales procedían del área del euro. Los tipos de interés relativamente bajos dominantes en esta última área y la notoria expansión del mercado europeo de bonos tras la introducción del euro facilitaban fuertes endeudamientos de residentes y de no residentes del área del euro, en forma de créditos bancarios y de emisiones en el mercado de bonos, que han permitido financiar elevadísimas colocaciones e inversiones de fondos en la economía norteamericana —en gran medida, con intención de permanencia—. Las dudas sobre el futuro dinamismo de las economías europeas, el escepticismo sobre sus políticas económicas y sobre su capacidad para llevar adelante con energía las reformas necesarias tantas veces aplazadas, son naturalmente el aspecto europeo de este proceso que ha venido trasvasando fondos hacia el otro lado del Atlántico. El FMI elabora un indicador sobre el diferencial de las expectativas de crecimiento en los Estados Unidos y en el área del euro; pues bien, ese indicador no hizo más que mejorar, a favor de Estados Unidos, hasta muy avanzado el año 2000. Esta es, por tanto, la razón básica de la depreciación del euro respecto del dólar en dicho período; y el empeoramiento de las expectativas sobre el futuro próximo de la economía americana desde la segunda mitad del pasado año es la causa principal de la relativa recuperación del euro en los últimos meses.

Me referiré, más adelante, a la situación actual de las economías americana y europea, a sus políticas económicas y a sus posibles evoluciones en los próximos meses. Ahora quiero cerrar estas consideraciones sobre el proceso de depreciación que ha vivido el euro en los dos últimos años examinando brevemente otros factores que también han influido en dicho proceso aunque con importancia mucho menor que los que he venido exponiendo. Señalaré algunos de ellos.

Primero, la fuerte elevación del precio del petróleo a partir del mes de marzo de 1999. Y ello por dos razones: porque una elevación de dicho precio perjudica siempre más a las economías europeas que a la economía americana, y porque los países exportadores mantienen en dólares, no en euros, las reservas de divisas que acumulan.

Segundo, la política de intervenciones cambiarias desarrolladas con intensidad por el Banco de Japón para impedir una apreciación del yen que, al reducir la competitividad de sus bienes y servicios, pudiera dificultar la recuperación de su deprimida economía. El Banco de Japón ha intervenido siempre en dólares, no en euros —es decir, ha comprado dólares, no euros, contra yenes para depreciar su moneda—; y ello ha tenido, naturalmente, efectos negativos sobre la cotización del euro respecto del dólar.

Y, tercero, la moneda de refugio es —y va a continuar siéndolo mucho tiempo— el dólar, no el euro. Por consiguiente, cada vez que aumenta la tensión en alguna zona internacionalmente relevante del mundo —en los Balcanes, en Oriente Medio, etc.— hay capitales que buscan cobijo en el dólar y éste se aprecia respecto de las demás monedas.

Aún tengo que referirme al tema de los problemas de comunicación del BCE, al que tanta atención ha venido prestando la prensa. El Banco Central Europeo es una institución nueva que ha entendido, primero, que debía consolidar su imagen rápidamente y, segundo, que la política de transparencia que todos le exigían debía expresarse en una relación fluida con los medios de comunicación. Esto ha llevado al Banco a estar demasiado bajo los focos, y a contravenir así la regla, fundada en una larga experiencia, que debe respetar todo banquero central: hablar lo menos posible, especialmente sobre los tipos de cambio y los tipos de interés. Estos son temas extraordinariamente sensibles en los que cualquier palabra involuntaria, cualquier expresión susceptible de varias interpretaciones, cualquier contradicción —real o aparente— deslizada en un coloquio o en una entrevista pueden generar perturbaciones imprevistas en los mercados. Y en Europa los problemas se acentúan por la irreprimible tendencia de algunos jefes de gobierno o ministros a echar su cuarto a espadas en estos temas.

