

## AUGE Y CAIDA DEL DOLAR

Jaime REQUEIJO

**E**l gráfico 1 nos presenta la evolución del tipo del cambio efectivo de varias monedas fundamentales desde principios de 1980 hasta mediados de 1986. Durante ese período, y con algunos dientes de sierra, el dólar norteamericano ha seguido dos caminos opuestos: se revalorizó de 1980 a febrero-marzo de 1985; desde entonces no ha cesado de depreciarse. Esta nota pretende aclarar las razones y efectos tanto de su apreciación como de su depreciación y apuntar unas breves consideraciones respecto de la evolución dólar-peseta (gráfico 1).

### HACIA LA CUMBRE

La apreciación del dólar hasta el mes de marzo de 1985 parecía desafiar, en principio, las leyes económicas más simples. El tipo de cambio de cualquier moneda es un precio relativo que dependerá de la oferta y demanda de esa moneda: si hay un exceso de oferta, la moneda se depreciará; si existe un exceso de demanda, la moneda se apreciará. Puesto que la oferta y la demanda de una moneda están directamente relacionadas con las transacciones exteriores del país en cuestión, la situación de su Balanza de Pagos constituye un aceptable indicador de la tensión del mercado de divisas. ¿Y qué se desprende, para esos años, de las cuentas exteriores norteamericanas? Un déficit creciente, como puede advertirse en el cuadro que sigue, tanto en balanza comercial como en cuenta corriente, a partir del año 1982, déficit que se mantendrá en 1986. Tanto es así que, en pocos años, Norteamérica, tra-

dicionalmente exportadora de capital, se ha convertido en uno de los países más endeudados del mundo en términos absolutos.

Un análisis más detallado de esas cuentas exteriores permite, sin embargo, resolver la aparente paradoja: a lo largo de esos años ha existido una fuerte demanda de dólares, porque el capital se ha sentido atraído hacia Norteamérica. Por tres razones fundamentales. En primer lugar, porque a partir de 1983, la economía norteamericana ha venido creciendo a ritmos superiores a los de la mayoría de los países industrializados y, por supuesto, por encima de las tasas europeas. Ello significa que las oportunidades de inversión rentable han sido mayores en Norteamérica que, por lo general, en el resto de los países, y que buena parte de los capitales que, normalmente, se hubieran invertido en Europa lo han hecho en Estados Unidos, impulsando así la demanda de dólares. En segundo lugar porque, también para el período estudiado, los tipos de interés real del dólar han sido ligeramente superiores a los de las otras monedas fundamentales. Tras de esa diferencia se encuentra, naturalmente, el sustancial déficit público estadounidense que, al tropezar con una política monetaria restrictiva, mantiene altos los tipos de interés y crea estímulos importantes para la succión de capitales externos. La tercera de las razones es de índole política: la condición de economía de refugio que se aprecia, cada vez con mayor intensidad, en la economía norteamericana, y que ha desplazado hacia ese país toda una serie de recursos de otros países menos estables política-

mente. A estas tres causas, que explican la dilatación de la demanda de dólares para ese período, hay que añadir, a partir de 1982, la otra razón de peso: que, a consecuencia del pánico financiero desencadenado por el incumplimiento de los compromisos exteriores de Méjico en ese año, los bancos norteamericanos, casi todos ellos con activos importantes en países del Tercer Mundo, restringieron notablemente sus préstamos exteriores y contrajeron la oferta de dólares.

La continua apreciación del dólar producía variados efectos, tanto en el resto del mundo como en la economía norteamericana.

Para todos los demás países, la subida del dólar significaba un aumento de su competitividad exterior: sus exportaciones al mercado norteamericano se facilitaban, al abaratare los precios en dólares, mientras que los bienes y servicios procedentes de Norteamérica resultaban cada vez más caros. Tanto es así que parte del crecimiento europeo de los años 1983 y 1984 se debió al aumento de sus exportaciones al mercado norteamericano. Claro que esa mayor competitividad exterior no era sino una cara de la moneda; la otra cara presentaba aspectos menos halagüeños. Un dólar alto producía continuas presiones inflacionistas, al encarecer, en moneda nacional, los bienes y servicios adquiridos en Norteamérica y, sobre todo, al dilatar la factura del petróleo, producto cuyo precio se fija, tradicionalmente, en dólares; más aún, un dólar cada vez más caro, en términos relativos, hacía mucho más oneroso el servicio de la deuda exterior de los países fuertemente endeudados, ya que más del 70 por 100 de esa deuda está contraída en dólares.

