

## LOS PELIGROS DE UNA BAJA DEL DOLAR

por PAUL VOLCKER

Cuando llegué el viernes último (15 de enero de 1.988) a mi oficina, las novedades que me recibieron eran las mismas que se difundían de un lugar a otro del mundo sobre las pantallas de los operadores financieros:

1. La producción industrial había aumentado de nuevo en diciembre en Estados Unidos a un ritmo moderado, y según todas las apariencias sostenible, llevando el crecimiento para el año 1.987 al 5%.
2. El índice de precios de la producción que había cesado de crecer en septiembre y en octubre, bajaba en noviembre. La elevación para el año 1.987 apenas superará el 2%.
3. En cuanto a las estadísticas más febrilmente esperadas -las de la balanza comercial de noviembre- registraban un déficit de alrededor de 13.000 millones de dólares que era la cifra más baja de las estimaciones que habían circulado en el mercado.

De esta manera, tres meses después del "lunes negro" que conmocionó los mercados financieros la situación parecía presentar en su conjunto un aspecto que no tenía nada de terrorífico. Al mismo tiempo, los mercados de valores registraban, al menos durante las primeras jornadas del nuevo año, una elevación de sus cotizaciones y los mercados de cambio una mejoría del dólar.

Nadie debería equivocarse, sin embargo, a la vista de estos resultados. Una fiebre de buenas estadísticas no pueden eliminar las claras pruebas que tenemos de la existencia de desequilibrios crónicos de la economía americana y de la economía mun-

dial, que pesan como amenazas sobre el crecimiento y la estabilidad de todos los países. En el mejor de los casos, estos desequilibrios tienen una vocación de persistencia y duración por un cierto tiempo.

Sin embargo, estos datos favorable me confirman en la idea de que disponemos aún de un plazo para tratar de una manera positiva estos desequilibrios a condición de que las grandes potencias comerciales tengan la inteligencia económica y la voluntad política de actuar en consecuencia. La clave del éxito reside en su capacidad de convencer a los mercados de que los cambios necesarios de la política económica se adoptarán, aunque los efectos beneficiosos de esos cambios tarden en producirse. Sin embargo, y en cualquier caso, es la evolución del dólar en los mercados de cambios la que nos dirá si el indispensable esfuerzo de cooperación realizado es suficiente para dar sus frutos o no, es decir, si se va hacia el éxito o si por el contrario se fracasa.

Tras de alcanzar su punto máximo en febrero de 1.985, el dólar no ha cesado de bajar después de tres años. Se encuentra hoy a su nivel históricamente más bajo en relación al yen, al marco y a algunas otras monedas importantes. Sin duda alguna, la sobrevaloración que había conocido el dólar hasta mediados de esta década necesitaba un ajuste de gran amplitud. Ahora bien, debería estar claro -me parece a mí- que esperar que un ajuste suplementario de los tipos de cambio por sí solo pudiera conseguir la corrección de los desequilibrios económicos internacionales equivaldría a incurrir en un riesgo grave. Según las relaciones de los tipos de cambio actuales, los costes del trabajo por hora trabajada en los Estados Unidos son sustancialmente inferiores a los de Alemania y a algunos otros países europeos y, probablemente, tan sólo ligeramente superiores sino iguales a los costes japoneses. En volumen las exportaciones americanas vienen aumentando muy considerablemente en los últimos dos años. Como consecuencia de ello, muchas industrias americanas y entre ellas las más competitivas en relación a la

conurrencia extranjera, no disponen prácticamente de capacidades excedentarias de producción. El paro ha caído a su nivel más bajo después de diez años y en muchas regiones de Estados Unidos el mercado de trabajo registra escaseces y tensiones importantes.

Por otra parte, es cierto que la depreciación del dólar no ha dado lugar, hasta el momento, a fuertes presiones sobre los precios interiores, contrariamente a lo que indicaba la experiencia del pasado. Sin embargo, una depreciación suplementaria del dólar en las circunstancias actuales tendría más inconvenientes que ventajas.