Dicho esto, no creo que la política de comunicación del BCE haya sido un factor importante en la depreciación del euro, excepto en algún momento concreto. No digo que dicha política no haya tenido problemas, como se deduce de lo que acabo de señalar —aunque, a veces, la comunicación se limita a transmitir focos generadores de incertidumbre mas sustantivos como por ejemplo, la estrategia basada en «dos pilares», a la que antes he hecho referencia, que genera dudas sobre la importancia que hay que atribuir a las variaciones de la tasa de crecimiento de la cantidad de dinero en el área—; pero creo que una parte de la prensa, especialmente desde los países anglosajones, ha venido practicando una política de acoso al BCE en este aspecto. No es razonable, por ejemplo, la comparación continua con el Presidente de la Reserva Federal de Estados Unidos, presentado como mago de la orientación a los mercados, y utilizarlo para condenar al Presidente del BCE, como comunicador. Profeso una gran admiración a Alan Greenspan, pero resulta difícil presentarlo como ejemplo de comunicador hábil y eficaz cuando su actitud, que ha subrayado muchas veces, es el mantenimiento de un mutismo sistemático, sólo interrumpido con interpretaciones amplias y generales —y, con frecuencia, brillantes— sobre la evolución de la economía americana. Su ejemplo no es la comunicación sino el silencio —que, desde luego, en Europa es mucho mas difícil de mantener, especialmente para una institución nueva y objeto de todas las miradas—;

un silencio respetado y compartido por las demás autoridades de la política económica americana. Así que las razones de la debilidad del euro son más sustantivas y profundas que la política de comunicación del BCE —aunque el clima de crítica dominante en los medios (todos los cuales parecen haberse llenado de banqueros centrales potenciales), pueda haber agravado, de modo secundario, la situación—.

Cerraré, en fin, estas consideraciones sobre los factores secundarios que han afectado a la debilidad del euro —o que han sido denunciados como tales— refiriéndome al tema de las intervenciones en el mercado de cambios. Los mercados financieros mundiales se han expandido con gran fuerza durante los últimos veinticinco años; pero ninguno lo ha hecho con la intensidad del mercado de divisas. El resultado de ello es una modificación importante de la posición relativa de los bancos centrales en dicho mercado. Anteriormente, un banco central con reservas importantes de divisas podía aspirar a intervenir con éxito en el mercado o, al menos, si las condiciones generales de la economía eran adversas, a defender el nivel de cotización de su moneda durante bastante tiempo antes de abandonar su empeño. Hoy día, los volúmenes diarios de transacciones en los mercados de divisas han alcanzado cifras tan enormes que no ya un banco central sino el conjunto del Sistema Europeo de Bancos Centrales, con sus 210.000 millones de dólares de reservas totales en divisas, carecen de fuerza para doblegar un mercado adverso. Quienes defienden las intervenciones para reducir, al menos, la inestabilidad de los cambios añoran, hoy, con frecuencia, las decisiones de intervención adoptadas por el G-7 con ese objetivo en relación con el dólar —Acuerdos del Hotel Plaza, Acuerdos del Louvre— en la segunda parte de los años ochenta. Pero esa añoranza no resiste la contrastación con los resultados observados: en ninguna de esas ocasiones consiguió la intervención sus propósitos: favorecer una caída ordenada del dólar, en 1985, o reducir la inestabilidad cambiaria en 1987. Hoy día, las dificultades son aun mayores: una intervención sólo puede tener algún éxito frente a evoluciones indeseadas del mercado si alcanza un volumen importante y continuado en un período corto, si cuenta con el apoyo internacional y, sobre todo, si la evolución adversa del tipo de cambio es claramente atribuible a movimientos especulativos que no respondan al estado de las variables fundamentales de la economía. Una intervención sólo puede aspirar, hoy, claramente al éxito si trata de reforzar un movimiento deseado y ya iniciado, es decir, cuando —como suele decirse «juega con el viento a su favor»—.

Estas condiciones favorables a la intervención no se han venido dando durante el proceso de depreciación del euro. Como he señalado, las fuerzas que han venido alentando esa depreciación no eran predominantemente especulativas

sino que tenían una base más sólida, por las razones que ya he señalado. Sólo muy recientemente se ha iniciado un cambio de las expectativas sobre las economías de Estados Unidos y del área del euro que mostrara una desviación importante del euro respecto del nivel marcado por la evolución prevista de las variables económicas fundamentales en un horizonte cercano. Por otra parte, el Banco Central Europeo no contó con la colaboración internacional para una actuación concertada mas que en la fecha del 22 de septiembre pasado, ni antes ni después: Japón sólo ha estado dispuesto a intervenir para apreciar el dólar frente al yen, no para apreciar el euro; los Estados Unidos no han estado dispuestos a intervenir para depreciar el dólar en un período en el que su máxima preocupación era combatir las tensiones inflacionistas —y mucho menos dispuestos aún, desde luego, en el contexto de unas elecciones presidenciales—; y el Banco Central Europeo, por su parte, no se ha inclinado (con razón) a adentrarse en intervenciones fuertes y continuadas que pudieran mermar sustancialmente las reservas exteriores del Eurosystema sin seguridad alguna de éxito.

