

El impacto de un dólar en alza

El tema económico más comentado en las últimas semanas ha sido la persistente subida del dólar. El "Financial Times" del día 13 de Mayo ha dedicado al mismo, entre otros, los tres comentarios que siguen, publicados conjuntamente.

Los acontecimientos de esta semana constituyen un nuevo testimonio de que en un mundo con libertad de movimientos de capital y con tipos de cambio inciertos, los primeros son más importantes para determinar los tipos de cambio día a día (o incluso mes a mes) que los persistentes "desequilibrios" de las balanzas por cuenta corriente.

Los flujos de capital responden a los diferenciales de los rendimientos entre las distintas monedas. El éxito en estabilizar el dólar desde principios de 1988, junto con la estabilidad dentro del mecanismo del Sistema Monetario Europeo, han reducido el riesgo de invertir en monedas sometidas a tensiones inflacionistas y de elevados rendimientos. El resultado es una presión para reducir los diferenciales de los tipos de interés.

Si la intervención continuara siendo ineficaz, la respuesta lógica a la fortaleza del dólar sería en efecto una elevación de los tipos de interés en Alemania y en Japón, así como una reducción de los mismos en Estados Unidos. En el momento presente, sin embargo, las autoridades se resisten a estos reajustes, en parte porque ignoran cuán persistente será la actual firmeza del dólar.

La cuestión más fundamental es cómo el tipo de cambio respecto al dólar se acomoda a los otros objetivos. Acerca de esto existen diferencias esenciales entre Alemania y Japón. Una de ellas es que a lo largo de los últimos años el DM se ha mostrado más débil, respecto al dólar, que el yen. Otra diferencia es que el Bundesbank ha estado más dispuesto a elevar los tipos de interés.

Pero tales incrementos de los tipos por parte de Alemania han sido motivados sólo en parte por la debilidad del tipo de cambio frente al dólar. Por otra parte, se han mostrado poco

eficaces en el fortalecimiento de la moneda. La razón de esta ineficacia está relacionada con el hecho de que las autoridades alemanas están menos preocupadas que las japonesas por el tipo de cambio del dólar. ¿Por qué es ello así?

En 1988, el excedente comercial de Alemania con Estados Unidos fué de sólo 9'4 m.m. de dólares, mientras que el de Japón fué de 49'1 m.m. Sólo el 7 por ciento del comercio exterior alemán se realiza con Norteamérica, frente al 29 por ciento del de Japón. Y lo que es más importante, el 70 por ciento del comercio exterior alemán fué con los otros países de Europa, siendo su excedente comercial con estos países de 66 m.m. de dólares.

En el marco europeo, el SME ha asegurado la competitividad de la industria exportadora alemana. De hecho, el SME contribuye a la debilidad del DM. En tanto en cuanto las paridades sean respetadas en el interior del sistema, el diferencial de los tipos de interés a favor de otros países europeos estimula las salidas de capital de Alemania, que compensan los crecientes excedentes comerciales de este país. Al mismo tiempo, las objeciones de otros miembros del SME, como es el caso de Francia, imponen ciertos límites a la predisposición del Bundesbank a elevar los tipos de interés.

Para Japón, por el contrario, las relaciones económicas con Estados Unidos son de una enorme importancia. La dificultad para las autoridades japonesas es que el instrumento esencial, el tipo de interés, tiene a la vez que mantener el crecimiento de la demanda interna y defender la propia moneda frente al dólar. Hasta ahora ha triunfado el primero de estos objetivos. Ahora bien, a medida que aumente la inquietud por la inflación y por las cuentas exteriores es probable que todo eso cambie. Al no haber utilizado prácticamente los tipos de interés, las autoridades monetarias de Japón disponen de un considerable espacio de maniobra.

Sea como fuere, y cualesquiera que sean las diferencias entre ambos países, el resultado final será probablemente el mismo. Si el dólar continúa subiendo a pesar de la persistente

intervención, y si las presiones inflacionistas continúan siendo una preocupación en Alemania y lo van siendo cada día más en Japón, los tipos de interés deberán subir en ambos países. La cuestión, si acaso, es saber cuándo, y en qué cuantía.