También en la economía norteamericana la fortaleza del dólar generaba

CUADRO N.º 1

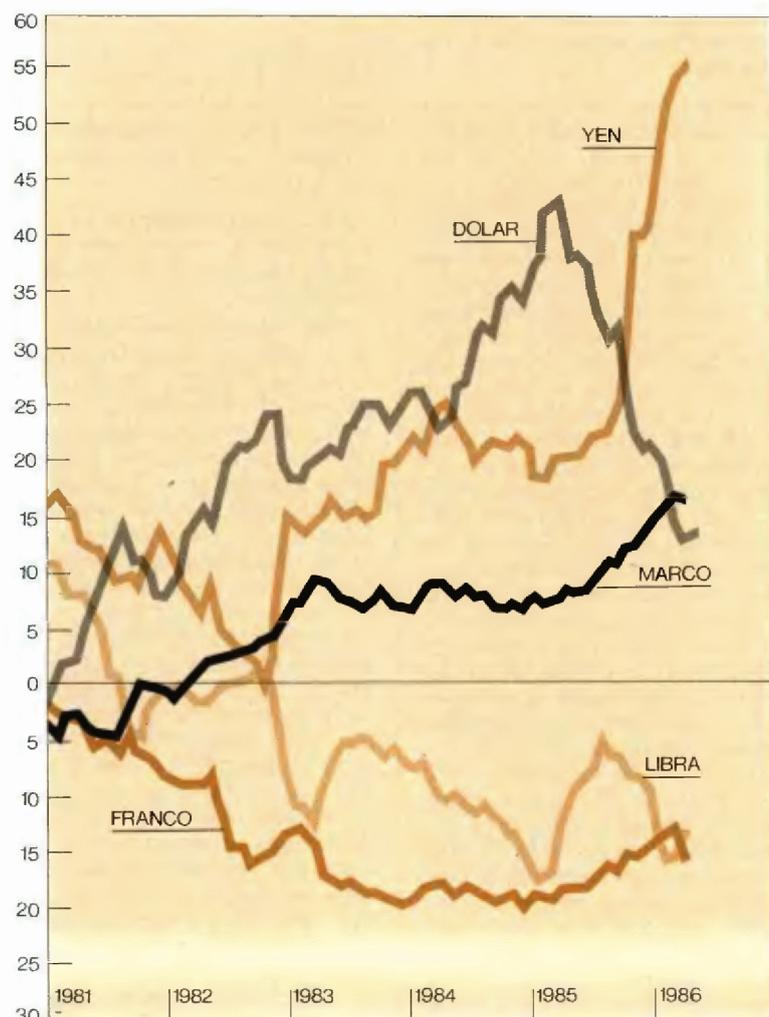
### SALDOS REPRESENTATIVOS DE LA BALANZA DE PAGOS NORTEAMERICANA

(Miles de millones de \$)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985
Balanza comercial ... ..	- 25,34	- 27,89	- 36,39	- 63,25	- 114,11	- 124,29
Balanza cuenta corriente ... ..	3,73	4,47	- 11,21	- 42,50	- 107,36	- 117,66
Balanza capital a largo plazo ... ..	- 6,82	11,28	7,64	4,93	41,80	58,75
Balanza capital a corto plazo ... ..	32,54	- 0,47	51,29	8,04	42,55	30,13

Fuente: Perspectivas Económicas OCDE.

**GRAFICO 1  
VARIACIONES DEL TIPO DE CAMBIO EFECTIVO  
DE LAS MONEDAS PRINCIPALES (\*)**



(\*) Variaciones sobre el tipo medio de 1980.

que el riesgo de cambio lo corrían los tenedores de dichos activos. Por otro lado, los beneficios de un dólar caro, tanto para el resto de los países como para Norteamérica, quedaban sobradamente ensombrecidos por los múltiples inconvenientes y tensiones de esa situación.

