

COMENTARIO DE ACTUALIDAD

Ramón Boixareu

En esta misma sección del anterior número de "Cuadernos" se comentaba el extraño fenómeno que se estaba produciendo con la persistente baja del dólar en una fase en que la situación más favorable de la economía norteamericana en relación con la de los otros países industriales podía hacer pensar que el dólar debía mostrar su solidez frente a todas las otras monedas. Este no era entonces el caso, lo que producía la perplejidad que reflejaban los comentarios que se recogían en dicha ocasión.

Pues bien, tal situación persiste, incluso acentuada, por lo que no puede sorprender que el tema siga ocupando la atención preferente de la prensa económica de todo el mundo.

¿Hay ahora ideas más claras de las que había un mes atrás? La respuesta no puede ser del todo afirmativa pues no se aprecia la existencia de una posición más o menos unánime que explique por qué el dólar sigue mostrándose débil, con tendencia, incluso, a la baja.

"El problema de explicar la debilidad del dólar" -decía *Financial Times* en un editorial de 23 de Junio- "no es que haya demasiado pocas explicaciones, sino que éstas son excesivas. Entre éstas se pueden citar las que atribuyen el fenómeno a las balanzas exteriores, a los temores de inflación, al déficit fiscal de Estados Unidos, a la política monetaria poco contractiva llevada a cabo por la Reserva Federal y a la actitud recelosa de los inversores. Tal vez se podría llegar a la conclusión de que el dólar baja porque son demasiado pocos los que están dispuestos a comprarlo". Pero esto no basta, razón por la cual *FT* intentaba ofrecer argumentos propios susceptibles de aportar alguna luz, pero que no le libraban de concluir con la misma pregunta con que había empezado su razonamiento: "¿Por qué está débil el dólar?". A lo que respondía: "No lo sabemos con certeza". Y seguía preguntando: "¿Puede hacerse algo para solucionar este caso?". "Sí", respondía, "pero nada será decisivo". Menos mal que a la última pregunta que se formulaba, "¿importa mucho la debilidad del dólar?", contestaba "probablemente no".

Erik Izraelewicz se ocupaba también del tema en *Le Monde* de 23 de Junio. Inevitablemente, Izraelewicz evocaba la tesis, tan del gusto de los comentaristas franceses, según la cual la debilidad del dólar es debida a la política de las autoridades norteamericanas, las cuales, tradicional y deliberadamente, han utilizado el tipo de cambio del dólar como instrumento de la política comercial, es decir, para primar las exportaciones y para encarecer las importaciones. Con todo, tal argumento se ve esta vez relegado a un segundo plano, y el que prevalece en el comentario de Izraelewicz es el monetario. "Los grandes inversores no comprenden por qué el país -Estados Unidos- que ha alcanzado ya una fase de fuerte expansión, debe mantener una política monetaria más acomodaticia que los países de Europa, que apenas están saliendo de la recesión. Los inversores, en consecuencia, presionan, con sus ataques contra el dólar, a las autoridades, tanto europeas como norteamericanas, para que prosigan el movimiento de convergencia de los tipos de interés a corto plazo que se inició a principios de año".

En casos de caída de una moneda, el remedio más inmediato que se le suele ocurrir a todo el mundo es la intervención del banco o bancos centrales. "¿Es válida, esta medida, en el presente caso? Carl Gewirtz, en *Herald Tribune* del mismo día 23, se mostraba más bien escéptico al respecto. "La intervención, sola, según los analistas, tendría, en el mejor de los casos, unos efectos muy limitados, dada la situación actual del mercado. Y esto porque el dólar no se halla bajo el ataque de los especuladores sino que adolece de una falta de confianza que ha interrumpido las corrientes de capitales internacionales, en especial de los procedentes de Japón". Gewirtz proseguía su análisis en los siguientes términos: "Se estima generalmente que la debilidad del dólar es el resultado de una falta de concordancia entre oferta y demanda. Se trata de la superoferta de 400 millones dólares diarios que salen de Estados Unidos hacia el resto del mundo en forma de déficit comercial. Normalmente, esto sería compensado con unas entradas de capital procedentes de los países con superávit, con unos tipos de interés inferiores a los de Estados Unidos y, por consiguiente, con unos rendimientos menos atractivos que los de Norteamérica. Ahora bien, tales movimientos de capital han cesado..."

"A primera vista se trata de una paradoja", decía *The Washington Post-Herald Tribune* en un editorial de 24 de Junio. "Las perspectivas de la economía norteamericana son tan buenas como pueden haberlo sido en los mejores momentos de las últimas décadas, pero el tipo de cambio del dólar desciende. Un indicio de la posible causa de ello es que la última caída apreciable se ha producido con ocasión de hacerse públicas las cifras que señalan un empeoramiento del déficit comercial, empeoramiento que puede proseguir". ¿Puede esto obligar a frenar la expansión?

