

UN AÑO DE DÓLAR AL ALZA

Carlos Mazarío(*)
Analistas Financieros Internacionales

En abril de 1995 el dólar interrumpió la tendencia depreciadora que le había llevado a mínimos históricos en sus principales cruces, para iniciar una senda alcista que, por el momento, parece todavía vigente. A mediados de 1996 asistimos a una aceleración de la subida del dólar que pasó de cotizaciones de 1,46 marcos y 106 yenes por dólar en agosto, a niveles de 1,70 marcos y 126 yenes en febrero de este año. A comienzos de dicho mes, el G-7 emitía un comunicado en el que decía considerar corregida la infravaloración en la que el dólar había incurrido en el periodo previo a 1995. Desde febrero hasta hoy, los dos principales cruces del dólar han evolucionado de manera muy diferente impulsados por factores distintos, pero a pocos días de la reunión que el G-7 mantendrá en Hong Kong, las cotizaciones marco/dólar y yen/dólar han retornado a niveles muy próximos a los vigentes el pasado febrero.

La palabra básica para describir el comportamiento del dólar en el último año es "alcista". Respaldada por una economía en rápido crecimiento, que contrasta con la atonía dominante en Europa y Japón, la moneda estadounidense ha recuperado niveles que podríamos considerar de equilibrio. El dólar ha corregido, e incluso sobrepasado, la intensa infravaloración que acumuló desde finales de 1993 hasta comienzos de 1995, periodo en el que se depreció por encima del 40% frente al yen y del 30% frente al marco. Pese a que la diferente situación macroeconómica se muestra como el principal determinante de la senda apreciadora del dólar, otros factores, de tipo más regional, han tenido también una influencia muy destacada en la evolución de la cotización de la divisa estadounidense en el último año. Así, en lo que respecta a las monedas de la Unión Europea, el último año ha venido marcado por el proyecto de unión monetaria en el que está inmerso el con-

tinente. En el caso de Japón, su creciente superávit por cuenta corriente, y el aumento del superávit comercial bilateral con EE.UU. ha sido, en algunos periodos, una importante fuente de fortalecimiento del yen ante el temor de reaparición de tensiones comerciales con Estados Unidos.

Sorprende la fortaleza de la economía estadounidense

Durante los últimos meses, los indicadores económicos publicados al otro lado del Atlántico insisten en dar una imagen de fuerte crecimiento e inflación controlada. Éste es probablemente el rasgo que se ha mantenido de manera más constante en todo el periodo. En el gráfico podemos apreciar cómo tras seguir una pauta de crecimiento trimestral intermitente, es decir, con periodos de rápido crecimiento seguidos de otros de menor dinamismo, la economía de EE.UU. lleva tres trimestres consecutivos con tasas superiores al 3%, y para el tercer trimestre de 1997 se espera nuevamente una tasa próxima al 4%. Todo ello se debe contemplar, además, tomando en consideración que la tasa de crecimiento potencial para este país se calcula que se estima entre el 2% y el 2,5% anual.

El cuadro macroeconómico se completa con rasgos que configuran una situación de "equilibrio interno": pleno empleo y estabilidad de precios. La tasa de desempleo estadounidense se mantiene en niveles del 5%, lo que podría considerarse paro friccional. Sin embargo, pese a que lo reducido del número de parados podría indicar un mercado de trabajo en el que la oferta es muy rígida y, por lo tanto, fuente potencial de inflación salarial ante la demanda generada por la pujante economía,

