

LAS PERSPECTIVAS DE EVOLUCIÓN DEL DÓLAR ¿RIESGO DE CRISIS?

Adrián Cosentino

Profesor

Graduate School of Business

Sin duda que las perspectivas referidas a la posible evolución del dólar respecto de las principales monedas internacionales juegan un papel crítico en la definición de los escenarios de las economías desarrolladas en términos de nivel de actividad, empleo, composición de demanda agregada, tasas de interés y balance de pagos. Esta es la razón por la cual preocupa que pueda pasar con el dólar y su eventual impacto sobre los flujos de capitales, la asignación de inversiones, la dinámica de los mercados financieros y los ajustes reales de los principales espacios económicos mundiales

En las últimas semanas han surgido en el orden internacional algunos informes bastante apocalípticos respecto de un inevitable desplome del valor del dólar. Se invoca la extrema necesidad de un rápido ajuste en pos de revertir el desequilibrio de balance de pago de Estados Unidos y tender así a desactivar el riesgo de una crisis cambiaria de connotaciones inciertas. Esta posición, sensata pero a mi juicio no del todo correcta, plantea las consecuencias financieras y sobre la economía real que podría derivar de un episodio de corrida contra el dólar en la medida que los mercados generalicen su percepción de inevitable caída del valor de la divisa. Que decir al respecto? Veamos sobre que elementos debemos concentrar el análisis y que inferencias fundamentadas realizar sobre el particular escenario.

La situación actual

¿Qué tan grave se presenta la situación actual y que peligros entraña? Los crecientes desequilibrios fiscal y de cuenta corriente de Estados Unidos colocan a ese país en un sendero donde cualquier prescripción económica de libro de texto fundamentaría la urgente necesidad de comenzar a revertir dicha tendencia agregada. Más allá de que el status privilegiado del dólar como reserva de valor y la contrapartida del desbalance comercial americano –es decir el papel que está jugando esa economía en la demanda externa del resto del mundo- le otorgan un margen no menor al momento de proyectar capacidad temporal para comenzar a cerrar su brecha externa, la magnitud del desequilibrio genera creciente inquietud y avala las comentadas recomendaciones simplistas respecto de la urgente necesidad de validar una abrupta caída del dólar, básicamente como mecanismo de ajuste del déficit externo.

Como contrapartida de un crecimiento de la economía americana estimado para el 2004 en 4,4%, sus desequilibrios fiscales y de cuenta corriente rondan el 4% y 5,5% del PBI respectivamente, representando este último aproximadamente la sexta parte del ahorro del resto del mundo. Los pasivos netos por balance de pagos triplican las exportaciones, las cuales se mantienen estancadas en el 10% del PBI desde inicio de la década pasada, mientras que las importaciones ganaron cinco puntos de participación sobre el producto durante el mismo período. Sobre esa base, cualquier ejercicio de extrapolación agregada resulta bastante alarmante. A las tasas actuales, el déficit de cuenta corriente americano alcanzaría el 9% en los próximos tres años.

¿Quiénes vienen financiando esta situación? De forma muy pareja y en orden de importancia aparecen Japón, Europa, resto de Asia y Medio Oriente

¿Cómo debería seguir la película?

Ahora bien; ¿cómo debería producirse la reversión de los comentados desequilibrios, que tan rápido debe darse y a quienes afectaría? En principio, avalo la posición de que el eventual ajuste no debe ser ni tan profundo ni tan rápido como surgiría de un simple ejercicio de consistencia macroeconómica. La fundamentación nuevamente recae en el status particular que ostenta la economía americana y la contrapartida de este desequilibrio. En otros términos, la dinámica del crecimiento económico mundial de los últimos dos años centró uno de sus ejes en una evolución del dólar respecto del euro y las principales monedas asiáticas funcional a niveles de competitividad, de actividad interna, tasas de inflación y de interés que permitieron consolidar una significativa expansión de la economía mundial en el orden del 5%, la mayor en tres décadas y casi sin precedentes en términos de sincronización de ciclo de los participantes de mayor peso. Todos crecieron, hasta Japón ha sumado con un crecimiento que superaría el 4% luego de varios años de estancamiento deflacionario. Es decir, el dólar desempeñó un rol crítico en la evolución de los componentes de demanda agregada de las economías centrales y muy particularmente en los saldos de comercio bilateral entre Estados Unidos y sus principales socios comerciales. El comercio internacional cierra el 2004 con una tasa de expansión anual seguramente superior al 8,5%. Bajo tal enfoque, el desequilibrio americano resulta el emergente sistémico de un esquema de crecimiento económico mundial relevantemente explicado por el empuje de demanda agregada de la economía americana y donde las políticas fiscal y monetaria pivotearon sobre un nivel relativo de dólar, que si bien sufrió cierta depreciación durante el 2004 -8% y 3% contra el euro y el yen respectivamente- seguro que no resulta suficiente para revertir el desequilibrio de cuenta corriente de EEUU desde los niveles actuales.

Entonces, tal vez la pregunta debe ser si es correcto esperar que esta situación se resuelva estrictamente por ajuste en el valor del dólar o si no resulta necesario que la convergencia a un estado de mayor tranquilidad para los mercados provenga de una estrategia de gradual armonización de políticas monetarias, fiscales, comerciales y cambiarias entre los grandes bloques económicos involucrados. Optar por esta última posición implica no dramatizar por el valor actual del dólar ya que en una banda de flotación que no se aleje sustancialmente de los valores presentes la economía mundial podría ir consolidando un sendero de crecimiento sostenible, sin necesidad de incurrir en inciertos pero seguro no menores costos contractivos, en términos de nivel de actividad, empleo, comercio exterior y precios, como sería el caso si el ajuste intenta llevarse a cabo estrictamente vía depreciación del dólar. Además juegan otros factores que deben ser incorporados en el análisis y que se plantean a continuación.

