

LA APRECIACION DEL DOLAR Y LA ECONOMIA ESPAÑOLA

Guillermo de la Dehesa

Muchos analistas económicos, entre los que me encuentro, veníamos pronosticando, desde hace años, una apreciación del dólar frente a las monedas de la Unión Europea. Dichos pronósticos se basaban fundamentalmente en dos factores. El primero era que la economía americana crecía con fuerza y de manera sostenida y estable mientras que la economía europea estaba en situación recesiva y desequilibrada. Es decir, lo llamados "fundamentals" económicos requerían una mayor fortaleza del dólar. El segundo era que el dólar estaba subvalorado respecto de las monedas europeas en términos de su paridad de poder de compra (P.P.P.). La teoría de la paridad del poder de compra determina que el tipo de cambio tiende a moverse a largo plazo de manera que compensa los diferenciales de los niveles de precios entre los países, es decir, que el tipo de cambio de paridad de poder de compra iguala los costes de producción o los precios de venta entre los países siempre que los productos sean homogéneos e intercambiables. Por eso se utiliza por el semanario *The Economist* como precio de referencia para calcularlo el de la hamburguesa McDonalds.

A pesar de dichos pronósticos, el dólar ha seguido depreciado frente a la zona marco durante al menos tres años, ¿a qué se ha debido que dichos pronósticos no se hayan cumplido hasta muy recientemente?.

Por un lado, a que, a corto plazo, el factor que determina en mayor medida el tipo de cambio no es el nivel de precios relativos, sino la paridad de intereses (I.R.P.). El tipo de cambio tiende a compensar, a muy corto plazo, los diferenciales de tipos de interés de los instrumentos financieros denominados en las distintas monedas, siempre que sean homogéneos y perfectamente sustituibles, como es el caso, por ejemplo, de un depósito bancario a corto plazo. Dado que los tipos de interés a corto plazo en Estados Unidos eran más bajos que en Europa, el dólar tendía a estar depreciado respecto las monedas de la zona marco.

Cuando, por fin, en 1994, la Reserva Federal americana decidió iniciar una subida de tipos de interés para evitar tensiones inflacionistas, dado el elevado crecimiento de la economía americana, y el Bundesbank inició el movimiento contrario, reduciendo los tipos para evitar una mayor recesión, se pensó que el dólar iba a apreciarse frente al marco y otras monedas europeas. Sin embargo, el dólar continuó depreciado, ¿por qué?.

Porque la desviación del dólar respecto de su paridad de poder de compra a largo plazo, ("overshooting" en la jerga técnica), no sólo venía determinada, a corto plazo, por la paridad de intereses, sino también, a medio plazo, por los desequilibrios macroeconómicos relativos o, lo que es lo mismo, por el grado relativo de consecución de los equilibrios interno y externo en ambas economías.

El equilibrio interno se alcanza cuando se consigue crecer dentro de los límites del crecimiento potencial sin tensiones fuertes en los precios y con un paro en equilibrio, es decir, con un nivel de desempleo no inflacionista ("Nairu" en la jerga al uso). El equilibrio externo se consigue equilibrando la relación inversión-ahorro nacional o, lo que es lo mismo, alcanzando una situación en la balanza de pagos por cuenta corriente que, ajustada por la situación cíclica de la economía, muestre un equilibrio o, como máximo, un déficit que sea fácilmente financiable con las entradas de inversión extranjera a largo plazo.

En este sentido, la economía americana ha estado creciendo por encima de su crecimiento potencial, mientras que la zona marco ha estado, y está todavía, creciendo por debajo de su crecimiento potencial ("output gap" negativo y positivo, respectivamente, según la jerga al uso). Por otro lado, el déficit de balanza por cuenta corriente americano no ha hecho más que crecer mientras que el de la Unión Europea se ha mantenido en superávit.

Ambos desequilibrios diferenciales avalaban unos tipos de interés a corto plazo más elevados en Estados Unidos que en la zona marco, cuando ha ocurrido exactamente lo contrario. Dado que el nivel de ahorro americano es históricamente más reducido que el de los países de la Unión Europea, se ha producido un déficit estructural en su balanza por cuenta corriente, con lo que ha acumulado una deuda externa de más de 1.200 millardos de dólares que tienen que ser financiada con ahorro extranjero, lo que ha resultado en que su posición exterior neta sea fuertemente negativa mientras que la europea es positiva. La oferta y demanda de deuda externa americana se han igualado, en parte, a través de un tipo de interés a corto plazo creciente y, en parte, a través de una depreciación del dólar.