GRÁFICO NÚM. 1
TIPO DE CAMBIO DEL DÓLAR CON EL MARCO

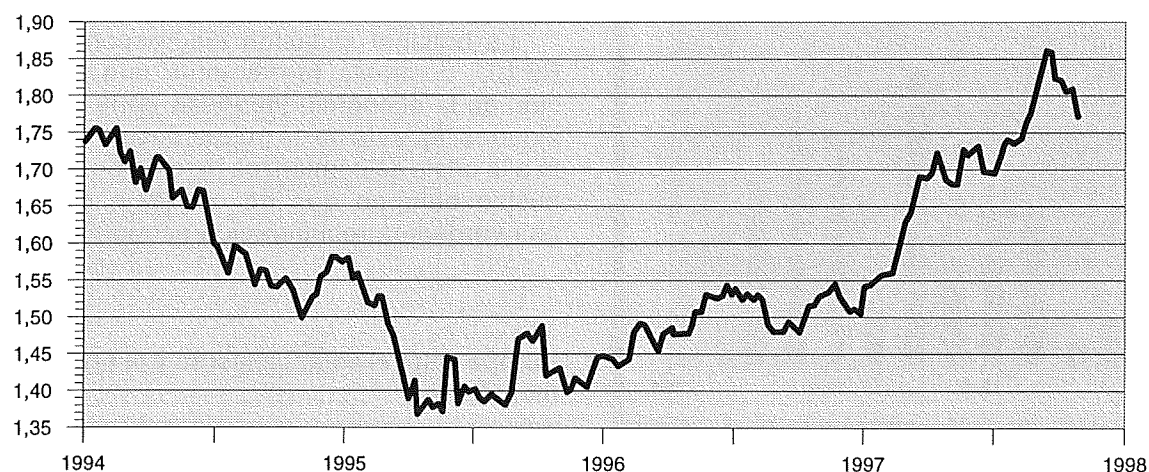
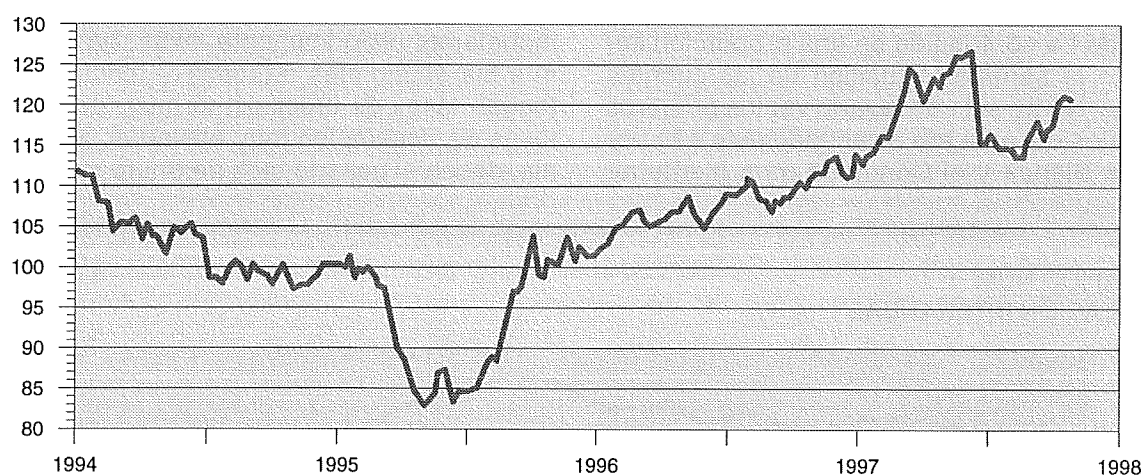


GRÁFICO NÚM. 2
TIPO DE CAMBIO DEL DÓLAR CON EL YEN



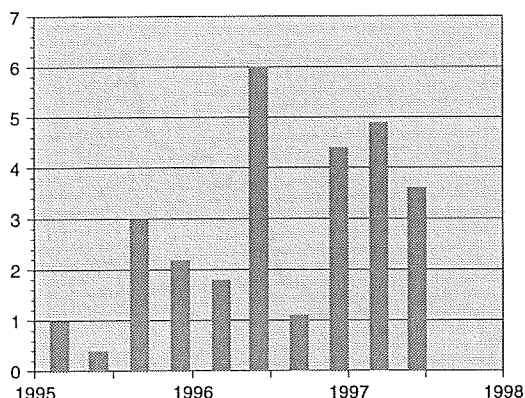
las tasas de crecimiento de los costes salariales se mantienen asombrosamente bajas.

