

## COMENTARIO DE ACTUALIDAD

---

**D**espués de haber experimentado una apreciable caída, el dólar sigue sin reaccionar a pesar de la adopción de medidas que hubieran podido conducir a ello. ¿Cómo se explica esto?

He ahí el tema económico que más atención ha despertado en el curso de las últimas semanas.

Desde luego, no está claro por qué se produjo la baja de la moneda norteamericana. Puede parecer extraño, pero lo cierto es que la pregunta apenas encuentra dos respuestas coincidentes. "Una buena parte de la caída se debe a las alteraciones del precio del oro... y más concretamente al descenso, en un 37%, del valor en yens del metal amarillo, lo que condujo a una fuerte reducción en Japón de la base del crecimiento monetario", lo que, a su vez, no pudo dejar de influir en la relación dólar-yen, según decía Lawrence Kudlow, director de "National Review", en un artículo aparecido en la página de opinión de **The Wall Street Journal**.

Erik Izraelewikz, por su parte, escribía en **Le Monde** lo siguiente: "La debilidad del dólar no refleja en modo alguno la situación de la economía. Los rasgos fundamentales de ésta deberían haber empujado al dólar hacia arriba... La explicación de la baja es política: los mercados están convencidos de que Clinton está a favor de un dólar débil (para encarecer así las exportaciones japonesas) y esto lo explica todo".

También Michael Prowse se ha ocupado del tema, y en un artículo en **Financial Times** expresaba su opinión según la cual "una de las principales razones de la situación de debilidad del dólar es que los mercados financieros contemplan la política monetaria de Estados Unidos como más laxa que la de Europa y Japón, si se tiene en cuenta la diferente situación cíclica de unos y otros". La solución, a su juicio, era que debía procederse a una mayor contracción de la política monetaria de Norteamérica.

Un editorial de **The Economist** de 14 de Mayo iba en cierta manera en esa misma dirección. Los precios del dólar y de los bonos han bajado -decía la revista- a pesar de los recientes aumentos (se refería a los anteriores, a los últimos de 17 de Mayo) de los tipos de interés a corto. Una gran parte de la culpa la tiene -añadía **The Economist**- la administración Clinton, con sus inoportunos manejos. Pocos son los inversores que han creído las declaraciones de Lloyd Benson y de otros representantes gubernamentales según los cuales "no ven ventaja alguna en una moneda subvalorada".

Los nervios del mercado se han visto asimismo excitados -comentaba la misma publicación- por la designación de Alan Blinder y Janet Yellen -sospechosos de condescendencia frente a la inflación- como futuros miembros del Consejo de la Reserva Federal. "Esto, combinado con una política del dólar barato, hace dudar que la Administración vaya a secundar la política inflacionista del banco central".

Sea como fuere, el caso es que "los tipos de cambio son un instrumento poco eficaz para luchar contra el desequilibrio de la balanza comercial. Si Norteamérica quiere reducir el déficit lo que tiene que hacer es contraer su política monetaria y estimular a Japón y a Alemania para que flexibilicen las suyas... Para ratificar su compromiso de mantener baja la inflación, la Reserva Federal debería elevar, y pronto, los tipos de interés, esta vez por lo menos medio punto".

Pues bien, esto es lo que hizo, exactamente, el banco central norteamericano. La cosa tuvo lugar, como se dijo, el día 17 de Mayo. El tipo para los "federal funds", el que los bancos se cargan los unos a los otros por los créditos a muy corto plazo, pasó al 4'25 por ciento, frente al 3'75% anterior. Por otra parte, el tipo de descuento -el que utiliza la Reserva Federal para los préstamos de emergencia a bancos- se elevó también en medio punto, quedando en el 3'5 por ciento.

En un comentario que publicaba **Herald Tribune** del día 18, Lawrence Malkin subrayaba la satisfacción casi general que había producido esta subida de los tipos de interés. La satisfacción era especialmente evidente en Wall Street, decía Malkin, donde se había estado pidiendo "una medicina fuerte contra la inflación".

Sin embargo, se tardó poco en constatar que la subida del precio del dinero en Estados Unidos, incluso acompañada de unos tipos muy bajos en Japón y de la reducción de los mismos en Alemania, no se traducían en una reacción de la moneda norteamericana. "¿Dónde está el dólar más fuerte?", preguntaba Michael R. Resit en **The Wall Street Journal** del día 19. La medida adoptada por el Open Market Committee de la Reserva Federal, por la que tanto habían abogado comentaristas y expertos, no se había traducido en revalorización alguna del billete verde. Es más, como subrayaba Sesit, "el dólar se encuentra por debajo de lo que estaba antes de que el banco central empezara a subir los tipos de interés, hace dos meses y medio".

