



Los nuevos escenarios económicos y la situación argentina

Rodolfo C. Rossi¹

EL MISTERIO DEL DÓLAR FUERTE

Los sucesivos Secretarios del Tesoro de EEUU, desde 2002 hasta la fecha (Paul O' Nelly, John Snow, Henry Paulson), se han referido en sus diversas exposiciones al "dólar fuerte". También lo ha hecho el Presidente George W. Bush, en repetidas ocasiones ante los jefes de Estado de las mayores economías del mundo. Sin

embargo, desde enero de 2002 hasta la fecha el dólar ha perdido valor contra el Euro, contra el Yuan, contra el Yen, contra el Real, contra la Libra ¿Cómo es eso? Parecería que el mundo no entendiera o no interpretara la tan clara expresión "dólar fuerte". Hay que analizar un poco esto.

La Segunda Guerra Mundial (1939/1945) convierte al dólar en

la moneda prominente del mundo occidental. Europa y Japón fueron destrozados por la guerra. EEUU, en cambio, fortaleció notablemente su economía.

En 1944, en la ciudad norteamericana de Bretton Woods, se realizó la Conferencia Monetaria Internacional para establecer un nuevo orden económico. EEUU impuso las condi-

¹ Doctor en Ciencias Económicas y ex Presidente del Banco Central de la República Argentina



ciones. El nuevo sistema monetario se basaba en el dólar como moneda internacional, con el compromiso de EEUU de canjear sus dólares del extranjero por el oro de su reserva. Cada onza de oro equivalía a US\$ 35. Basados en esa relación, los países fijaron el tipo de cambio de sus monedas.

El tipo de cambio fijo determina la existencia de una política monetaria pasiva. Los países del mundo se obligaban a crecer y a ahorrar a través del saldo positivo de la Cuenta Corriente de sus Balances de Pagos. En caso de que un país tuviera un exceso de emisión monetaria, por un temporal déficit fiscal o en su sistema financiero, debía recurrir al FMI, el que con cláusula de condicionalidad, escalonamiento y criterio financiero, normalizaba la situación del país en desequilibrio, a través de un ajuste de sus cuentas fiscales y financieras.

Pero el superávit de cuenta corriente, así establecido, para todos los

países del mundo excepto EEUU, determinaba un recíproco déficit de cuenta corriente para este país que, consecuentemente, con desahorro fue, paulatinamente, perdiendo sus reservas de oro. Las posesiones de dólares de los Bancos Centrales del mundo sobrepasaban el stock de oro estadounidense y se insinuaba, peligrosamente, hacia mediados de los '60, que los EEUU no estaban en condiciones de cumplimentar la tan mentada cláusula de canjear por US\$ 35 la onza de oro.

La "Sociedad Opulenta", la exploración espacial, la batalla por la libertad del mundo occidental en el sudeste asiático, los panegiristas de la "Nueva Frontera" insistían que el mundo contaba con los recursos suficientes para concretar las utopías. Ciertamente, obviaron que EEUU también tenía una Balanza de Pagos que debía ser mantenida en regular equilibrio. Pero ello se trató con "benévola negligencia". Y el 15 de agosto de 1971, posterior a muchos

proyectos fallidos, EEUU "cerró la ventanilla del oro". O sea, el dólar se hizo inconvertible, con una simultánea y explícita revaluación de las monedas del mundo respecto del dólar norteamericano.

La política monetaria de EEUU contribuyó a la inflación en el extranjero, por su efecto directo sobre los precios y sobre la oferta monetaria. Ayudó a que naufragase el sistema de tipos de cambio fijos, al colocar a los Bancos Centrales extranjeros en la alternativa de escoger entre éstos o la inflación importada. La política fiscal de EEUU, que hizo necesaria la devaluación del dólar, también ayudó a la inflación en el extranjero al proporcionar mayores incentivos a los flujos de capital especulativo que abandonaban el dólar.

La eclosión determinó la aparición de los tipos de cambio fluctuantes y el desarrollo de las políticas monetarias activas por parte de los países del mundo.

Pero, el dólar siguió como moneda prominente. EEUU siguió con virulencia en su dispendio de desahorro externo, acentuando aún más en los últimos años el saldo negativo de la Cuenta Corriente de su Balance de Pagos. Y la debilidad del dólar, recíprocamente, determinaba la sobrevalorización de las monedas de los países que ahorraban, con políticas económicas productivas y austeras. Y se vivió otro "revival" de Bretton Woods. EEUU entrampó (en el buen sentido del término), a partir de los años '80, a países que necesitan crecer a través de sus exportaciones netas y se ven en la necesidad de adquirir activos en dólares para evitar la apreciación de sus monedas y la deflación. Bajo el sistema de Bretton Woods, EEUU tomaba crédito a corto plazo de Europa y prestaba a largo plazo, haciendo inversiones inmensas en la reconstrucción del capital europeo. En los últimos tiempos, EEUU toma crédito a corto plazo para gastar.