El buen funcionamiento de los mercados estadounidenses, tanto de bienes finales como de factores productivos, es la explicación básica del inesperado comportamiento de los precios. La flexibilidad con la que la oferta se adapta a las expansiones de la demanda, junto con las ganancias de productividad y la apertura a la competencia de amplios sectores de la economía antes regulados, ha propiciado que

la tasa de inflación estadounidense se encuentre en mínimos históricos, situándose en la actualidad en niveles casi idénticos a la alemana y muy próximos a la japonesa, pese a encontrarse en posiciones del ciclo económico claramente diferentes.

En lo que respecta a las cuentas exteriores de la economía, la recuperación de la competitividad internacional de la producción estadounidense, en gran medida gracias a los incrementos de productividad y a los productos rela-

**GRÁFICO NÚM. 3
CRECIMIENTO TRIMESTRAL ANUALIZADO
DEL PIB EE.UU.**



cionados con la innovación tecnológica, ha permitido contener en gran medida la expansión del déficit por cuenta corriente que la apreciación del dólar habría permitido prever. En el segundo trimestre, el déficit corriente acumulado de un año se mantenía en niveles sólo ligeramente superiores al 2% del PIB. Debemos tener en cuenta, por otra parte, que a este resultado ha contribuido en una proporción importante la saneada situación de las cuentas públicas. No ha sido necesario ver los primeros resultados del acuerdo alcanzado este año por la Casa Blanca y el Congreso para mantener

un presupuesto federal equilibrado para conseguir dicho objetivo en 1997, gracias al aumento de ingresos derivado del dinamismo económico.

La brillante situación macroeconómica de EE.UU. contrasta fuertemente con una posición de la economía japonesa en la que, para algunos, todavía no se puede descartar la vuelta a la crisis de comienzos de esta década; y un núcleo europeo que no consigue consolidar una verdadera recuperación económica.

Europa entre el estancamiento y la unión monetaria

Los dos países que forman los pilares de la UE y de la futura UEM, Alemania y Francia, ofrecen causas de tipo "fundamental" para explicar la apreciación del dólar frente a las monedas aspirantes al euro. La necesidad de consolidar sus finanzas públicas en el camino hacia el cumplimiento de Maastricht, que dificulta extraordinariamente realizar un impulso fiscal representativo, y pese a mantener condiciones monetarias históricamente laxas, ha supuesto que las economías francesa y alemana mantengan tasas de crecimiento muy reducidas, y tasas de desempleo muy elevadas. En Alemania, desde el pasado mes de enero se entró en

