

EL MUNDO ANTE LA CAÍDA DEL DÓLAR

A la gente le gusta quejarse del dólar. Hace cinco años hubo angustia por su fortalecimiento y por el creciente déficit comercial estadounidense, que se derivó de una tasa de cambio poco competitiva. El temor era que esos profundos desequilibrios comerciales acabaran en lágrimas. El dólar debe caer, dijeron casi todos.

En efecto, desde febrero de 2002 el dólar ha caído 28% contra las divisas de los socios comerciales de Estados Unidos (EU), luego del ajuste por inflación. Pero los que esperaban que una racha súbita de felicidad alentara las discusiones monetarias internacionales han quedado profundamente decepcionados.

La caída de 41% contra el euro, por mucho la mayor, ha tensado al límite la tradicional diplomacia de Jean-Claude Trichet, presidente de Banco Central Europeo. Trichet, quien ha expresado que los recientes movimientos de tasas de cambio son "agudos y bruscos", y que los "movimientos brutales nunca son bienvenidos". Nicolas Sarkozy, presidente francés, no moderó su lengua durante su visita a EU el mes pasado: dijo que el dólar no podía seguir siendo el problema de otros y sugirió que el reciente "desorden monetario podría transformarse en una guerra económica", de la cual "todos seríamos víctimas".

Empresas europeas como Airbus se quejan de una pérdida de competitividad. Tom Enders, presidente de la compañía fabricante de aviones, denominó a la caída del dólar "amenaza mortal".

Fuera de Europa, los Emiratos Árabes Unidos (EAU) han coqueteado con la idea de romper su vinculación con el dólar. El mes pasado, Nasser Al-Suweidi, director del banco central de EAU, expresó: "Estamos ante una encrucijada, con un mayor deterioro del dólar estadounidense y un mayor debilitamiento futuro de la economía estadounidense".

El mes pasado, Wen Jiabao, primer ministro chino, expresó su preocupación respecto de cómo conservar el valor de las reservas en dólares del país (mil 455 millones de dólares) ante la caída del billete verde. Hace poco, Jiabao atribuyó la caída del dólar a la debilidad del renminbi contra el euro, pero en lugar de comprometerse a que China revalúe su moneda contra la europea, irritó a todos en el viejo continente al decir que no había nada que pudiera hacer y que los europeos deberían buscar una solución al otro lado del Atlántico.

Cuando en su más reciente video Ja-Z, el artista rapero, hojeaba un fajo de euros en vez de dólares, y Gisele Bundchen, la supermodelo brasileña, rechazaba recibir su pago en dólares —noticia que fue desmentida con poste-



Trabajadores japoneses ante el reflejo de un tablero con los precios de las acciones bursátiles, a mediados de mes en Tokio ■ Ap

rrioridad—, ya era posible decir que el desencanto con un dólar a la baja se había propagado de las páginas financieras al debate dominante en todo el mundo.

Las preguntas son simples. ¿Ha sido el declive del dólar desde 2002 un caso de "cuidado con lo que deseamos porque se puede hacer realidad"? ¿Se hace un alboroto poco razonable sobre un necesario ajuste global? ¿O hay elementos genuinamente preocupantes en el deslizamiento del dólar? La respuesta no es definitiva, ya que existen evidencias que respaldan cada una de esas posibilidades.

Por ejemplo, durante los cuatro años anteriores en los que el dólar ha caído de manera gradual, el mundo ha disfrutado del índice de crecimiento económico más rápido desde principios de los años 70. El Fondo Monetario Internacional (FMI) considera tranquilizadora la aguda disminución del dólar de los recientes días porque no ha conducido a una pérdida extensa de la confianza en esa divisa como moneda de reserva ni a un incremento de las tasas de interés en el mercado. "El descenso del dólar no ha sido desordenado", dice Simon Johnson, jefe de economistas del FMI.

Pero las pruebas cada vez mayores de que la disminución del dólar no provocará una reducción de los desequilibrios globales, sino sólo un cambio en ellos, son causa de verdadera preocupación.

En bancos centrales y organizaciones internacionales, cabezas normalmente frías lanzan voces de alarma. Por ejemplo, Mervyn King, gobernador del Banco de Inglaterra, advirtió el mes pasado que los cada vez mayores movimientos contra el dólar de

otro grupo de siete grandes naciones causaban "grandes tensiones monetarias", aunque muchos países petroleros y China mantuviesen su vinculación *de facto* con el dólar.

