

La trampa a la que se enfrenta el dólar



Escribe
Agustín A. Monteverde
Economista

➤ Las autoridades monetarias de EEUU y Europa proveyeron durante los últimos quince meses una gigantesca masa monetaria para saciar la hambrienta demanda del público y las entidades bancarias. La base monetaria trepó pero no evitó que cayera con fuerza el crédito; los bancos han acumulado un enorme margen de liquidez sin prestar. Pese a la explosión de dinero líquido, la demanda agregada de bienes no creció sino que se redujo.

El afianzamiento de las materias primas y otros activos que se observó en este año no se puede atribuir a los *fundamentals* de esos mercados. Tomemos, por caso, el petróleo. Ya no es tan sólo un activo físico, el mercado de futuros lo ha transformado en un auténtico activo financiero. La oferta sigue siendo la misma que cuando el barril tocó los US\$ 35 pero la demanda se ha contraído y los stocks crecieron; sólo ha habido un leve recorte de producción para acomodarse a la menor demanda. ¿Qué justifica entonces que cueste hoy el doble?

Y tampoco se pueden dar argumentos sólidos para los saltos en los valores accionarios, que poca relación han guardado con las ganancias o la realidad de las respectivas compañías.

Lo que ha estado ocurriendo con los valores de los activos no se vincula a las condiciones actuales de la economía real; tiene que ver, más bien, con acontecimientos monetarios que anticipamos en estas mismas páginas desde el comienzo de la crisis.

El velo del dinero

Abundan los argumentos que enfatizan —y retuercen— los *fundamentals* de los mercados de materias primas para justificar una suba. Pero para entender lo que ocurre con los commodities hoy se debe tener en cuenta, más que nunca antes, la situación y perspectivas de la moneda en que cotizan, el dólar americano. No es que los activos sean más valorados o demandados; lo que se ha desvalorizado es la unidad de cuenta utilizada.

Desde marzo, el dólar ha sufrido una fuerte caída frente a las monedas de sus principales socios comerciales. Los inversores han estado huyendo del dólar y muchos migraron a inversiones más riesgosas, particularmente hacia commodities, aunque no empujados tanto por expectativas de una mayor demanda de éstos como de caídas adicionales de la moneda estadounidense. Las bajas tasas de interés también alentaron esta conducta.

Las perspectivas más o menos inmediatas para el dólar no lucen atractivas. A la ardua tarea de retraer la oferta monetaria primaria cuando finalice el desapalancamiento —la contracción del crédito posterior a su sobreexpansión— se le añadirá el grave desafío de enfrentar los crecientes excesos en el gasto público norteamericano, con los paquetes de estímulo y el descomunal costo del plan de salud de Obama. EEUU se encamina a un déficit fiscal récord de 13,5 % del PBI. Las necesidades financieras ya llevaron a que la Fed comprase bonos del Tesoro y esto será nuevamente requerido en los próximos meses.

El gobierno estadounidense ha tolerado un dólar más débil en su esfuerzo por aumentar las exportaciones, reducir el déficit comercial y reactivar la economía. Para que los americanos puedan ahorrar más y financiar parte de su déficit con ahorro propio, deben poder vender más afuera.

En dos trimestres consecutivos, el dólar ha sufrido su mayor su mayor derrumbe en casi 20 años. Su participación en las reservas mundiales de divisas bajó en el segundo trimestre al 62,8 %, la proporción más baja en al menos diez años, de acuerdo al FMI.

El límite de esta política es que no desaliente a los acreedores, en momentos en que se depende más que nunca de los inversores extranjeros. Si bien todavía siguen comprando bonos del Tesoro, la demanda tiende a decrecer. Las emisiones durante el corriente año fueron suscriptas en una mitad por extranjeros y en otra por americanos. Pero no fueron las familias las que compraron títulos, sino la Reserva Federal y los bancos.

En este sentido, a la realidad de la notable vulnerabilidad del dólar se le opone la no menos firme voluntad en que no colapse. Los EEUU conocen las ventajas de ser emisores de la moneda de referencia mundial. Y tienen bien

presente los riesgos de perder esa condición, como fue el caso de la libra británica después de la Primera Guerra Mundial, desbancada por el excesivo nivel de deuda pública.

Pero no es sólo el gobierno estadounidense quien está interesado en evitar un desbarrancamiento de su moneda. Varios bancos centrales asiáticos han intervenido fuertemente para evitar la apreciación de sus monedas por temor a que sus exportaciones pierdan terreno contra China, que volvió a pegar el yuan al alicaído dólar desde julio del año pasado.

Pese a los discursos en defensa de la apertura comercial, prima la obsesión por los tipos de cambio *competitivos*. Nadie quiere ver apreciarse su moneda, todos quieren sostener, aunque sea artificialmente, sus ventajas cambiarias. El éxito comercial de Brasil, con su sólido real, es la anomalía que refuta tanto desasosiego por el signo de las transacciones y paralela despreocupación por la real productividad o competitividad.

En cuanto a China, a su espíritu proteccionista se añade su formidable volumen de reservas nominadas en dólares para convertirla en una firme oponente a que el dólar se debilite frente al yuan.

La cuestión clave es por cuánto tiempo se podrá sostener una moneda cuya sobreoferta y las estrecheces fiscales tienden a hundirla pero que ha conseguido levitar hasta hoy por la debilidad aún mayor de la economía real y los intereses coincidentes del resto de naciones. Por cierto que, aún cuando sufriera una brusca desvalorización, difícilmente abandone su condición de moneda de referencia.

Es que no hay a la vista candidatos alternativos. El euro, su principal retador, no cuenta con una deuda unificada, lo que someterá a tensiones extremas a la UE en los próximos meses. El yuan no es una moneda confiable y es probable que no lo sea por varios años más. Del resto de las monedas nada se puede esperar, dado su limitado peso relativo. Crear una nueva moneda de referencia en base a una canasta de divisas tampoco es practicable dado el gigantesco tamaño del mercado cambiario mundial, cercano a U\$ 3 billones diarios.