**GRÁFICO NÚM. 4
INFLACIÓN INTERANUAL**

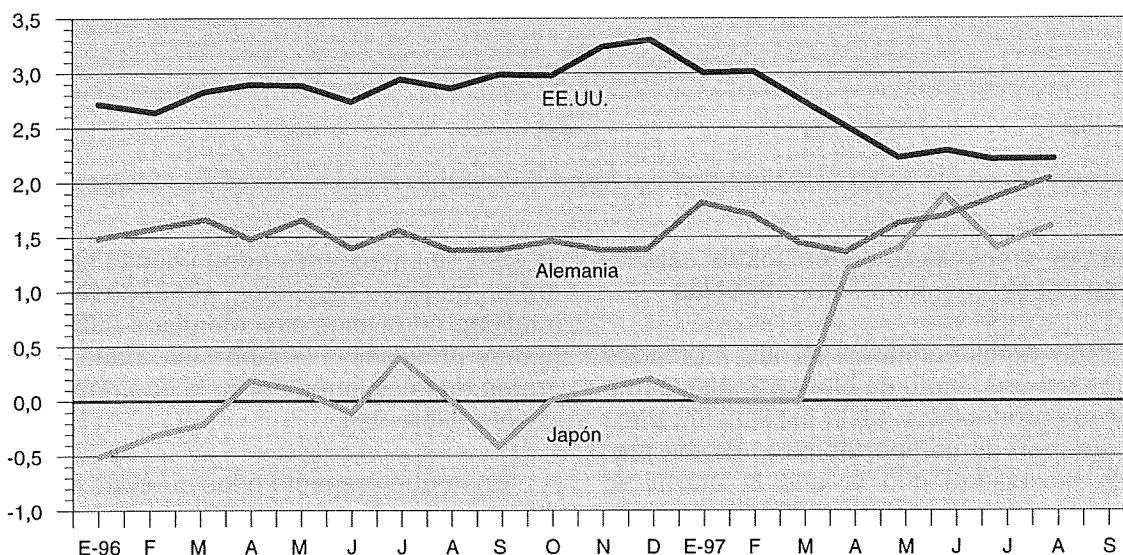


GRÁFICO NÚM. 5
INDICADOR AFI: PROBABILIDAD QUE ASIGNAN LOS MERCADOS A LA
ENTRADA DE ESPAÑA EN LA UME EN 1999

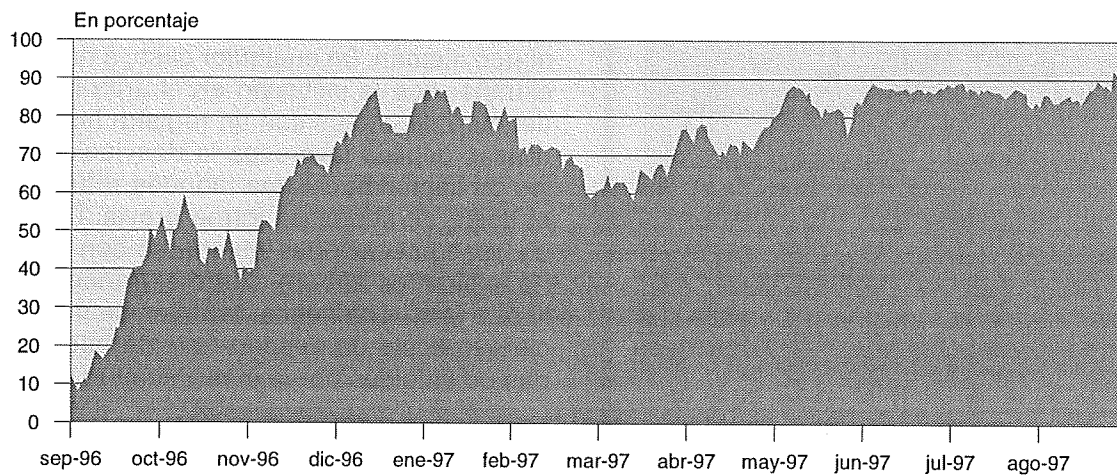
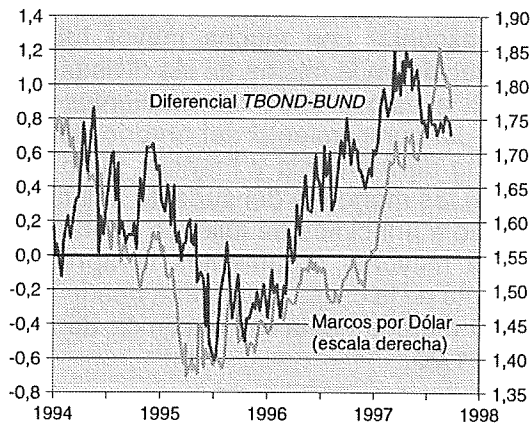


GRÁFICO NÚM. 6
DIFERENCIAL A LARGO PLAZO
Y TIPO DE CAMBIO



niveles de paro desconocidos desde la República de Weimar.

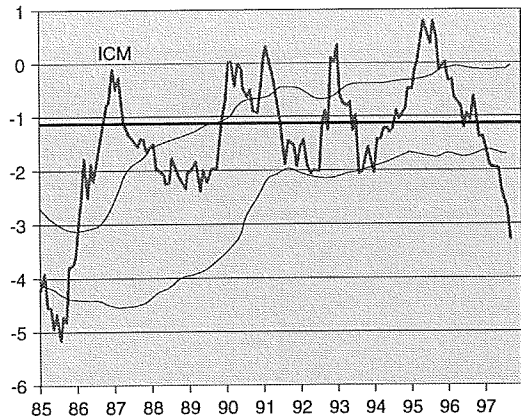
El crecimiento económico está siendo sostenido en tasas superiores al 2% gracias fundamentalmente al impulso que el sector exportador ha recibido de la subida del dólar, llevando a niveles del 1% la aportación de la demanda externa al crecimiento del PIB. Esta fuerte contribución se explica también por el poco dinamismo de las importaciones, dada la pasividad de la demanda doméstica. El consumo permanece muy deprimido, la construcción atraviesa una crisis que se prolonga desde hace dos

años, y la inversión en capital fijo es la única partida verdaderamente pujante. Los últimos datos de producción industrial y las encuestas Ifo de expectativas empresariales permiten pensar en una progresiva recuperación de la demanda interna, pero el mercado de trabajo alemán parece necesitar tasas de crecimiento notablemente mayores a las actuales para comenzar el proceso de creación neta de empleos.