Aunque, a partir del mes de marzo de 1985, la cotización internacional del dólar había descendido ya, especialmente con relación al yen y al marco, la reunión de septiembre de ese año de los Ministros de Hacienda y Gobernadores de los bancos centrales del Grupo de los Cinco (Estados Unidos, Francia, Japón, Reino Unido y República Federal Alemana) despejó muchas de las dudas que, sobre la evolución del dólar, pudieran existir en los mercados de divisas. En esa reunión se acordó facilitar la apreciación de las monedas distintas del dólar, en especial el yen y el marco, para alcanzar una parrilla de paridades más acorde con la evolución de cada uno de los países; para ello, y de ser preciso, los bancos centrales de los cinco países se comprometían a intervenir, coordinadamente, durante el resto del año. Debe destacarse, como nota curiosa, que, pese al descenso acusado que se observa en la cotización del dólar a partir de esa reunión, las intervenciones de los bancos centrales fueron muy limitadas en el periodo 22 septiembre-31 octubre 1985 (1). Probablemente porque, como señala el Fondo Monetario Internacional, las últimas subidas del dólar, a principios de 1985, presentaban un carácter marcadamente especulativo (2), lo que permitió que, sin necesidad de llevar a cabo operaciones masivas de venta de dólares, su cotización comenzase a bajar.

La presión alcista del déficit público norteamericano —uno de los factores clave que explica la apreciación de su moneda— comenzó a suavizarse en el verano de 1985. No porque el déficit se redujera sino porque la decisión del gobierno norteamericano de poner fin, de manera gradual, a ese desequilibrio financiero modificaba las expectativas en los mercados de cambio. Una decisión que se plasmó en la Ley Gramm-Rudman-Hollings, de diciembre del mismo año, y que prevé la consecución del equilibrio presupuestario en 1991 (3). Una decisión que, probablemente, ha facilitado la reducción de tres puntos operada en los tipos de interés a largo plazo del dólar desde marzo de 1985 a febrero de 1986.

Finalmente, hay que tener en cuenta

efectos contrapuestos. La lucha contra la inflación se facilitaba con su ascenso, puesto que todos los bienes y servicios adquiridos en el exterior se abarataban en dólares. Las empresas norteamericanas veían, sin embargo, reducidas sus ventas, no sólo porque las posibilidades de exportación se contraían, con el ascenso del dólar, sino porque los mercados norteamericanos se iban saturando de productos extranjeros mucho más baratos que los nacionales. Una situación que fue acentuando las presiones proteccionistas en Estados Unidos y amenazando con desencadenar, a escala mundial, una serie de guerras

comerciales de consecuencias imprevisibles.

### EL DESCENSO

Tras los máximos de febrero-marzo 1985, las condiciones estaban dadas para la flexión del dólar. Pese a la atracción de los tipos de interés del dólar, la economía norteamericana ya no presentaba, en 1985, las mismas perspectivas de crecimiento que en 1984; más aún, su fuerte endeudamiento exterior aumentaba la inseguridad de los activos denominados en dólares, puesto

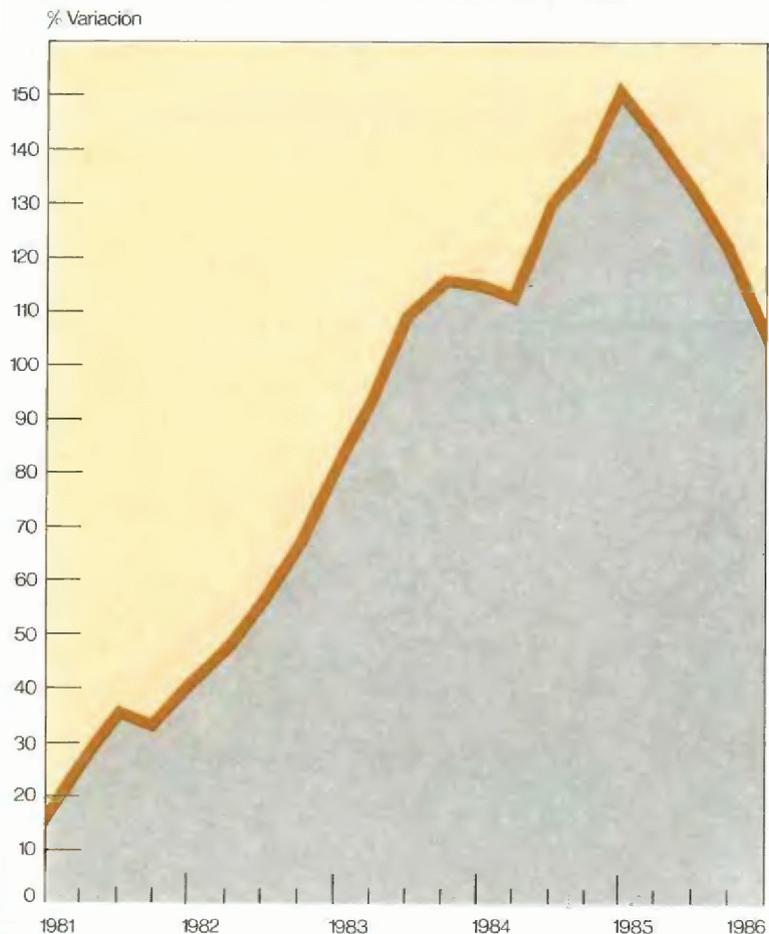
que la reducción de los precios del petróleo —que se mantendrán, probablemente, por debajo de los 15-20 dólares barril durante el año en curso y el próximo— facilita la depreciación del dólar con respecto a las demás monedas principales y, sobre todo, con relación al yen y al marco. A pesar de su condición de importador neto de petróleo, la economía norteamericana depende menos que la japonesa y las europeas del petróleo importado y, consecuentemente, la reducción de precios no producirá, sobre ella, impactos tan estimulantes como sobre las demás.