La impresión de que los americanos desean una baja mayor aún de su divisa como un medio cómodo para escapar a otros ajustes más costosos, no puede tener más que un sólo efecto: desanimar los flujos espontáneos de capitales hacia los Estados Unidos. El resultado final sería una elevación de los tipos de interés y una disminución de las inversiones. Hemos tenido ya en 1.987 una muestra de esta evolución de los acontecimientos. Una baja del dólar tendría además un efecto negativo para las inversiones y la actividad económica en Europa y en otros lugares, aumentando así los riesgos de una depresión en la situación económica mundial.

Las condiciones precisas más importantes para permitir que la economía americana y la economía mundial se aproximen a una situación de mejor equilibrio -y por tanto, para asegurar una mayor estabilidad en los mercados de cambios- son bien conocidas. En teoría, estas medidas no plantean objeciones. Se trata de la necesidad de una disciplina presupuestaria en los Estados Unidos y un crecimiento más fuerte en los países claves con superávit en sus balanzas de pagos. Eso es lo que han repetido hasta la saciedad comunicado oficial tras comunicado oficial en los últimos tiempos. La realización de ese programa abriría a la economía industrial americana nuevas oportunidades de desarrollo pero éstas no podrían aprovecharse más que a condición

de comprimir sus costes y mejorar su productividad. Dado que la mayor parte de los aumentos posibles de la producción debería ser exportada por los Estados Unidos (o bien sustituir a las importaciones actuales) resultaría necesario limitar el consumo tanto como fuera posible a través de medidas presupuestarias.

### **Progresos lentos pero factores favorables.**

Simultáneamente Japón y Alemania y algunos países nuevamente industrializados (las economías orientales) deberían aumentar su consumo interno. Dado que estos países disfrutaban en el momento actual de monedas fuertes deberían ser capaces de mantener al mismo tiempo la estabilidad de sus precios.

En la práctica se ha revelado muy difícil adoptar las medidas apropiadas para aplicar este programa comenzando por la disciplina presupuestaria de los Estados Unidos. Es cierto que el calendario político complica singularmente las cosas. Estamos en un año electoral. Momento particularmente inadecuado para lograr un consenso efectivo sobre la política presupuestaria. Por la misma razón, uno puede preguntarse si no se desatarán fuertes presiones sobre las autoridades monetarias. De otra parte, los resultados mediocres registrados por la economía alemana, el poco entusiasmo mostrado por este país para acelerar el crecimiento, impedirían a los otros países miembros del Sistema Monetario Europeo comprometerse en la vía de una expansión mayor.

Pero progresos lentos no significa ausencia de progreso. Como ya he indicado, los datos más recientes de la economía americana sugieren que ésta no ha perdido su aliento productivo. Los resultados favorables registrados en la lucha contra la inflación aún no se han perdido. En volumen, las exportaciones americanas aumentan, en tanto que vemos desarrollarse en Japón -la segunda economía del mundo en importancia- una vigorosa expansión interior. Estos son, desde todos los puntos de vista,

factores favorables para la economía mundial. Otros factores que van también en el buen camino son algunas reducciones en los tipos de interés registrados en Alemania y el crecimiento que parece sólidamente establecido en Gran Bretaña.

¿Puede asegurarse que estos signos de progreso se confirmarán y reforzarán en un futuro próximo?. Evidentemente no podemos asegurar que las cosas sucedan así. El acento puesto de nuevo sobre la importancia de tener una mayor estabilidad de los cambios me parece un paso bueno en la dirección adecuada a condición, sin embargo, de que los gobiernos y más especialmente el de Estados Unidos tomen conciencia de que las intervenciones sobre los mercados de cambios no son suficientes para probar su voluntad de estabilizarlos. Esta estabilidad no se logrará si no se dispone de medidas más fundamentales.

En lo que respecta al porvenir se puede también esperar que las experiencias recientes hayan convencido a las principales potencias económicas de que deben encontrar soluciones más duraderas para promover una mayor estabilidad de los tipos de cambio.

El sistema de cambios flotantes parece haber degenerado con el transcurso de los años en una situación tal que agrava la inestabilidad y los desequilibrios. Dicho de otra forma, este sistema ha desembocado exactamente en el punto contrario del que esperaban sus partidarios. Tal es la enseñanza que debemos obtener de la marcha de la historia monetaria reciente. Todo ello justifica que se intensifiquen los esfuerzos comunes para mejorar la situación presente.