El cuadro macroeconómico europeo se debe completar con la evolución de sus déficit públicos, en especial en relación con el 3% de déficit sobre PIB que se encuentra dentro de los requisitos que el Tratado de la Unión Europea fija para el acceso a la moneda única. Las tribulaciones de la mayor parte de los países europeos "grandes" para situar sus déficit en niveles cercanos a dicha referencia han marcado gran parte de la discusión sobre el euro y han tenido un claro efecto sobre el cambio monedas europeas/dólar. Como decíamos anteriormente, en la evolución del tipo de cambio marco/dólar en el último año parece haber tenido una influencia decisiva el proyecto de unión monetaria en el que está inmersa la Unión Europea.

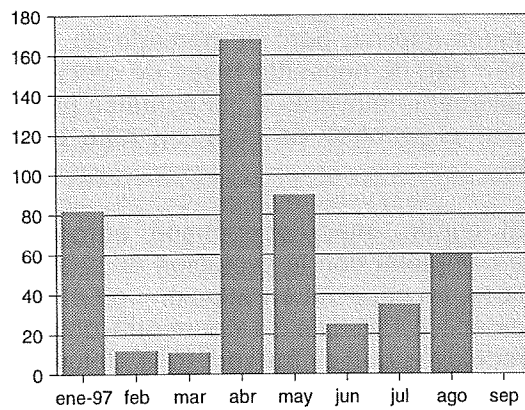
El aumento de velocidad de la subida del dólar en agosto de 1996 coincide con un momento en el que la posibilidad de que los países periféricos, especialmente Italia y España, pudieran formar parte de los fundadores de la

**GRÁFICO NÚM. 7
ÍNDICE ICM (AFI) Y MEDIA (1980-1995)
EN ALEMANIA**



Nota: Ponderación: Tipos de interés (75%:75% a corto y 25% a largo) y tipos de cambio (25%)

**GRÁFICO NÚM. 8
CRECIMIENTO INTERANUAL DEL SUPERÁVIT
COMERCIAL DE JAPÓN FRENTE A EE.UU.**



UEM en 1999 comenzaba a plantearse como una alternativa bastante probable. En el gráfico se puede observar que, tomando agosto como mes de partida, el índice AFI de probabilidad de entrada de España en el euro en 1999, calculado a partir de las cotizaciones de los Swaps de tipos de interés, creció con gran rapidez. A partir de ese periodo, los momentos en los que la probabilidad que el mercado asignaba al acceso de España e Italia al euro aumentaban, también lo hacía el ritmo de subida del dólar.

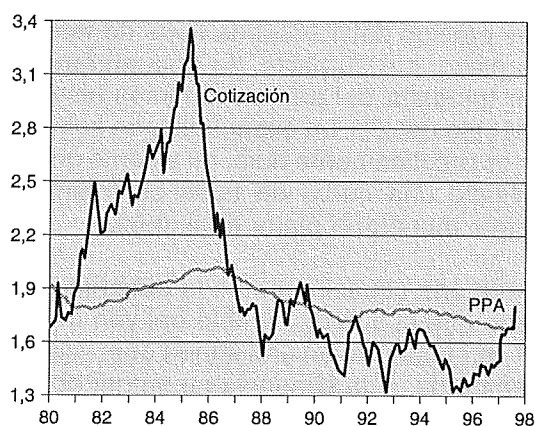
Esta relación de un euro amplio con la apre-

ciación del dólar frente al marco y en general con todas las divisas aspirantes al euro, se basa en la idea del euro débil. No es el propósito de este artículo el analizar las diferentes razones que pueden llevar a que el futuro euro sea una moneda débil en comparación con el marco alemán. En cualquier caso, a nadie debe extrañar que la inclusión en el área monetaria del euro de países con un registro histórico de divisas débiles favorezca la desviación de flujos de capital hacia una moneda refugio como el dólar, al menos de forma previa. De hecho, en otras cotizaciones del marco con monedas no aspirantes al euro, como el franco suizo, la libra o la corona sueca, también se puede percibir el efecto de desplazamiento hacia monedas no influidas por la incertidumbre UEM.