"El problema es por qué el crecimiento económico se traduce en un incremento tan desproporcionado del déficit comercial", decía el editorial de *WP-HT*. "La respuesta, por lo menos en parte, es que la economía funciona ahora casi a plena capacidad, por lo que no puede responder con rapidez ante los nuevos pedidos. Esto es resultado de una década de bajo ahorro y de insuficiente inversión. Los grandes déficit comerciales empezaron a principios de los años 80, como consecuencia de la gran reducción de impuestos de Reagan, en 1981. Se pensó que tal reforma se traduciría en más ahorro, pero ocurrió exactamente lo contrario. Bajó el ahorro y se disparó el consumo, tanto público como privado. A partir de entonces, sin interrupción, Estados Unidos ha dependido de los extranjeros para el financiamiento de su déficit comercial". En una palabra, "los norteamericanos siguen consumiendo más de lo que producen, por lo que tienen que acudir al resto del mundo para cubrir la diferencia. Pero los prestamistas extranjeros han empezado a dudar. Esto explica que el dólar se encuentre bajo presión".

Un editorial de *The Economist* de 25 de Junio subrayaba bien la extrañeza que la evolución del dólar está causando en todo el mundo. Este iba a ser el año del dólar, después de haber bajado desde 1985. Pero no sólo no ha subido el dólar, como parecía seguro que iba a ocurrir, sino que sigue bajando. "Para muchos esto es un misterio, y un misterio preocupante", comenta *The Economist*, que hace o inspira las reflexiones que se ofrecen a continuación.

¿Significa todo ello que la recuperación, en Norteamérica y en otras partes, es, en el mejor de los casos, efímera y, en el peor de ellos, que es sólo un espejismo? Lo primero que debe decirse es que el descenso del dólar es algo ilusorio. Es cierto que ha bajado mucho respecto al yen (más del 10%) pero no se puede mirar sólo a una moneda. El valor del dólar se mide mejor por su tipo de cambio ponderado según el volumen del comercio, esto es, en relación con las diferentes monedas según la importancia de éstas en los intercambios comerciales de

Norteamérica. En este caso el cuadro es menos dramático, pues resulta que el dólar ha subido frente al dólar canadiense y frente a las monedas sudamericanas, entre otras.

Sea como fuere, y aunque lo importante no sea el descenso del dólar, resulta significativo que la moneda norteamericana no se haya apreciado substancialmente en los últimos meses. ¿Por qué? La razón más probable de ello es la política monetaria norteamericana, la cual, a pesar de los incrementos -tardíos- de los tipos de interés que se han producido, sigue siendo excesivamente laxa, si se considera que la economía de Estados Unidos ha alcanzado una fase de expansión muy vigorosa. Y esto preocupa.

Por supuesto, la inflación se halla contenida, pero puede reactivarse en 1995 ó 1996 si los tipos de interés no se elevan substancialmente. ¿Lo hará la Reserva Federal? La posición del banco central es delicada y dubitativa, como comentaba Michael Prowse en *Financial Times* hace poco y como insiste el mismo *The Economist*. Primero, porque las exigencias electorales harán que se acentúen las presiones de la Administración para que la expansión no se interrumpa. Segundo, porque en el consejo del Banco hay dos nuevos miembros, Blinder y Yellen, a los que la inflación no aterroriza. Tercero, porque el mismo Alan Greenspan ha de ser confirmado en su cargo, eventualmente, dentro de dos años. Cuarto, porque a la política comercial de Clinton respecto a Japón puede interesarle un dólar débil y un yen fuerte, lo que puede conseguirse demorando unas nuevas subidas de los tipos de interés norteamericanos. A todas estas razones se les puede añadir por lo menos otra: el convencimiento honesto de Greenspan -manifestado por éste- de que no se vislumbran amenazas inflacionistas, por lo que no tendrá sentido incrementar gratuitamente los tipos, con los consiguientes peligros que esto representaría para la continuidad de la expansión norteamericana y, por esto mismo, de todo el mundo, probablemente.

Según *The Economist*, la vigorosa ("powerful") expansión norteamericana no ha resultado positiva. El crecimiento rápido no es sostenible. Con toda seguridad, éste estimulará, a la larga, la inflación y provocará una recesión profunda. Mucho mejores serían una política monetaria contractiva y un crecimiento más modesto que durara más".