"Salí de las recientes reuniones del FMI en Washington más preocupado por las consecuencias de esas tensiones, precisamente porque la expansión de los desequilibrios no es sólo una hipótesis, sino algo que sucede en este momento", expresó King.

Aunque es difícil predecir tasas de cambio, a los altos funcionarios de la Reserva Federal (Fed) les preocupa que sus recientes reducciones de la tasa de interés, junto con las débiles perspectivas económicas para el próximo año, puedan alterar la confianza en los activos estadounidenses, quizá si los exportadores de petróleo rechazaran reinvertir sus ingresos en la economía de Estados Unidos. Esto podría crear una crisis del dólar, lo que presionaría a la alza las tasas de interés a largo plazo y las primas de riesgos sobre activos estadounidenses, y haría que sus reducciones de tasas resulten mucho menos eficaces de lo esperado para atenuar la desaceleración económica.

Las tensiones a las que King, funcionarios de la zona euro y políticos estadounidenses se refieren cuando hablan de divisas se relacionan todas con el sistema global de regímenes monetarios *ad hoc* que se desarrolló durante la década pasada. En una estructura a menudo apodada "Bretton Woods II", por sus semejanzas superficiales con el sistema de tasas de cambio fijas que funcionó desde la Segunda Guerra Mundial hasta principios de los años 70, las economías avanzadas tienen tasas de cambio flo-

tantes, mientras que los países en desarrollo, en general, manejan el valor de sus divisas contra el dólar.

Superávits comerciales en China y las naciones productoras de crudo se reinvierten en activos estadounidenses para evitar que las divisas crezcan; el sistema, para sorpresa de muchos economistas, ha resultado duradero y confortable. El flujo de ahorros a EU fomenta bajas tasas reales de interés en el mundo y un alto consumo estadounidense.

Todo el mundo sabe que esto no puede sostenerse de manera indefinida. Como advirtió la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) la semana pasada, los inversionistas extranjeros no podrán aceptar para siempre bajos rendimientos por sus participaciones estadounidenses, y su disposición a financiar el crédito en EU disminuirá a medida que éste comience a ser una parte más pequeña de la economía global.

La inhabilidad de EU para controlar los crecientes déficit comerciales favoreció la devaluación del dólar. El problema es que ha caído sólo contra el euro, la libra esterlina, otras divisas de economías avanzadas y ciertas economías emergentes, a saber, los países más democráticos en vías de desarrollo que no pudieron obligar a sus poblaciones a renunciar al consumo para que los hogares estadounidenses gastaran más.

De todos modos el movimiento de tasas de cambio ha tenido su efecto habitual. Las exportaciones estadounidenses se han abaratado y, después de un lapso, crecen con rapidez. Este año, es posible que el déficit de cuenta corriente de EU caiga por primera vez desde la recesión de 2001.

Para Estados Unidos —aparte de la remota catástrofe de una repentina crisis del dólar, que causa inquietud en la Fed— el resultado no es demasiado malo. Nunca es cómodo para la superpotencia ver que el dólar pierde su lustre, pero lo que su economía necesita son exportaciones que crezcan con rapidez ahora que el gasto doméstico puede verse afectado por las restricciones crediticias y la crisis de los préstamos de riesgo. Por primera vez en años, EU puede acudir a las reuniones internacionales y decir que hace su parte en reducir los desequilibrios, aun cuando la contención del gasto sea involuntaria. En el resto del mundo, la durabilidad del sistema "Bretton Woods II" parece convenir a cada vez menos economías.

En la zona del euro, que tiene una cuenta comercial bien equilibrada, la aguda disminución del dólar amenaza con crear un mayor déficit comercial. Aunque sea muy manejable, es probable que los gobiernos y los consumidores europeos intenten evitar ese déficit y reduzcan su crecimiento en tanto se desaceleran las exportaciones. Las tensiones comerciales entre Europa y China sólo pueden empeorar.

En los países del golfo Pérsico, la vinculación con el dólar ha obligado a estas sobrecalentadas economías a devaluar sobre una base comercial ponderada, cuando revaluar sería lo mejor. El resultado han sido elevados precios de las importaciones, un incremento repentino de la inflación y cierto malestar interno. El efecto se exacerbó hace poco, ya que la Fed ha reducido las tasas de interés para estimular la economía estadounidense. Este relajamiento de las condiciones monetarias, que se transmite a otros países ligados al ámbito del dólar, amenaza con una espiral inflacionaria.