En el mes de junio de este año encontramos un efecto similar del euro sobre la cotización marco/dólar. El triunfo del partido socialista francés en las elecciones de principios de dicho mes, una vez despejados los temores de un enfrentamiento entre las posturas francesa (euro amplio incluyendo a Italia) y alemana (cumplimiento estricto de criterios) sobre el proceso de moneda única, el mercado comenzó a descontar con mucha mayor fuerza la participación en la misma de las divisas periféricas. Si a esto unimos las crecientes dudas acerca del cumplimiento del criterio de déficit por parte de Alemania y Francia, junto con la crisis de las monedas del sudeste asiático que comenzó a principios de julio, se puede entender con mayores argumentos la apreciación fulgurante de la divisa americana desde niveles de 1,70 marcos hasta los máximos de agosto casi en 1,90.

La unión monetaria y el "euro débil" no forman, en cualquier caso, el único factor detrás de las subidas del dólar, ni el más importante. Podemos considerarlo un factor más que, quizá, ha pronunciado la tendencia alcista subyacente. Si tomamos en consideración la paridad del poder adquisitivo (PPA) del marco frente al dólar, obtenemos un tipo de cambio de equilibrio a largo plazo aproximadamente entre 1,70 y 1,75 marcos. Por lo tanto, la posición cíclica expansiva de la economía estadounidense, y recesiva de Alemania y Japón, favorecían la corrección de la infravaloración del dólar respecto a su nivel de equilibrio a largo plazo. Tampoco debe extrañar que, en un momento en el que en EE.UU. el fin de la expansión no aparece en el horizonte y la recupera-

GRÁFICO NÚM. 9
PARIDAD DEL PODER ADQUISITIVO
MARCO ALEMÁN/DÓLAR

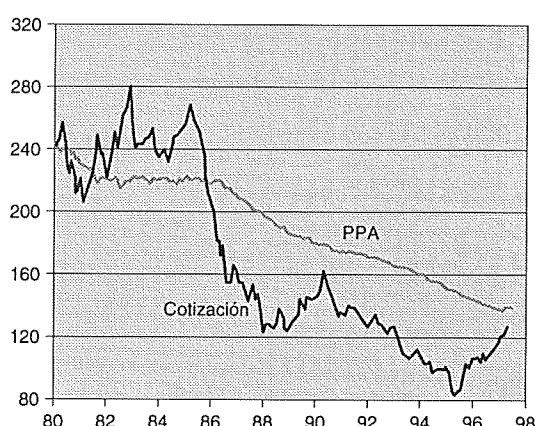


ción alemana no llega a producirse, la moneda estadounidense tiende a tomar una cotización de cierta sobrevaloración.

Estas diferentes posiciones macroeconómicas pueden ser también leídas en la evolución de los tipos de interés. Mientras que en Alemania el 3% del *repo* del Bundesbank parecía prácticamente inamovible, sobre todo teniendo en cuenta los malos datos de empleo, el sesgo de la Reserva Federal se mantuvo fuertemente alcista desde principios de 1996. Este sesgo se materializó finalmente en marzo, con una subida de 25 puntos básicos del nivel objetivo de los fondos federales hasta el 5,5%. El tensionamiento de tipos estadounidenses, que para muchos significaba el comienzo de una senda de incremento del coste de la liquidez a nivel internacional, terminó siendo "preventivo", sin que la evolución de los precios haya propiciado ninguna subida adicional. En el momento presente, pese a que sigue existiendo la expectativa de una posible elevación adicional de los *Fed Funds*, el temor a subidas de tipos se ha trasladado al Bundesbank, favoreciendo las recientes correcciones del dólar.