(Martin Wolf, desde Londres)

Un "leitmotif" de 40 años de política del banco central alemán ha sido que un DM fuerte constituye el mejor modo de asegurar la estabilidad monetaria interna. Esto explica que esta semana se hayan visto caras tristes en el cuartel general del Bundesbank, en las afueras de Francfort.

El gobierno de Bonn no tiene por qué estar particularmente afectado por la subida del dólar por encima de los 1'90 DM. Un DM más bajo, en efecto, estimula la exportación, mantiene la expansión, reduce el coste de las subvenciones al carbón e incrementa los ingresos fiscales, todo lo cual debe sonar como música celestial a los oídos de Theo Waigel, el nuevo ministro de Hacienda. Además, la persistente estabilidad en el seno del SME contribuye al mantenimiento del consenso político con Francia en áreas tan vitales como la defensa y como la Comunidad Económica Europea.

Pero el Bundesbank ve las cosas de forma distinta. Este está preocupado porque la debilidad del DM refleja no sólo los tipos de interés relativamente bajos de Alemania, sino la preocupación de los mercados de cambios por la indecisión del gobierno que preside Kohl. Los mercados, en efecto, se han inquietado por la actitud del gobierno de Bonn a propósito del control de las armas nucleares en la OTAN, así como por otros titubeos políticos.

El ejemplo más expresivo han sido las idas y venidas alrededor de la retención del impuesto sobre el ahorro y la inversión establecido el año pasado. Este actuó negativamente sobre el DM, al provocar abundantes salidas de fondos hacia

Luxemburgo. Waigel, por supuesto, ha suprimido el impuesto, pero esta decisión apenas se ha traducido hasta ahora en el fortalecimiento del DM.

El mensaje de Francfort es que si se confirma la posibilidad de un triunfo electoral de la coalición formada por Socialdemócratas y Verdes en los comicios de Diciembre de 1990, el DM se verá sometido a una presión todavía mayor. El Bundesbank quiere evitar la impresión de que se reacciona de una forma abrupta ante la subida del dólar. Esta es una de las razones que explican por qué se ha mostrado cauteloso en sus intervenciones para contener tal subida.

Sea como fuere, los tipos de interés alemanes aumentarán probablemente en los próximos meses. El dilema del Bundesbank es que esto podría interrumpir la magnífica expansión presente y crear problemas políticos de cara a las elecciones de 1990.

Karl Otto Pöhl, el presidente del banco central, lleva tiempo manifestando su inquietud por la actual tendencia de los tipos de cambio, susceptibles de acentuar los desequilibrios existentes. El Bundesbank espera que el excedente corriente de Alemania, que alcanzó la cifra record de 85'2 m.m. de DM el año pasado, crecerá hasta 90 ó 100 m.m. este año.

La preocupación más inmediata del Bundesbank, con todo, es la amenaza de una inflación mayor. Las presiones inflacionistas en otros países repercuten rápidamente -a través de las importaciones- en una economía tan abierta como la alemana, y esto puede resultar particularmente grave en un momento en que el DM se encuentra débil.

Desde principios de 1987, el DM ha caído en más del 6 por ciento. Esto, unido al incremento de los impuestos indirectos que empezó a regir a comienzos de 1989, ha elevado la inflación hasta cerca del 3%, lo cual es notable en una país que había gozado de una estabilidad casi total de precios durante varios años.

El Bundesbank está preocupado también por la próxima ronda de negociaciones salariales que ha de empezar el año próximo, en que vence el convenio del metal. Se habla ya de posibles

huelgas, y el Bundesbank teme que una industria exuberante ceda fácilmente ante la menor presión sindical.

La coordinación entre Bonn y Francfort puede resultar vital. A pesar de la tan celebrada independencia al Bundesbank, este no es siempre inmune a las posibles presiones del gobierno. Por otra parte, está por ver cómo funciona el entendimiento entre Pöhl y Waigel. Este, en efecto, manifestó públicamente su contrariedad cuando Pöhl accedió a la presidencia del Bundesbank, en 1979...