Y así aparecieron las opiniones de Milton Friedman (2 de diciembre de 2005), despreocupándose por el severo desequilibrio fiscal y externo de EEUU, y de Alan Greenspan (23 de mayo de 2003) cuando afirmaba que “el dólar podrá caer y el rendimiento de los bonos de largo plazo podrá subir, pero EEUU es lo suficientemente flexible para adaptarse sin sufrir”.

EEUU se ha despreocupado por su déficit fiscal y externo persistente y profundo, dado que se supone que su financiamiento está asegurado por el “encaje en dólares” de los Bancos Centrales del mundo, de las empresas y de los particulares.

La debilidad del dólar significa excelentes beneficios para las empresas norteamericanas, con inversiones “off shore”, que obtienen beneficios en dólares en países que revalúan sus monedas. Países con monedas revaluadas y, simultáneas, altas tasas de interés son excelentes oportunidades para la realización de fuertes utilidades, por arbitraje de intereses.

El ex Secretario del Tesoro John Snow realizó un esfuerzo de aclaración en la interpretación del “dólar fuerte”. “Es fuerte –dijo– por la confianza que inspira en el público

y por lo difícil que es falsificarlo. No tiene nada que ver con el valor respecto de otras divisas.”

Ahora se entiende. EEUU está seguro que las monedas de mundo se revaluarán ante el dispendio y el desequilibrio económico-financiero de EEUU. Pero, también está convencido que tal revaluación y el aumento de las tasas de intereses se exteriorizarán en recesión. Y como corolario, para evitar ello, los países del mundo deberán comprar dólares, aun debilitados, por su impactante creación.

Ahora se entiende. El dólar es “fuerte” por su casi obligada tenencia. No lo es, ciertamente, por su respaldo, ni por su valor intrínseco. Es fuerte porque así lo fijan y establecen las reglas de juego. Quizá ello esté en contraposición de todo axioma económico racional. Pero aún así, se asimila a la imposibilidad de cambiar las reglas de juego vigentes.

COMPROBACIÓN EMPÍRICA LA CARRERA POR LA LIQUIDEZ LA LIQUIDEZ SIN LÍMITE

En los últimos 12 meses, la Reserva Federal de EEUU redujo las tasas de interés de los Fondos Federales

y de descuento de los bancos del 5,25% al 1,5% anual, convirtiéndose en un instrumento adicional de la política fiscal.

Cuando la Reserva Federal baja la tasa de interés, con el propósito de incrementar el crédito domésticamente, al mismo tiempo está obligando a asumir pérdidas a quienes tienen bonos, ya que se los está forzando a que asuman la devaluación del dólar.

Desde enero de 2008 al 4 de septiembre de 2008, la Reserva Federal emitió US\$ 638 mil millones (con respaldo de U.S. Treasury Bonds, creados de la “nada”). Semejante expansión es del 79,75 %. Adicionalmente, el Congreso de EEUU aprobó y se hizo efectivo, no menos de US\$ 160 mil millones como devolución de impuestos para estímulo al consumo.

Se hace poco posible comprender porqué los países o las personas mantienen buena parte de sus reservas en dólares o siguen comprando dólares. Como resultado del desahorro de EEUU (endeudamiento acumulado US\$ 10.615 mil millones, resultado de los acumulados déficits de Cuenta Corriente del Balance de Pagos), el mundo se estaría inundando de dóla-



FRENTE A LA CRISIS FINANCIERA NECESIDAD DE UNA JUSTA DISTRIBUCIÓN DE LA RESPONSABILIDAD

Hacia fines de la década pasada, después de un auge económico sin precedente, el Congreso de EEUU aprobó la Ley de Modernización Financiera, que permitió las fusiones de los bancos comerciales y de inversión. Muchos bancos se convirtieron en “supermercados financieros”, para todo tipo de servicios. Críticos de esta ley afirman que bajo la tutela de la modernización financiera se permitió la homogeneización de las instituciones financieras, de un modo que puso en peligro la estabilidad del sector. En lugar de ganar dinero captando dinero a tasa de interés a corto plazo y concediendo préstamos a tasas de interés más altas a largo plazo, los bancos crearon una adicional estructura. Establecieron fondos especializados, conocidos como canales y vehículos de inversión estructurados (SIV), los cuales tomaron préstamos en los mercados de valores comerciales y, también, compraron valores agrupados con préstamos. Toda la actividad e innovación ayudó, a los bancos, a alcanzar un alto nivel de rentabilidad. Pero, recurrieron a altos niveles de activos (fundamentalmente créditos concedidos) en su relación patrimonial.