El BCE sólo ha estado dispuesto a realizar intervenciones en cuantía limitada y de modo muy discontinuo que, al empujar al alza la cotización del euro por un período muy corto, recordara, al menos, a los operadores que existían riesgos en las dos direcciones, es decir, que podían pillarse los dedos como consecuencia de una intervención. Claro está que las intervenciones así planteadas, en el contexto que ha vivido el euro durante más de dos años, sólo podían tener efectos transitorios y no podían, desde luego, invertir las tendencias mostradas por el tipo de cambio. Pero esa era, seguramente, la única actitud razonable: intervenciones más intensas y persistentes no hubieran logrado invertir la tendencia a la depreciación del euro y habrían dejado al BCE enredado en el mercado, en una posición costosa e inútil. Quienes pedían mayores intervenciones estaban, en mi opinión, equivocados.

Creo, en resumen, que el período básico de depreciación del euro tuvo sus causas principales en una tónica demasiado relajada de la política monetaria del BCE desde los primeros meses de 1999 hasta la primavera del año 2000 y, en ese período y más tarde —hasta el otoño del año pasado—, en el espectacular clima de expansión de la economía americana y en el optimismo de las expectativas del público sobre el futuro de esa economía que contrastaba con el relativo escepticismo respecto de unas economías europeas en las que no se veían fuerzas impulsoras decididas a modernizarlas, atacar con energía su retraso tecnológico y hacerlas más flexibles y dinámicas. A esta explicación básica habría que añadir, como hemos visto, otros factores relevantes pero secundarios.

Sólo en la segunda parte del año 2000 comenzaron a aparecer nubarrones que presagiaban una moderación del crecimiento americano. La presión de la demanda sobre la oferta, reforzada por una formidable revalorización de los valores bursátiles, tras una etapa ya muy larga de expansión, había obligado a la Reserva Federal Americana a iniciar una política monetaria más restrictiva a mediados de 1999. El optimismo de las expectativas, apoyado en la confianza en un avance sostenido y rápido de las innovaciones y la productividad, había llevado a niveles de cotizaciones bursátiles exagerados —especialmente en el sector de nuevas tecnologías— que alentaban las demandas de consumo y de inversión; la tasa de ahorro de las familias americanas se había reducido a cero y la cuenta anual de capital del sector privado registraba un saldo fuertemente negativo; el déficit de la balanza de pagos por cuenta corriente excedía del 4% del PIB y todo ello hacía temer a la Reserva Federal un recalentamiento de la economía que acabara impulsando los precios al alza.

La Reserva Federal pretendía reducir esas tensiones e inducir un «aterrizaje suave» en la economía americana. Esta se resistía a ceder, sin embargo, de modo que la Reserva Federal hubo de proceder a reiteradas elevaciones de su tipo de interés de intervención hasta situarlo, en el verano del año pasado, en un 6,5%, es decir, dos puntos porcentuales por encima de su nivel un año antes. Sólo entonces comenzó a dar signos de inflexión la economía de Estados Unidos: el endurecimiento de las condiciones monetarias, la erosión coyuntural paulatinamente impuesta por la elevación de los precios del petróleo, los anuncios por numerosas empresas de revisiones bajistas de sus previsiones de beneficios y de reducciones de plantillas y los consiguientes ajustes a la baja de los valores bursátiles —especialmente, en el ámbito de las nuevas tecnologías— indujeron un deterioro del clima general de confianza y una desaceleración notable de la demanda tanto de consumo como, y sobre todo, de inversión. El ritmo interanual de crecimiento de la economía americana cedió desde tasas superiores al 5% en los primeros meses del año 2000 a tasas del 2,2% y del 1%, respectivamente, en el tercero y el cuarto trimestres de dicho año. En definitiva, la economía americana, tras bastantes meses de resistencia, corría el peligro de adentrarse en un proceso de ajuste «abrupto», alejado del «aterrizaje suave» que había pretendido la Reserva Federal con su estrategia de política monetaria.