(David Marsh, desde Bonn)

Después del "crash" de 1987, la primera reacción de los gestores de fondos japoneses fué repatriar el dinero que tenían invertido fuera. La reciente subida del dólar muestra que están reanudando sus inversiones fuera en sumas cuantiosas.

Estos administradores de fondos están manifestando así su convencimiento de que la prolongada caída del dólar, de 1985 a 1987, ha terminado, y que esperan que la moneda norteamericana se mantendrá dentro de la banda 120-140 yens, y más concretamente alrededor de 130 yens.

"Una minoría de gente empieza a creer de nuevo en el dólar y en el mercado norteamericano", ha dicho un economista de Nomura Securities. "Se trata sólo de una minoría, pero hay tanto dinero en Tokio que incluso una minoría puede pesar decisivamente en los mercados de cambios".

Los inversores japoneses, en efecto, han estado comprando bonos denominados en dólares en cantidades enormes. Las compras netas de bonos extranjeros el mes pasado ascendieron a 10 m.m. de dólares, aproximadamente, frente a una media mensual de 7 m.m. el año pasado. En Febrero fueron de 12 m.m., la cifra mensual más alta jamás alcanzada. Estos flujos de capital son sin duda la principal razón de la reciente subida del dólar. ¿Continuarán creciendo? ¿Bajarán al primer síntoma de debilidad de los mercados financieros de Estados Unidos?

La clave del comportamiento de los inversores extranjeros son los tipos de interés. Han estado comprando bonos y otros títulos a causa de la ampliación substancial de la diferencia entre los tipos norteamericanos y japoneses.

No obstante, la diferencia de los rendimientos puede estrecharse pronto. En los Estados Unidos, lo que se espera es que los tipos puedan empezar a bajar como consecuencia de la expansión más lenta de la economía y de los menores riesgos de inflación. En el Japón, por el contrario, existen crecientes presiones para proceder a un aumento de los tipos, como consecuencia de la aparición de síntomas inflacionistas.

Los precios están sometidos a tensiones porque la industria está trabajando a plena capacidad. La mano de obra escasea, así como también algunas primeras materias, en especial para la construcción. Al mismo tiempo, la entrada en vigor del impuesto sobre las ventas puede haber llevado a los comerciantes a elevar los precios por encima del tres por ciento del tributo.

Todo esto puede justificar que se hable de que el Banco de Japón va a elevar el tipo oficial de descuento -ahora situado en un histórico 2'5%- por primera vez desde Marzo de 1980. A pesar de ello, es posible que el dólar no baje. A juicio de los analistas, dejando a parte el diferencial de los tipos de interés, hay otras varias razones que explican la fortaleza del dólar.

La primera de ellas es que las autoridades norteamericanas no parecen estar muy preocupadas por el hecho de que el dólar esté alto. La Reserva Federal de Nueva York, en efecto, no ha realizado esfuerzo serio alguno para hacerlo bajar, digamos, a 130 yens. Un dólar fuerte elimina temores de inflación y aleja la probabilidad de nuevos incrementos de los tipos de interés.

En segundo lugar tenemos el aumento de los precios del petróleo. El Daiwa Research Institute, filial de Daiwa Securities, ha calculado que un 1 por ciento de aumento de los precios del petróleo se traduce en un descenso del valor del yen en un 0'17%. Los precios del petróleo han subido el 50%

desde el año pasado.

Finalmente, nos queda aún el escándalo Recruit. Los observadores japoneses aseguran que el impacto de este asunto ha sido exagerado por los comentaristas extranjeros, pero aún así no niegan que pueda haber tenido alguna repercusión en el ánimo de los mercados, dada la dificultad que se está encontrando dentro del partido en el poder para hallar un sustituto de Takeshita.

¿Cuánto durará esta situación? Nadie lo sabe. Mientras tanto, es evidente que un dólar fuerte está retrasando la reducción del déficit comercial norteamericano. Por esto el Banco de Japón desearía un yen más fuerte, no sólo a corto sino también a largo plazo. Pero tampoco se ve que el estado presente de las cosas le preocupa grandemente.

(Stefan Wagstyl, desde Tokio)
