

PETER HENSMAN

La fortaleza del euro es una buena señal para las Bolsas europeas y, en general, para las economías de la UE. El autor asegura que la llegada de los diez nuevos socios a la Unión debe resultar provechosa también para la evolución del consumo



## El dilema del euro fuerte

Una de las ventajas de pertenecer a la Unión Monetaria Europea (UME) es la capacidad de acceder a los niveles de los tipos de interés alemanes, pese a su historial de alta inflación y de deuda pública. La consecuencia es que las economías periféricas continuarán experimentando tipos reales inferiores a los de los países del núcleo y, mientras la UME continúe existiendo, no hay motivo para pensar que esta situación vaya a cambiar.

La experiencia española es un buen ejemplo. Antes de la convergencia de tipos anterior a la UME, las rentabilidades de los bonos del tesoro español a diez años cotizaban un 3% por encima de aquellas de sus homólogos alemanes. En el verano de 2003 este diferencial pasó a ser negativo después de que los inversores descontaran el riesgo creciente de descenso de los precios al consumo: los bonos gubernamentales españoles a diez años cotizaban 10 puntos básicos por debajo de los *bunds* alemanes.

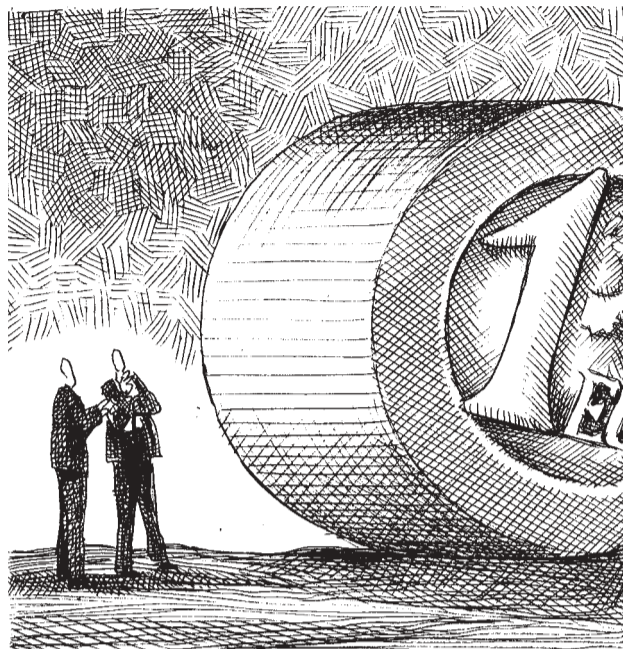
Tras la reciente ampliación de la UE, que en última instancia se espera que concluya con la adopción del euro, un nuevo grupo de economías se beneficiará probablemente de esta tendencia, así como del impulso comercial de la convergencia, que podría ser el principal motor para estos mercados periféricos de la zona euro. Con la rentabilidad de los bonos de Europa Oriental muy por encima de los niveles de la eurozona, es posible que surja una tendencia similar durante el resto de la presente década.

No obstante, la convergencia conlleva un aumento de la volatilidad en los mercados de divisas, que incrementa el riesgo para los inversores que invierten directamente en estos países.

Una forma de evitar esto es buscar empresas de Europa Occidental que desarrollen actividades en Europa del Este o que puedan beneficiarse del crecimiento en la zona. La entrada de las diez economías en la UE debe asimismo resultar provechosa para las tendencias de consumo de la Unión en su totalidad.

Además de los beneficios de pertenecer a la UME también es importante ilustrar por qué el impacto de la fortaleza del euro sobre las economías europeas no siempre ha de tener efectos nocivos. La implicación de esta tendencia cambiaria (bajista en cuanto al dólar y alcista en cuanto al euro) es que los productores europeos perderán seguramente terreno frente a sus homólogos estadounidenses y asiáticos. Pero esta visión ignora el hecho de que cerca del 80% de la actividad económica de la zona euro se genera internamente. Aquí la apreciación de la divisa es positiva, ya que aumenta el poder adquisitivo en el ámbito internacional y tiende a reducir las presiones inflacionarias que podría generar la economía global. Esto permite tipos de interés más bajos que de otra forma no serían posibles.

De todas formas, la apreciación de una divisa no puede juzgarse positivamente tan solo desde esta perspectiva económica. Está demostrado que tendencias más fuertes en el rendimiento



ANGEL NAVAS

relativo de las Bolsas regionales tienden a coincidir con la fortaleza de la moneda. Ése ha sido el caso en la zona euro, EE UU y Japón en diversas condiciones del mercado. Por ejemplo, el rendimiento superior relativo de la Bolsa japonesa ha coincidido con periodos de fortaleza del yen tanto en el mercado alcista de los ochenta como en el bajista de los noventa. Asumiendo que pueden aplicarse los mismos principios a los mercados europeos, la racha de fortaleza del euro señala un periodo de crecimiento para los mercados de renta variable europeos.

Resulta poco probable que Europa se defina como el motor de crecimiento para la economía mundial. Sin embargo, es igualmente incorrecto afirmar que el aparente rezago económico de los noventa sea una tendencia que deba ser extrapolada. Ello no se debe a los distintos enfoques de medición de la producción, sino también a la posibilidad de que los factores negativos a largo plazo se compensen por cambios positivos durante un

**Está demostrado que las tendencias fuertes en el rendimiento de las Bolsas regionales tienden a coincidir con la fortaleza de la moneda**

tiempo prolongado. Los políticos disponen de poca libertad de acción debido a la implacable presión de los mercados financieros globales. Por tanto, resulta probable que la transformación económica continúe cambiando a las economías europeas. La reforma del mercado laboral, la menor dependencia en la expansión del crédito doméstico a lo largo de los noventa y los aumentos de la renta disponible, deberían apuntalar las tasas de crecimiento económico en términos absolutos y relativos con respecto a sus homólogos internacionales. La apreciación de la moneda y la concentración del BCE en conseguir estabilidad de precios supondrá un nuevo estímulo para estas tendencias.