También en los tipos a largo plazo encontramos una relación estrecha con la evolución del tipo de cambio del dólar. La diferente posición en el ciclo favoreció hasta abril de 1996 diferenciales de tipos a largo plazo *Tbond-Bund* negativos. A partir de ese momento, el diferencial pasó a ser positivo, aumentando hasta máximos en niveles de 120 puntos básicos. A fina-

GRÁFICO NÚM. 10
PARIDAD DEL PODER ADQUISITIVO
YEN/DÓLAR



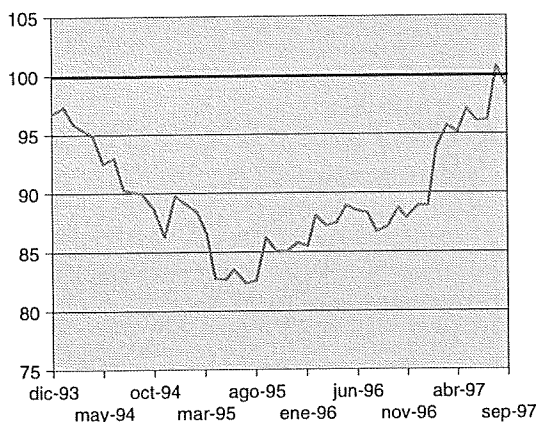
les de mayo, sin embargo, el diferencial comenzó a caer de manera continua, anticipando una corrección de la subida del dólar que, posiblemente, se vio retrasada por los factores de tipo extraordinario que citábamos anteriormente.

Desde los máximos de comienzos de agosto, el dólar ha experimentado una corrección de 7,75% hasta 1,7550, aproximándose a su PPA, y a la zona de consolidación entre 1,67 y 1,74 marcos por dólar que marcó entre febrero y mediados de junio. La economía alemana, pese a verse favorecida por la expansión de sus exportaciones, ha comenzado a sentir en sus precios el efecto de las cesiones del marco. En el gráfico se puede apreciar cómo la subida del dólar ha contribuido de forma decisiva a relajar las condiciones monetarias germanas. Con una tasa de crecimiento del PIB para 1997 que podría situarse en torno al 2,25%, el mantenimiento del *repo* en el 3%, con tasas de inflación por encima del objetivo del Bundesbank de niveles por debajo del 2%, parece cada vez menos plausible. La posibilidad de una pronta subida de tipos en Alemania, junto con la necesidad de "sanear" una cotización que durante dos meses había subido de manera explosiva, parecen las dos principales causas de estas cesiones.

El yen entre la espada y la pared

En el cruce yen/dólar dos fuerzas contrapuestas han actuado a lo largo de todo el año.

GRÁFICO NÚM. 11
ÍNDICE DE TIPO DE CAMBIO EFECTIVO DE LA
RESERVA FEDERAL



Por un lado, la ya mencionada debilidad que muestra la economía japonesa favorece las cesiones de su moneda. El sistema bancario japonés ha seguido dando muestras de su fragilidad a lo largo de todo el año, con bancarrotas y fusiones forzadas para evitar el desplome de grandes instituciones. Pese a que los resultados de las grandes empresas exportadoras mejoran gracias a la depreciación del yen, la mayor parte de la economía se encuentra todavía deprimida.

Debemos tener en cuenta que, desde comienzos de la década el gobierno japonés, en respuesta a la crisis desencadenada tras la explosión de la burbuja especulativa en los mercados de activos reales, especialmente los inmobiliarios, puso en marcha un programa de impulso fiscal que probablemente puede considerarse como el mayor de la historia. Con un déficit público sobre el PIB que alcanzó el pasado año alrededor del 7% (todavía no existen datos definitivos sobre el año fiscal 1996), el ejecutivo japonés introdujo en el presupuesto para el presente año fiscal una serie de importantes medidas de consolidación de las finanzas del estado confiando en la fortaleza de la senda de recuperación en la que entró su economía en el primer trimestre de 1996. Sin embargo, el efecto sobre el consumo de estas medidas de restricción fiscal ha sido muy elevado, llevando a una tasa de crecimiento trimestral anualizada en el 2º trimestre del año del -11,2%.