Cuando empezó la contracción del crédito, las fallas de la nueva arquitectura financiera se volvieron evidentes. El mercado de valores respaldados por créditos hipotecarios casi desapareció. Los bancos se vieron forzados a asumir como quebranto miles de millones de dólares en préstamos, que habían puesto en conductos y SIV. El modelo de banca universal, que surgió de la Ley de Modernización Financiera, por la avaricia de sus participantes resultó difícil de manejar. No obstante, grandes bancos comerciales, que son regulados por la FED y que tienen que mantener fuertes provisiones por posibles pérdidas, están soportando, razonablemente, la crisis financiera.

res. Sin embargo, por ahora, se hace muy difícil otra alternativa transaccional y de reserva a la de compra de dólares, ya que todas las monedas del mundo no pueden cubrir la cantidad de dólares existentes, que sigue en aumento.

La plétora creación de dólares determina una constante carrera por carencia de liquidez y adicionales emisiones de esa moneda son necesarias.

Sin embargo, la “debilidad del dólar” tuvo su exteriorización en las relaciones de los cambios internacionales hasta fines de junio de 2008. A partir de esa fecha se hace notable la volatilidad y la desvalorización de las monedas del mundo, con una tendencia a la revaluación del dólar.

Los países con moneda revaluada (el Euro, por ejemplo) necesitaron comprar dólares para hacerse más com-

petitivos y no entrar en recesión. Por su parte, las “commodities” fluctúan tanto en alza como en baja, aunque más esto último, mucho más que las monedas.

La revaluación del dólar le quita poder de compra a los principales bloques industriales, demandantes de materias primas. Al resentirse las exportaciones a tales bloques, a su vez, se tendrá menos capacidad de compra. Con menores saldos reales comerciales y la reducida inflexibilidad de los costos, todo el mundo estará resentido en su actividad e ingreso.

La secuencia aceleración/desaceleración de EEUU es dinámica y transferible. Anteriormente, EEUU transfirió inflación. Probablemente, en la actualidad, esté transfiriendo desaceleración económica y, en un futuro, recesión.



¿Es ésta una crisis del capitalismo global? No, en absoluto. El capitalismo tiene su disciplina en el mercado. No conjuga con la especulación. Su esencia es el ahorro y la inversión, para una mayor eficiencia colectiva, con reducción de costo y mayor bienestar. El verdadero capitalismo jamás otorgaría crédito a quien no pudiera, o no estuviera, en condiciones de pagarlo. Precisamente, lo que sería atribuible, como causante de la crisis financiera existente, es el desequilibrio fiscal y externo del país, que determina el desahorro y el nominalismo y la indisciplina monetaria. Y ello no resulta de la concepción capitalista.

EL MOMENTO ECONÓMICO ACTUAL Y PERSPECTIVAS

El rescate masivo con un plan de ampliación de los recursos fiscales por US\$ 700 mil millones, destinados a morigerar los desequilibrios actuales del sistema financiero de EEUU, es una solución sólo temporal. La iliquidez va a reaparecer a medida que se utilicen los

US\$ 700 mil millones y el próximo paso será un requerimiento mayor. Inicialmente podrá subir el rendimiento de los Treasury Bonds de largo plazo -que señala inflación-, pero en poco tiempo se asistirá a la revaluación del dólar y a una reducción en el precio de las “commodities”. Y los países que pierden por precio tratarán de recuperar sus ingresos por devaluación de sus monedas.

En esencia, el capitalismo retirará parte de los enormes beneficios económicos, que en mucho favorecieron al mundo con los anteriores elevados precios nominales. Si así no fuera, el US\$ perdería su carácter de moneda prominente y ello no va a suceder.

ARGENTINA: PRESENTE Y FUTURO

Argentina tiene que ser capitalista, en el buen sentido del término. Nuestro país debe estimular la acumulación de capital, que es trabajo y esfuerzo. Debe generar confianza general, seguridad institucional y firmeza y convicción en sus ideales.

Argentina debe estimular la producción, que es progreso. Su economía debe ser eficiente, por competencia y calidad. Así obtendremos la prosperidad general.

Den Xiao Ping, proféticamente, dijo: “Enriquecerse es glorioso”. Nosotros debemos decir: “Capitalizarse es glorioso”. En conocimiento, en riqueza y en el bienestar para todos ●

[NR: Este artículo fue preparado por su autor con fecha 25 de setiembre de 2008]