Pero, por fin, recientemente, el dólar ha empezado a

acercarse a su nivel requerido por la paridad de poder adquisitivo. Es decir, una vez más, la teoría de que la paridad del poder de compra se ha impuesto, finalmente, a largo plazo. Pero, ¿por cuánto tiempo?. Lógicamente, el dólar debería seguir fuerte hasta que la economía europea recupere su tasa de crecimiento potencial y se cree el Banco Central Europeo. Sin embargo, el juego de los factores que afectan al tipo de cambio, como acabamos de ver, es tan extraordinariamente complejo que nunca se sabe cuanto puede durar la situación presente. De todas maneras, si el déficit exterior americano sigue aumentando, no durará mucho su actual apreciación.

¿Qué efecto puede tener este dólar, más fuerte, sobre la economía española?. En principio, el efecto debería de ser positivo, ya que permitiría que las exportaciones españolas de bienes y servicios denominados en dólares creciesen en mayor medida que las importaciones denominadas en la misma moneda y se daría una mayor aportación del sector exterior al crecimiento español que compensase la lenta recuperación del consumo y de la inversión internas. Sin embargo, también hay que tener en cuenta que las importaciones españolas denominadas en dólares encarecerán nuestra producción, ya que incluyen, fundamentalmente, el petróleo, el gas, el carbón y la mayor parte de las materias primas, lo que puede tener un efecto inflacionista sobre nuestro nivel de precios, lo que a su vez, podría paralizar una ulterior bajada o generar un alza, de los tipos de interés a corto plazo por parte del Banco de España para cumplir sus objetivos de inflación, lo que, finalmente, podría tener un efecto negativo sobre el crecimiento.

Al final, todo dependerá de la composición por monedas de nuestras importaciones y exportaciones de bienes y servicios y de nuestra deuda externa y de cómo evoluciona la peseta frente a otras divisas. Es muy difícil conocer dicha composición ya que la Balanza de Pagos donde hace años sólo se hace en términos de Aduanas y no de Caja. Si todavía esta composición fuese la misma que a principios de esta década el resultado podría ser el siguiente:

Por un lado, se encarecerían las importaciones denominadas en dólares, que representan alrededor de un 25% del total. Asimismo, se encarecería el coste de hacer frente al principal y los intereses de nuestra deuda denominada en dólares, que representa, aproximadamente, el 20% del total. Por otro lado, se abaratarían nuestras exportaciones cifradas en dólares, pero estas representan solamente un 15% del total, aproximadamente.

El efecto global sería positivo para los sectores exportadores al área del dólar, que sean más intensivos en mano de obra y menos intensivos en energía y materias primas así como sería negativo para los sectores importadores del área del

dólar, para los exportadores muy intensivos en energía y materias primas así como para los deudores en dólares. Los consumidores en general podrían verse más perjudicados que beneficiados si el impacto final sobre los precios al consumo es elevado.

Habría que tener también en cuenta otros efectos indirectos, que en este caso deberían ser positivos, puesto que la apreciación del dólar podría dar también un cierto balón de oxígeno a las exportaciones alemanas y francesas lo que mejoraría sus tasas de crecimiento y, por tanto, sus importaciones de bienes y servicios españoles.

Por último, conviene también analizar los efectos sobre la política monetaria española de dicha apreciación. Tradicionalmente la peseta ha adoptado posiciones intermedias entre el dólar y el marco. Si el dólar se apreciaba, la peseta también se apreciaba algo respecto del marco, con lo que el efecto inflacionista era menor. Hoy, sin embargo, los mercados han empezado a vincular la peseta a la lira y otras monedas periféricas, ya que dominan las expectativas de la Unión Monetaria sobre las de la vinculación peseta dólar, lo que aumenta las tensiones inflacionistas de una apreciación del dólar ya que la peseta tiende a caer en mayor medida que el marco. De hecho, tanto el tipo de cambio efectivo nominal como el real han caído 2 puntos desde Diciembre de 1996 ambos calculados frente a los países de la OCDE.

En definitiva, el impacto de la apreciación del dólar sobre la economía española tiene un efecto global positivo sobre la competitividad crecida por el tipo de cambio real deflactado por los precios industriales que ha mejorado en los últimos meses, pero, al mismo tiempo, tiene un efecto negativo sobre los precios (de ahí que la ganancia de competitividad sea mucho menor defactada por el IPC) que puede dificultar los descensos esperados en los tipos de interés a corto plazo.

Madrid, 10 de marzo de 1997