Este cuadro macroeconómico se completa con tipos de interés reales a corto plazo negativos. El tipo de referencia del Banco de Japón se sitúa en el 0,5%, mientras que el último dato de inflación señala un crecimiento interanual de los precios del 1,9%. Los tipos de interés a largo plazo, por su parte, se encuentran en el tercer trimestre del año en mínimos históricos por debajo del 2%. La expectativa de subida de tipos es prácticamente nula, tal y como pone de manifiesto una curva de tipos de interés del mercado monetario plana en el 0,5%.

Ante una situación como la descrita, no es extraño que el tipo de cambio del yen frente al dólar se encuentre en una senda depreciadora. Sin embargo, esta senda viene sufriendo bruscas correcciones desde comienzos de año. La explicación de estos periodos de brusca apreciación del yen se encuentra principalmente en su desequilibrio externo. La depreciación del yen, junto con una demanda interna muy débil, ha provocado un verdadero estallido del superávit por cuenta corriente japonés, que se sitúa en la actualidad sobre el 2,6% del PIB. El superávit comercial frente a EE.UU. también ha crecido a tasas elevadísimas. El continuo crecimiento del desequilibrio exterior nipón ha venido provocando, especialmente tras la publicación de los datos o en los días inmediatamente anteriores, fuertes temores de actuaciones coordinadas o unilaterales para evitar una mayor depreciación del yen que pudiera reavivar las fricciones comerciales con EE.UU. En mayo, por ejemplo, cuando el yen se apreció en pocos días un 14% frente al dólar, se combinó el temor de intervenciones con la posibilidad de que el Banco de Japón, tras un dato de crecimiento bastante bueno en el primer trimestre, pudiera comenzar a elevar el tipo de referencia con objetivos cambiarios.

Tras la fuerte apreciación de mayo, el yen ha proseguido en sus cesiones, con apreciaciones puntuales por las razones anteriormente expuestas. A mediados del mes de septiembre, tras la publicación del mal dato de crecimiento, las cifras de comercio con EE.UU. han vuelto a dar muestra del rápido crecimiento del superávit bilateral japonés. En cotizaciones en torno a 121 yenes por dólar, la moneda nipona continúa mostrando un tono de debilidad que, sin embargo, podrá verse contrarrestado por cualquier tipo de declaración poco tranquilizadora por parte de los responsables de comercio exterior estadounidenses.

En conclusión, el dólar entra en el último trimestre de 1997 en cotizaciones cercanas al equilibrio de largo plazo. Como podemos apreciar en los gráficos, la sobrevaloración frente al marco es muy reducida, mientras que con el yen tiene todavía recorrido de apreciación para alcanzar la PPA. Por otro lado, en términos de tipo de cambio efectivo (es decir, ponderado los tipos de cambio de cada moneda con la importancia de las relaciones comerciales con cada país), la moneda americana ha corregido la infravaloración de 1994. La economía estadounidense mantiene una buena salud, reflejada también en unos mercados bursátil y de deuda en franca apreciación, lo que debe mantener un tono de fortaleza en su moneda. La incertidumbre asociada a la unión monetaria también respalda al dólar.

Sin embargo, el cambio de tendencia parece anunciado, con tipos de interés en Europa que deben comenzar a repuntar a medida que se consolide la incipiente recuperación alemana. Los recientes "avisos" del Bundesbank sobre la necesidad de evitar los efectos inflacionistas de un mayor deslizamiento del marco

hacen muy difícil que el dólar recupere los niveles máximos de agosto. La combinación de todo ello permitiría dibujar un escenario moderadamente alcista para la moneda americana, que se tornaría suavemente bajista a medida que se acentúen las tensiones sobre los tipos a corto plazo de Alemania.

Frente al yen, el recorrido de apreciación del dólar hasta el equilibrio de PPA se ve favorecido por las condiciones económicas de fondo, pero la superación de los niveles de mayo cercanos a 130 yenes se antoja difícil dadas las reacciones negativas que encontraría en el sector manufacturero estadounidense.

NOTAS

(*) Carlos Mazarío, economista de Analistas Financieros Internacionales.