No vale la pena efectuar un largo comentario de lo que ha supuesto y puede suponer la caída del dólar: los efectos son, en términos generales, los opuestos a los que producía una apreciación. Los demás países verán reducida su competitividad en el mercado norteamericano, si bien sus presiones inflacionistas se aliviarán y se reducirá, para muchos, la carga de la deuda exterior. La cotización exterior de su moneda no será ya una barrera antiinflacionaria para la economía norteamericana pero, a cambio, su competitividad exterior debe mejorar y aliviarse la situación de muchas empresas y las presiones proteccionistas derivadas de tal situación. Además de ello, y transcurrido un cierto plazo que permita superar el efecto J, la cuenta corriente norteamericana debe mejorar, y reducirse, por consiguiente, su apelación al ahorro exterior.

### EL DOLAR Y LA PESETA

Como se observa en el gráfico 2, que dibuja la cotización dólar-peseta desde 1980, la evolución experimentada por las dos monedas reproduce lo ocurrido en los demás mercados de divisas: de manera continuada, el dólar se aprecia —la peseta se deprecia— hasta marzo de 1985; desde entonces no ha cesado de bajar. Una evolución muy lógica si se toman en consideración los dos factores siguientes. Primero, que el dólar, como ya hemos visto, se aprecia, en el primero de los periodos, frente a las monedas más importantes, entre las que se encuentran varias monedas comunitarias, depreciándose a partir del mes de marzo de 1985. Segundo, que, por razones de competitividad externa, la peseta sigue de cerca, con una cierta depreciación, a las monedas comunitarias: prueba de ello es que el tipo de cambio efectivo real (precios al consumo) de la peseta frente a las monedas de la CEE apenas ha experimentado variaciones

**GRAFICO 2**  
**VARIACIONES DEL TIPO DE CAMBIO DEL DOLAR SOBRE EL TIPO MEDIO DE 1980**



desde 1980 hasta el momento presente (4). A consecuencia de esas dos tendencias, la relación dólar-peseta ha reproducido, con bastante fidelidad, la evolución general.

La depreciación del dólar presenta, también para España, aspectos positivos y negativos. Con un dólar menos caro, el ritmo de crecimiento de precios se frena y la factura exterior, y especialmente la todavía muy abultada factura del petróleo, se suaviza. Tanto es así que, en 1986, el efecto conjunto de la reducción de precios del petróleo y de la cotización del dólar significarán, para la economía española, una ganancia cercana a los 500.000 millones de pesetas. Con un dólar que vale, hoy, menos de 140 ptas., la capacidad competitiva de nuestra exportación a la zona del dólar se resiente claramente.

Pero, de todas formas, para una economía como la española, que presenta todavía un notable diferencial de inflación respecto de sus principales competidores, la caída del dólar ha de tener, sin duda, un efecto neto positivo, que debe facilitar su largo y difícil proceso de ajuste en un mundo de cambios acelerados.

### NOTAS

(1) Los datos figuran en OCDE, *Economic Outlook*, mayo 1986, págs. 70 y ss.

(2) FMI, *World Economic Outlook*, abril 1986, páginas 35 y ss.

(3) El Tribunal Supremo norteamericano rechazó, a principios de julio y por anticonstitucional, el mecanismo de reducción automática del déficit. No es posible saber, a estas alturas, qué efectos producirá esa decisión sobre el gasto público norteamericano.

(4) Datos del *Boletín Estadístico del Banco de España*, junio 1986.