¿Qué es, pues, lo que pasa? Pues eso: que no se sabe lo que pasa. **Financial Times** intentaba explicar la situación en un editorial en su número de 21/22 de Mayo. "A pesar de la magnitud de la subida de los tipos de interés, la moneda norteamericana ha seguido desafiando a todos los que esperan que las monedas respondan ante los diferenciales de los tipos de interés". No siendo esto así, la evolución del curso de las monedas vendrá determinado, por lo menos en casos como éste, por un conjunto de motivaciones complejas, imprecisas y de difícil racionalización.

Llegados a este punto, nada resulta más sencillo que considerar el problema del dólar como uno más entre los que no tiene una explicación fácil, y esto como consecuencia del "extraño comportamiento de los mercados financieros", como reza el título de uno de los artículos recogidos en estas mismas páginas. Y no puede sorprender que se llegue a esta conclusión en un momento en que se habla de la posible conveniencia de establecer unas normas más severas para la protección de los mercados financieros.

La prensa se refirió a ello, dedicándole importantes titulares, el día 19, con motivo de haberse hecho público un informe de la General Accounting Office (GAO) dirigido al Congreso de Estados Unidos. "La regulación inadecuada de los rápidamente crecientes mercados de derivados -instrumentos tales como futuros, opciones y 'swaps'- supone una amenaza para el sistema financiero norteamericano e internacional", según dicho informe. "En particular, el citado órgano -que actúa como instrumento de investigación del Congreso- advierte de los peligros que

representa la concentración de las operaciones sobre derivados en un pequeño número de grandes entidades financieras", decía **Financial Times**.

En un editorial, también del día 19, el mismo periódico se preguntaba si el Congreso norteamericano no estaría exagerando su reacción, y aludía a un informe anterior, más tranquilizador, sobre la misma materia, elaborado por el Grupo de los 30, un influyente grupo de análisis bancario.

Sea como fuere, se ha de esperar que cualquier medida legislativa que se adopte al respecto encontrará la fuerte oposición de las entidades que protagonizan el negocio de derivados. Apenas conocido el informe de la GAO -según informaba **FT**- se hizo oír la voz de Securities Industry Association, American Bankers Association, International Swap and Derivatives Association y otras tres entidades financieras, todas las cuales advirtieron que cualquier nueva regulación de esta materia perjudicaría a la economía norteamericana al incrementar el coste y restringir la disponibilidad de operaciones derivativas.

En un artículo titulado, expresivamente, "Wall Street Counterattacks on Derivatives", Brett D. Fromson, en **Washington Post-Herald Tribune**, subrayaba el vigor de la reacción contra el informe de la General Accounting Office. "Muchos ejecutivos de Wall Street muestran su total disconformidad con las conclusiones del informe, el cual advierte que los derivados, esos instrumentos financieros que han llegado a constituir un mercado de 12 billones de dólares, representan un enorme riesgo para el sistema financiero global".

Dichos ejecutivos, según comentaba Fromson, aseguran que su oposición no se debe sólo al temor de que una mayor regulación disminuiría sus beneficios sino también a la creencia de que cualquier limitación de esa actividad atentaría contra la innovación financiera que hace posible que las empresas obtengan recursos a unos menores costes.

Los derivados se llaman así, escribía Fromson, porque su valor se deriva de cosas tales como acciones y tipos de interés. El informe, de 193 páginas, de la GAO, reconoce que en un mundo de mercados financieros volátiles, las operaciones derivativas pueden ayudar a las empresas y a los inversores protegiéndolos frente a posibles riesgos como son los descensos de los tipos de interés o las caídas de la cotización del dólar. Sin embargo, el informe subraya que si una entidad especializada en derivados encuentra dificultades, su situación puede repercutir en otras firmas -incluyendo entidades beneficiarias del seguro de depósitos- así como en el sistema financiero en su conjunto. He ahí cómo, al cabo del tiempo, el grave problema que fue en Norteamérica la crisis de las entidades de ahorro y préstamos ("savings and loan institutions", S & Ls) -y del que tan ampliamente se ocupó, en su día, "Cuadernos"- revive en el ánimo de los legisladores norteamericanos. Sólo que, esta vez, el problema de los derivados puede tener una proyección internacional.

