

EL CURSO DEL DOLAR Y SUS PERSPECTIVAS

(*"The Economist"*)

Al dólar, lo mismo que al oro, parecen irle bien las guerras. Sin embargo, el caso es que desde que empezó el conflicto del Golfo la moneda norteamericana ha alcanzado una cotización mínima frente al DM. ¿Bajará aún más?.

Según se cree entender, el dólar es la divisa más popular del mundo. Está ligado a la economía más poderosa y se halla respaldado por un poderío militar sin igual. Pero el caso es que la crisis presente no ha servido para contener el descenso de un dólar que venía bajando desde varias semanas atrás. Desde Abril, en efecto, ha perdido el 6% de su valor frente al yen y el 10% frente al DM, y ha continuado su caída frente a un cesto de monedas desde que los tanques de Saddam Hussein invadieran Kuwait.

Todo esto ha ocurrido mientras muchas de las cosas fundamentales que conforman una moneda apuntaban hacia un dólar más fuerte. Tal es el caso, v.g., de la apreciable reducción del déficit exterior, e incluso del déficit fiscal como porcentaje del PNB.

Por otra parte, el dólar se halla progresivamente más devaluado frente a las demás divisas importantes en términos de paridad del poder de compra (PPC), que es el que compara el precio de una cesta de productos similares en diferentes países. Según Goldman-Sachs, el banco de inversión norteamericano, el dólar se encuentra hoy devaluado en un 30% en términos de PPC respecto al yen y al DM.

En la práctica el indicador PPC es poco fiable para medir las oscilaciones de los tipos de cambio, pues el coste de vida de los diferentes países puede diferir por una variedad de razones. Los economistas londinenses de Shearson Lehman Hutton, otra firma financiera norteamericana, prefieren otra alternativa al PPC. Dichos economistas han calculado la media del tipo de cambio real (es decir, el promedio de los tipos de cambio nominales entre dos monedas, ajustados según las diferencias de las tasas de inflación respectivas) de las principales monedas del mundo en el periodo 1960-1990. Si las monedas volvieran a la media de su tipo de cambio real a largo plazo frente a las demás, un dólar compraría 1,99 DM (lo que significa que se encuentra ahora devaluado en un 20%) y 217 yens (30% de devaluación).

¿Por qué, pues, está el dólar tan bajo?. Una razón es que los inversores eluden las monedas cuyos tipos de interés descienden respecto a los de otras partes, a no ser que se espere que la tasa de inflación del país en cuestión vaya también a descender.

El dólar se ha mostrado permanentemente menos atractivo, sobre la base de los tipos de interés, desde 1989. Cuando Irak invadió Kuwait, el rendimiento de los depósitos en DM a tres meses era aproximadamente cuatro décimas de un punto porcentual superior que el de los depósitos en dólares. En Marzo de 1989, los depósitos en dólares ofrecían cuatro puntos porcentuales más. De forma similar, los tipos a tres meses para los depósitos en yens eran, en Marzo de 1989, 5,5 puntos porcentuales superiores que los equivalentes en dólares. Hoy, los tipos en yens son sólo una décima de un punto porcentual menores que los tipos en dólares. Y si bien los tipos a corto plazo norteamericanos han descendido este año, los bonos del Estado a largo plazo se han elevado en unos tres cuartos de un punto porcentual. Esto indica que se espera un aumento de la inflación en Estados Unidos.

Unos precios del petróleo superiores agudizarán probablemente estas tendencias de los tipos de interés, lo que se traduciría en una mayor debilidad del dólar. Según un modelo de la economía mundial -el elaborado por Warwick McKibbin, de la Brookings Institution, y Jeffrey Sachs, de la Univ. de Harvard- una elevación del 25% del precio del petróleo supondría un incremento de un punto porcentual de la tasa de inflación de Estados Unidos, aproximadamente; de medio punto de la de Alemania, y de una cifra intermedia entre ambas en el caso de Japón. Tal aumento también supondría la reducción de algo así como medio punto porcentual de la tasa de crecimiento de esas tres economías. Dada la lenta expansión actual de Norteamérica (que no se espera supere en mucho el 1% este año) y la precaria salud de su sistema bancario, la Reserva Federal está más preocupada por los efectos de la crisis del petróleo en la producción que por su impacto en la inflación. Por esto la próxima actuación sobre los tipos de interés es más probable que los reduzca que lo contrario.

Por otra parte, Alemania Federal y Japón se encaminan hacia un crecimiento del 4%, o más, este año. Los dos países se han comprometido en favor de una expansión fiscal. El gobierno alemán deberá reservar por lo menos el 2 ó el 3 por ciento del PNB del país para financiar la conversión de la RDA en una economía de mercado (factura que puede verse aumentada cuando se incorporen a la misma los nuevos precios del petróleo). Japón, por su parte, ha dicho que gastará en obras públicas un 1% adicional de su PNB anual durante la próxima década. Si estos dos países desean controlar la inflación, es probable que deban acudir a una elevación de los tipos de interés a corto plazo.

La crisis petrolífera afectará asimismo al comercio de todos estos países. Esto puede ser positivo para el dólar, pues la elevación del precio del crudo tendrá un efecto mayor en la

cuenta corriente de Japón que en la de Estados Unidos, toda vez que el primero importa más petróleo que Norteamérica en relación con el volumen de sus economías. De acuerdo con el modelo global de McKibbin-Sachs, tras un aumento del 25% del precio del petróleo el déficit por cuenta corriente de Estados Unidos aumentaría sólo en un 0'01% del PNB, mientras que los superávits de Alemania y de Japón se reducirían en un 0'3% y en un 0'4 por ciento del PNB, respectivamente.

A la larga, este modelo estima que el déficit corriente de Norteamérica se reducirá en realidad como resultado de la subida del precio del petróleo, en la medida en que una gran caída de la demanda interna del país mejorará su posición comercial a largo plazo. El modelo McKibbin-Sachs calcula que si todos los gobiernos responden al choque petrolífero de la misma manera, el dólar subirá en un 0'8% respecto al yen y en un 0'25% frente al DM.

A corto plazo, sin embargo, el dólar continuará vulnerable, y podrían producirse nuevos descensos de sus cotizaciones frente al DM y frente al yen. La economía norteamericana es frágil, y los electores tienen tanto miedo a una recesión que ante cualquier mala noticia sobre la economía mundial presionan a la Reserva Federal para que baje los tipos de interés. En el caso de los bancos centrales de Alemania y Japón la situación es exactamente la inversa. Aunque pueda parecer algo extraño y nuevo, es poco probable que el dólar recupere posiciones mientras no se restablezca una paz estable y duradera.

#### FRANCIA: CRISIS DEL GOLFO Y LA LUCHA CONTRA LA INFLACION

*(Alain Vernholes, en "Le Monde")*

Confrontados con las consecuencias de las crisis del Golfo, que pueden ser importantes para la economía francesa, Michel Rocard y Pierre Bérégovoy deberán decidir rápidamente una política adaptada a las circunstancias. Elección difícil puesto que si la crisis dura varios meses se deberá instaurar una estrategia nueva, basada más en el rigor salarial y en una superior incitación a las empresas para que continúen invirtiendo masivamente.

Pero si la crisis del Golfo viera su fin en pocas semanas, la subida de los precios del petróleo y la caída de los mercados financieros apenas tendrían más efectos que el "crash" del otoño de 1987. Toda la ambigüedad de la situación se resume en la misión difícil encomendada a la Comisaría del plan, al que se le