China, a pesar de sus esfuerzos legendarios por compensar los flujos de capital con compras de activos en dólares, está ahora entre la espada y la pared. Si las autoridades permiten que el renminbi se deprecie ante el dólar, los altos costos de las importaciones e incluso una mayor demanda de sus exportaciones amenazarán con elevar la inflación, lo que obligará al Estado a imponer mayores controles administrativos a la economía. Esto está en contra de los objetivos de las autoridades. Pero si China revalúa el renminbi contra el dólar, afrontará una pérdida inmediata de mil 455 millones de dólares (mdd) en su reserva en divisas extranjeras, de la cual al menos 65% está denominada en dólares.

Johnson, del FMI, dice que una inundación de flujos de capital presiona al alza las divisas de las economías emergentes en Asia, Europa Central, América Latina y África, lo cual crea buenos tiempos económicos a corto plazo, pero altas probabilidades de una quiebra en el largo plazo.



BURBUJAS HIPOTECARIAS

Las lecciones de la crisis financiera de Japón deberían preocupar y avergonzar a EU

Otro mes, otro banco en problemas, otra estimación de activos deteriorados en el sistema financiero y otro movimiento del banco central para atender y contener el problema: para los observadores japoneses, la expansión de la constricción crediticia estadounidense tiene un toque inquietantemente familiar.

Aunque las diferencias entre la crisis *subprime* y la explosión de la burbuja inmobiliaria en Japón luego de 1989 sean inevitablemente grandes, las semejanzas son asombrosas. Como señala Kazuto Uchida, economista en jefe del Banco de Tokio-Mitsubishi UFJ, tanto las burbujas japonesas como las estadounidenses crecieron en un tiempo de experimentación financiera y crédito fácil. Estados Unidos (EU) presenció un enorme crecimiento de activos hipotecarios garantizados y "vehículos de inversión estructurada" cuando la Reserva Federal proporcionó dinero barato. De igual manera, a mediados de los años 80, Japón enfrentó la presión de EU para que liberalizara sus mercados. Esto causó una ola de "ingeniería financiera" y la proliferación de nuevos productos como los derivados crediticios. El coctel burbujeó con la presión estadounidense para reevaluar el yen: en respuesta a una moneda al alza, el Banco de Japón redu-



Jean-Claude Trichet, presidente de Banco Central Europeo ■ Ap



El presidente francés, Nicolas Sarkozy, el 20 de diciembre pasado en Roma ■ Reuters

jo las tasas de interés, lo que inundó de dinero barato la economía. Todo eso reforzó la impresión de que la economía se había liberado de los tradicionales ciclos de auge-quebra.

De forma decisiva, ambas burbujas estuvieron relacionadas con la propiedad inmueble: comercial en Japón y residencial en EU. De manera irónica, después que el Banco de Japón elevó las tasas y reventó la burbuja, los banqueros y los legisladores estadounidenses se apresuraron a censurar al banco japonés. Como cuatro quintas

partes del crédito japonés estaban relacionadas con la propiedad, los estadounidenses no podían creer que los bancos hubieran sido lo bastante tontos para prestar contra garantías colaterales cuyo valor podía bajar o subir. En EU, decían, los bancos prestaban contra flujo de caja, el mejor indicador de la capacidad de pago de un deudor. Japón se vio en aprietos al asumir que el precio de los inmuebles sólo podía elevarse (en las ciudades, desde entonces, ha caído casi 70%). Pero los financieros estadounidenses han hecho las mismas suposi-

ciones tontas, y han entregado alegremente su dinero a acreditados *ninjas*: personas sin ningún ingreso, trabajo o activos. Y aunque algunos mercados inmobiliarios locales pudiesen reventar, creían que una quiebra a escala nacional era casi inconcebible. Y estaban en un gran error.