**Le Monde** de 18 de Mayo dedicaba un editorial y un artículo de Philippe Lemaitre a la posible puesta en marcha del "Libro Blanco sobre el crecimiento, la competitividad y el empleo", aprobado, en principio, en la anterior reunión de los jefes de estado y de gobierno comunitarios. Los mismos dignatarios se van a reunir de nuevo próximamente en Corfú y deberían decidir la iniciación de las grandes obras previstas en el citado documento.

El "Libro Blanco", como se recordará, fue elaborado bajo el patrocinio de Jacques Delors con la idea de contribuir activamente a la superación, sobre todo, del problema del paro en el seno

de la Unión Europea. El plan, según se ha dicho, fue objeto de general aceptación, pero lo cierto es que ésta fue más bien teórica. Las divisiones en cuanto al plan mismo subsisten, por lo que la realización de éste sigue siendo problemática.

¿Qué es lo que debería hacerse, en definitiva para activar la recuperación y para poner fin al aumento del desempleo? "Bonn y Londres querrían dar prioridad a la desregulación del mercado de trabajo, a cuyo objeto, no fiándose de lo que pueda sugerir al respecto la burocracia comunitaria, proponen la creación de un comité de expertos independientes que identifique las directivas sociales de la Comunidad que puedan constituir un freno a la creación de empleo. Casi todos los otros países entienden que esta labor puede realizarla la propia Comisión, por lo que no hay razón para acudir a gente extraña a ésta.

Más importante es, probablemente, la cuestión de las grandes obras de infraestructura previstas en el "Libro Blanco". Estas consistían, y consisten, en treinta proyectos, de los cuales diez se consideran prioritarios. El gran problema es el de su financiación. El "Libro Blanco" sugiere consagrar 20 m.m. de ecus anuales, durante seis años, a esos proyectos. En principio se dispone, para cada año, de 5 m.m. del presupuesto comunitario y de 7 m.m. que podría facilitar, en forma de préstamos, el Banco Europeo de Inversiones (BEI). Los 8 millones que faltan podrían obtenerse, según la Comisión, acudiendo al mercado financiero.

Resulta, sin embargo, que alemanes y británicos, sobre todo, desearían que se hiciera lo menos posible, razón por la cual entienden que han de bastar los primeros 12 m.m., que no debe acudirse a ninguna fuente nueva de financiamiento público y que, si acaso, ha de ser la inversión privada la que participe en la financiación de esas "grandes redes de transportes, de energía y de telecomunicaciones".

¿Qué pasará en Corfú? "Si se prolonga la situación presente, los doce, en su próxima cumbre, no podrán hacer más que lo que ya hicieron en Bruselas, es decir, aprobar de nuevo en principio el programa recogido en el Libro Blanco", decía, hace poco, Delors. A su juicio, lo que los jefes de estado y de gobierno deberían hacer sería tomar las decisiones que permitan pasar a una velocidad superior, es decir, adoptar un programa de financiación detallado para los diez primeros proyectos. Pronto se verá si esto ha sido posible.

\* \* \*

La selección de prensa que se recoge en las páginas que siguen incorpora, desde luego, algunas muestras de lo que se ha dicho sobre el problema del dólar. ("El dólar, el yen y la determinación del tipo de cambio". "Perplejidad ante la caída del dólar". "El renovado protagonismo del dólar". "El extraño comportamiento del mercado financiero").

Otro bloque de artículos se refiere a la evolución de la coyuntura ("World Economic Outlook: puede que el FMI acierte esta vez". "Que nadie en Europa o Japón confíe en la locomotora USA". "Recuperación europea". "¿Quién pagará las grandes obras?")

La resurrección del interés por la Unión Económica y Monetaria ha encontrado un buen eco en los medios escritos y, por consiguiente, también en nuestra selección. ("Renace el sueño europeo de una moneda única". "UEM: ¿en qué medida pueden moverse las porterías?". "Renace el optimismo sobre la Unión Económica y Monetaria").

Un último bloque, en fin, está constituido por textos sobre temas diversos, aunque no menos interesantes. Los títulos de los mismos expresan perfectamente cuáles son éstos: "La OCDE debe pasar a una velocidad superior". "¿Ha llegado la hora de otra reunión de Bretton Woods?". "Utilizado con cuidado, el término 'productividad' puede resultar útil".