Comencemos a repasar algunas variables que no pueden ser dejadas de lado al momento de imaginar escenarios vinculados a la evolución de las principales paridades cambiarias. Primero, la supremacía política y financiera de Estados Unidos genera una demanda de dólares con un piso estructural sostenido en el la profundidad de los mercados de capitales que comercializan activos nominados en esa moneda y en una industria financiera apoyada en el desarrollo de una fuerte columna de inversores institucionales que le impone un nivel de demanda transaccional permanente. Segundo, las perspectivas de crecimiento no inflacionario de la economía americana lucen considerablemente más promisorias que las correspondientes a Europa y total de Asia, escenario que le impone un piso al valor

relativo del dólar. Tercero, la Reserva Federal de Estados Unidos cuenta con márgenes de flexibilidad decisoria y capacidad reactiva sustancialmente más amplios y contundentes que el resto de los principales bancos centrales. Este aspecto constituye una ventaja estratégica crítica para la estabilidad del dólar. Un cuarto factor se asocia a la perdurabilidad de atractivo diferencial de inversión en Estados Unidos. En este sentido, la demanda del dólar continuará sostenida por el lado de los mercados reales en función de las mencionadas perspectivas de crecimiento económico y por el lado de los mercados financieros a partir de los diferenciales de rendimiento de los bonos soberanos entre Estados Unidos y similares activos de otras economías desarrolladas, los cuales se mantienen en promedio en 200 bp a favor del dólar y sin visos de reversión dadas las proyecciones inflacionarias y de tasas de interés en cada caso correspondiente. Por último, la posición relativa actual de los financiadores del desequilibrio americano no luce para nada incómoda. El modelo macro de China centra un eje crítico en su superávit de cuenta corriente generador de una permanente acumulación de reservas y no parece apurado en revertir su situación ampliamente acreedora del resto del mundo. A Japón la paridad actual le resulta funcional a su actual esquema de reactivación interna vía empuje exportador, y en el agregado esa economía financia su déficit fiscal al 1,75% anual y adquiere con el superávit comercial bonos americanos que rinden más del 4%. Europa no cuenta con demasiado margen de competitividad ni de flexibilidad de ajuste para dejar que su moneda continúe apreciándose sin causar un impacto recesivo. Su tibia tasa de crecimiento –inferior al 3%– continúa siendo muy dependiente de la demanda externa, especialmente en Alemania. Lógico y deseable sería entonces que el euro no profundice su apreciación contra el dólar.

¿Qué esperar entonces?

En consistencia con algunas argumentaciones planteadas y en contraposición con las visiones apocalípticas, es razonable esperar un escenario donde el dólar registre durante el 2005 un comportamiento oscilante en una banda acotada sobre valores no distantes de los actuales con relación al euro y al yen, en paralelo a una muy gradual disminución del déficit fiscal de Estados Unidos y un saldo de cuenta corriente estabilizándose en los niveles actuales. Una Tasa de crecimiento de la economía americana proyectada para el 2005 en el orden del 3,5% anual, tasas cortas de interés en el rango 3,75%–4%, rendimientos de los Tbond a 10 años superior al 5% y el de 20 años orillando el 6%, completarían un panorama favorable en términos de proyecciones macro y demanda de dólar, que como contrapartida permitiría que la actividad económica mundial continúe a buen ritmo, que los mercados financieros centrales no experimenten episodios críticos profundos y que las tasas de interés americana y europea puedan acompañar en sintonía fina la evolución macro de las respectivas economías. Hasta el momento Europa ha asumido el mayor costo de apreciar su moneda y en menor medida Japón. Seguramente esta situación no se revertirá al menos durante buena parte del año que comienza, en tanto China decida comenzar a flexibilizar muy lentamente sus políticas cambiaria y de circulación de capitales. Mientras, el mundo podría continuar sin grandes sobresaltos en materia cambiaria. Sin duda, el mejor escenario entre los posibles.

**CENTER FOR BUSINESS RESEARCH AND STUDIES
Graduate School of Business
Universidad de Palermo**

Av. Madero 942, 8° piso
C1106ACV – Buenos Aires, Argentina
Tel. (5411) 5199-1399
www.palermo.edu

Director:

Daniel Seva
dseva@palermo.edu

Coordinadores de investigación:**Finanzas:**

Conrado Martínez
cmarti1@palermo.edu

Marketing:

Eugenia Cannata
jhudso@palermo.edu

Management:

Juan Lucas Dapena
jdapen@palermo.edu

Recursos Humanos

Emilia Montero
emonte@palermo.edu

Economía:

Marcelo Quiñones
mquino@palermo.edu

Operaciones:

Diego Regueiro
dregue@palermo.edu

La reproducción literal y/o el aprovechamiento total o parcial, a los fines de su divulgación, de la presente publicación se encuentra prohibida a toda persona no autorizada en tal sentido. La Universidad de Palermo se reserva el derecho de iniciar acciones legales que devengan pertinentes ante la inobservancia de la exigencia formulada. Toda la información aquí contenida está basada en o ha sido elaborada sobre la base de información obtenida de fuentes consideradas confiables. La Universidad de Palermo no audita ni verifica la veracidad y/o la exactitud de dicha información. En consecuencia, la presente publicación es presentada bajo ningún tipo de representación o garantía por parte la Universidad de Palermo, sus autoridades, profesores, representantes y empleados.