De esta manera los tipos de interés permanecen bajos de forma sostenible. El potencial de transformación de las economías periféricas, de actuales y futuros miembros de la UME, probablemente ofrezca oportunidades de mayor crecimiento dentro de Europa.

Con unos niveles de valoración bursátiles históricamente razonables y favorablemente posicionados tanto con respecto a homólogos internacionales como en relación a la renta fija, un rendimiento económico estable podría suponer un gran impulso en un mundo cada vez más apalancado.

Después de haber aclarado los errores comunes y generalizados en torno a la inversión en Europa, demostrar que las diferencias de recopilación de datos distorsionan el panorama de crecimiento, que los Estados miembros están afrontando los desafíos en un intento de aumentar su competitividad y que la fortaleza del euro es precisamente una buena señal para las Bolsas europeas, podemos decir que invertir en renta variable europea tiene sentido.

*Estratega de Mellon Global Investments*

SEBASTIÁN ROYO

## Krugman, el radical circunstancial

El jurado del Premio Príncipe de Asturias de Ciencias Sociales acaba de conceder el galardón al economista Paul Krugman. Es un justo reconocimiento a su brillante trayectoria profesional. El jurado hace especial mención a sus contribuciones a la teoría del comercio internacional y del desarrollo económico.

Con un amplio currículum universitario, Krugman es autor de más de un centenar de artículos en revistas y de 18 libros, algunos ya clásicos. Trabajó también, a principios de los ochenta, en el Consejo de Asesores Económicos de la Casa Blanca, y ha sido consultor del FMI, el Banco Mundial, la ONU, la Comisión Trilateral, y el Departamento de Estado de EE UU.

Krugman es considerado uno de los mejores economistas de su generación y está

todos los años en las quinielas para el Premio Nobel. Durante las pasadas décadas formó parte de un pequeño grupo de economistas que cuestionaron los postulados tradicionales sobre el comercio internacional. En particular, Krugman es reconocido como el cofundador de la "nueva teoría del comercio internacional" que ha tenido un gran impacto en las ciencias económicas y las finanzas. En sus investigaciones ha analizado las causas del comercio internacional (estudiando la influencia del crecimiento económico, el papel de la historia, y el cambio tecnológico), y ha reabierto debates sobre las trayectorias internacionales de especialización, y los efectos del proteccionismo. También ha desarrollado nuevas modelos sobre política comercial óptima, política comercial estratégica, y

sobre los efectos de las políticas comerciales en mercados competitivos imperfectos.

Sus publicaciones en el campo del comercio internacional han contribuido a desmontar mitos sobre los efectos de la competencia internacional en la economía estadounidense, el impacto de la competencia procedente de los países en desarrollo, la localización de actividades económicas, o el efecto del cambio tecnológico sobre la sociedad.

Además ha escrito sobre temas tan importantes como el impacto de los tipos de cambio en políticas de ajuste de las balanzas de pagos, el papel de la especulación en el funcionamiento de los regímenes cambiarios, la deuda del tercer mundo, y la construcción del sistema monetario internacional. Sus análisis sobre las crisis financie-

ras de los noventa en Asia, que él atribuye a fallos del lado de la demanda de la economía (insuficiente gasto privado para maximizar la capacidad productiva disponible) y compara a la Gran Depresión de los treinta, así como su acertado estudio sobre la evolución de los noventa, "la era de las expectativas limitadas", han iluminado algunos de los principales debates en el campo de la economía en la última década.

En los últimos años ha decidido extender sus talentos al ámbito periodístico y colabora como columnista en *The York Times*. En un principio su labor era comentar noticias de carácter económico. Sin embargo su frustración con las políticas de la Administración Bush, y sobre todo con lo que considera la reacción timorata de los periodistas y la prensa de EE UU a los abu-

ros de esta Administración, le han llevado a convertirse también en un agudo comentarista político. Fruto de esta colaboración ha publicado recientemente el libro *El Gran Engaño* en el que recopila más de tres años de sus columnas en el diario y otras publicaciones. Es un alegato contra el extremismo de las políticas de la Administración Bush y contra la falta de respuesta de las elites en EE UU a sus excesos. Para Krugman, la manipulación de las políticas económicas de Bush, que presenta como medidas populares decisiones que benefician a los sectores más favorecidos, es la otra cara de la moneda de la manipulación de la política de seguridad nacional. De acuerdo con su análisis, el objetivo último de estas políticas es disminuir radicalmente el poder y alcance del Gobierno federal a tra-

vés de reducciones de impuestos, crisis fiscales, y aumentos del presupuesto de defensa. Su condición de *outsider*, que no depende de los contactos ni de los favores de los poderosos para tener acceso a las noticias, le concede la objetividad y libertad que le han convertido en un azote implacable contra la Administración Bush.

En una época en la que abundan los *expertos* que tratan de popularizar la ciencia económica, afortunadamente tenemos a Paul Krugman para cuestionar los postulados dominantes, hacernos entender complejos conceptos, y desmontar mitos.

*Profesor de la Universidad de Suffolk en Boston y codirector del Seminario de Estudios Ibéricos del Centro de Estudios Europeos de la Universidad de Harvard*