A juicio de la misma publicación, "las situaciones de pánico que se han observado en los mercados recientemente no son necesariamente perjudiciales (porque pueden servir para anunciar posibles peligros)", y "es poco probable que la caída de los precios de las acciones y de los bonos ocasione directamente daños serios (aunque puede dificultar la expansión en la medida en que eleven los costes del capital)".

Ahora bien, si esto es así; si un crecimiento del 3%, aproximadamente, de la economía norteamericana difícilmente puede considerarse excesivo; si la reactivación de la inflación en un plazo previsible no es en absoluto cosa cierta, ¿no debería contemplarse como excesiva la recomendación de *The Economist* de elevar substancialmente los tipos norteamericanos con el fin de frenar la expansión y ahuyentar cualquier hipotética amenaza inflacionista?

Queda, en fin, el problema, ya evocado antes, de las posibles intervenciones de los bancos centrales destinadas, en esta ocasión, a contener, eventualmente, la caída del dólar. ¿Puede esperarse algo más o menos eficaz de las mismas? ¿Se contará para ello con la colaboración sincera y decidida de todos los países importantes? Peter Norman le dedicaba al tema un artículo en *Financial Times* de 24 de Junio. Según Norman, existe un gran escepticismo, en el seno del Grupo de los Siete, respecto a la predisposición norteamericana de luchar efectivamente en

defensa del dólar. Después de todo, un dólar débil no es ningún drama para Estados Unidos. Por esto se estiman poco convincentes las manifestaciones de sus autoridades -empezando por su presidente- que aseguran que están dispuestas a impedir por todos los medios que su moneda se siga depreciando. Ahora bien, si la misma Norteamérica no está decidida a poner todo lo que está de su parte en la empresa, ¿puede ser de alguna utilidad que los otros países empleen importantes recursos en una operación destinada a no producir efectos apreciables? Como señalaba Lawrence Malkin en un artículo que publicaba *Herald Tribune* del día 22, las autoridades parecen incapaces de hacer lo que sería necesario para invertir el actual curso de la moneda norteamericana. "La razón que explica, en lo esencial, la caída del dólar, son los tipos de interés relativamente más bajos de Estados Unidos y la repatriación de los activos japoneses". Esto mismo es lo que decía Michael R. Sesit en su comentario de *The Wall Street Journal* del mismo día 22. "Economistas, agentes y administradores de fondos estiman que el dólar bajará todavía más hasta que la Reserva Federal eleve los tipos de interés lo suficientemente como para hacer atractivas a los extranjeros las inversiones de renta fija de Estados Unidos". Ahora bien, si esto es así, ¿qué se puede esperar, substancialmente, de las intervenciones? Y, por otra parte, ¿se puede pensar en un incremento de los tipos de interés -en ausencia de una amenaza seria de inflación- si el coste del mismo puede ser el fin de la expansión?

* * *

El estado de cosas que da lugar a hechos tan relevantes como las subidas de los tipos de interés, el deterioro de los mercados de bonos y de acciones y, en fin, la depreciación del dólar, no podía dejar de dar lugar a un gran número de comentarios de prensa. Así se refleja en las páginas que siguen, en las que se recoge una selección de lo que se ha dicho sobre todo ello. ("Las finanzas contra el crecimiento"; "Ya es hora de que se deje de temer a la inflación", "¿Quién manda aquí? El mercado de bonos, por supuesto"; "Un nuevo orden monetario", "Sobran dólares y falta buen sentido"; "Psicosis de inflación en Europa"; "Las alternativas de la economía USA").

El proceso de integración europea, por otra parte, constituye un tema permanentemente vivo, lo que justifica que se le preste aquí la atención que siempre merece ("Delors o el fin de un reinado"; "No hay razones para el europesimismo"; "El 'White paper' de Delors, amputado").

El problema de los llamados productos financieros derivados o, simplemente, de los derivados ("derivatives") apareció por primera vez en los titulares de los periódicos hace unas pocas semanas, con ocasión de que el Congreso norteamericano mostrara su preocupación ante la posible peligrosidad de tales productos. Más recientemente, el informe anual del Banco Internacional de Pagos se ha referido también a los mismos, habiendo dado todo ello lugar a que la prensa dedicara bastante atención a la materia ("Los problemas de los derivados"; "El febril negocio de los derivados"; "¿Qué son, en definitiva, los derivados?").

Completan esta selección de prensa varios artículos sobre: "La dificultad de prever el progreso tecnológico", "Amanecer en algunos pequeños países industrializados", "Las enseñanzas de la recesión", "Esperando a la locomotora de la coyuntura" y "Planes de la Unión Europea para eliminar los excedentes de vino".