Las cifras publicadas correspondientes al primer trimestre de este año no han aclarado las tendencias de la economía americana. El ritmo de crecimiento interanual en dicho trimestre ha sido, en cifras provisionales, del 2%, superior al 1% registrado en el último trimestre del año anterior, y la demanda de consumo ha mostrado una tónica estable en esos meses. Sin embargo, la inversión continúa

cayendo, afectando especialmente al sector productor de bienes de equipo y al sector de alta tecnología; la producción industrial ha mostrado su séptimo mes de descenso en el pasado abril; la tasa de paro, que estaba situada, hace pocos meses, por debajo del 4% de la población activa, ha subido hasta el 4,5% de dicha magnitud; los beneficios empresariales continúan cayendo y los continuos anuncios de ajustes de plantillas anuncian un aumento del desempleo para los próximos meses. En conjunto el clima dominante es de gran incertidumbre. Ese es el clima en el que la Reserva Federal ha tenido que adoptar sus decisiones relativas a los tipos de interés en los últimos meses y semanas.

Hay que señalar que la política monetaria que ha desarrollado la Reserva Federal, bajo la presidencia de Greenspan, presenta un buen número de rasgos keynesianos: la convicción de que la política monetaria debe ocuparse de la estabilidad del nivel de actividad y no sólo de la estabilidad de los precios; la confianza en que la estabilización del nivel de actividad pueda conseguirse con políticas económicas activistas que busquen un *fine-tuning* y, en fin, la esperanza de que, si se logra mejorar la situación a corto plazo con una política activa, el largo plazo ya se ocupará de sí mismo. De acuerdo con estos criterios, la Reserva Federal, ante la pérdida de ritmo de la economía americana desde la segunda parte del pasado año, ha procedido a fuertes rebajas de sus tipos de interés de intervención —en cinco ocasiones en los primeros cinco meses de este año— hasta reducirlos en 2,5 puntos porcentuales, es decir, hasta situarlos, hoy, en un 4%. El objetivo de esta política es impedir un ajuste abrupto y conseguir una reacción de la economía que la sitúe en tasas de crecimiento moderadas pero no recesivas; su punto de apoyo es la confianza en que la fuerza de las innovaciones tecnológicas continúe sosteniendo un avance firme de la productividad (que ha descendido, sin embargo, en el primer trimestre) de modo que la economía, con alguna ayuda de las políticas de demanda, recupere una tasa de avance razonable; y la intensidad de la operación monetaria expresa el deseo de compensar, con actuaciones enérgicas, los retrasos con los que actúan siempre las medidas monetarias. La reacción de la Reserva Federal ha mejorado el clima de confianza del público y de los inversores americanos, quienes esperan, hoy, que las autoridades monetarias continúen protegiéndoles de una recesión con nuevos descensos de los tipos de interés en los próximos meses. La política fiscal del nuevo Presidente de Estados Unidos, con su anunciada reducción de impuestos, vendría a sumar sus efectos, algo más adelante, a los de la política monetaria expansiva.

Todo ello explica que, aunque la inflexión de la economía americana ha llevado, como era de esperar, a una mejora de la cotización del euro respecto del dólar en el último período, la recuperación de la moneda europea no haya sido

más importante —a pesar de la evolución más favorable de las economías europeas—. El público piensa que tal vez la Reserva Federal triunfe en su empeño de impedir un mayor deterioro de la economía americana y que, en todo caso, una pérdida de ritmo de ésta acabará contagiando a las economías europeas más de lo que las autoridades del área del euro han venido aceptando hasta ahora —o, al menos, hasta hace 10 días, cuando el BCE decidió bajar su tipo de intervención en 0,25 p.p. hasta situarlo en un 4,50%—. De modo que existe actualmente un elevado grado de incertidumbre sobre la evolución, en los próximos meses, de las economías de uno y otro lado del Atlántico y, por tanto, sobre el futuro de la relación dólar/euro.

Y la incertidumbre se extiende a un horizonte más lejano. No es seguro, desde luego, que las medidas monetarias y fiscales puedan evitar un ajuste intenso a la baja de la economía americana, que ha venido registrando una expansión muy larga e intensa y exacerbada por excesos financieros. Pero aun si lo consiguieran, es probable que la mejora resultase artificial y transitoria y que, a más largo plazo, los Estados Unidos tuvieran que afrontar un ajuste más drástico y peligroso para corregir los serios desequilibrios acumulados en estos años.