Una razón por la que, en ambas crisis, no se tomó a tiempo una medida adecuada, fue que la mayoría de las señales de advertencia no llegaron a las casas matrices de los bancos, sino a empresas afiliadas, sucursales y otras filiales oscuras. En Japón, esos afiliados eran a menudo los clientes más grandes del banco matriz. Y no se sentían obligados a precaverse contra activos deteriorados. Después de todo, si algo malo sucediera, creían que su matriz los avalaría. Por otra parte, la mayor parte del crédito de los grandes bancos fue a dar a instituciones financieras más pequeñas que prestaban a deudores *subprime*. Esta cadena de préstamos hipotecarios mantuvo ocultos los problemas demasiado tiempo, dice Tetsuro Sugiura, economista en jefe del Instituto de Investigación Mizuho. "Si hubiésemos tenido balances integrados que reflejaran el panorama entero del crédito bancario, habríamos sido capaces de reconocer los problemas mucho antes". La frase suena conocida.

La capacidad de las crisis financieras para extenderse desde sus áreas de procreación

con mayor probabilidad estarán en la línea de fuego serán los mercados emergentes más pequeños, los más vulnerables una vez que la fiesta de flujos de capital llegue a su fin.

Para una economía mundial en riesgo, el imperativo es encontrar una ruta a través de un campo minado. La estrategia económica es fácil de describir, pero endemoniadamente difícil de alcanzar en la práctica. Estados Unidos parece proclive a ahorrar más y gastar menos. Con toda probabilidad, Europa no necesita una mayor reevaluación del euro, pero tiene que mantener el gasto de sus consumidores para compensar un desempeño comercial más débil. Los países del golfo Pérsico deben reevaluar sus divisas para compensar la inflación doméstica y gastar sus inespera-

dos excedentes petroleros (incluso importaciones) en elevar su nivel de vida. China debe reevaluar su moneda y permitir que su consumo interno se convierta en motor de una mejor calidad de vida.

Todo esto supondría el final del sistema "Bretton Woods II", que parece haber sido tan exitoso. Pero éste es un asunto inexplorado y va en contra de tantos compromisos de política nacional —en los países exportadores de petróleo, China y Europa— que no hay aún voluntad política para ello. Más que una conclusión de las tensiones económicas del mundo, el resultado probable del declive del dólar serán las disputas y una desagradable quiebra, aunque quizá no en 2008.

FUENTE: EIU

es también demasiado familiar. Una vez que se percibió que los bancos de Japón estaban contaminados, ya no pudieron recabar fondos en los mercados de dinero a corto plazo. En consecuencia, redujeron créditos a sus clientes corporativos (incluso extranjeros), quienes lo resintieron muy rápido. Sin recibir dinero de bancos o mercados de capital, las empresas japonesas dejaron de prestarse unas a otras: el crédito comercial, que había representado casi un tercio del financiamiento total, se había agotado.

Mientras tanto, los depositantes retiraron su dinero de los bancos y lo guardaron en sus apartados postales o bajo el colchón. Esto agravó la crisis del sistema bancario. El primer cálculo de préstamos bancarios incobrables que efectuó el Ministerio de Finanzas a principios de los años 90 los ubicó en 8 mil mdd; una década más tarde, los analistas bancarios aceptaron que la cifra más cercana era de 200 mil millones de dólares (mdd).

Algunos dirán que por la velocidad con la cual los bancos estadounidenses y sus reguladoras han atendido la crisis *subprime* es impropcedente cualquier comparación. Japón afrontó con extremo nerviosismo esos problemas. Al principio se presumió que los precios de las propiedades volverían a subir alegremente. Al menos hasta 1994, las entidades reguladoras conspiraron de manera activa con los bancos para ocultar la dimensión de los préstamos incobrables. Apenas a finales de los años 90 el gobierno japonés intervino para avalar al sistema bancario, y sólo después de 2002 tomó medidas para que los bancos afrontaran sus préstamos incobrables: 12 años después de la explosión de la burbuja.

Sin duda la súbita crisis estadounidense ha engendrado una respuesta más rápida. Los economistas japoneses y los banqueros centrales perciben peligros similares en la intervención para apuntalar los mercados, algo que empaña la transparencia y evita que los precios de los activos alcancen pronto un nuevo equilibrio. El deseo del gobierno estadounidense de capitalizar algunas tasas de intereses hipotecarios es un ejemplo. Más preocupante, dicen, es su apoyo al "superhondo" propuesto por Citigroup, el Banco de América y JPMorgan Chase, al cual podrá fluir todo tipo de activos tóxicos, lejos de la vista y de la mente. Pero no existe ningún Schadenfreude en Japón. Después de todo, la crisis *subprime* amenaza también la recuperación económica que Japón desea con desesperación.

FUENTE: THE ECONOMIST NEWSPAPER LIMITED