

EL DÓLAR, ¿AL BORDE DE LA DERROTA?

WASHINGTON, DC. Cuando los nervios están tensos, un par de simples comentarios provoca un frenesí de ventas. El dólar cayó bruscamente durante la primera semana de noviembre después de que funcionarios chinos de rango medio, que en realidad no están a cargo de la política de divisas, hicieron comentarios que impactaron a un mercado ya de suyo nervioso. Un legislador chino pidió que su país diversificara sus reservas de divisas "débiles", como el dólar, y otro funcionario sugirió que la situación del billete verde como moneda de reserva era "inestable". El dólar alcanzó 2.10 dólares contra la libra esterlina y una nueva marca de 1.47 dólares contra el euro, antes de recuperarse ligeramente. Un índice de cotización amplio, que rastrea el valor del dólar contra el de seis divisas principales, registró también su mayor descenso.

Un dólar a la baja, junto con pérdidas sin precedente de General Motors, la amenaza de que el barril de petróleo cueste 100 dólares y más noticias malas en la industria hipotecaria, han causado temor en Wall Street. Por añadidura, Nicolas Sarkozy, presidente de Francia, intensificó la retórica política durante su visita a Washington.

Alarmado porque la debilidad del dólar aumente la competitividad de Estados Unidos (EU) en relación con Europa, Sarkozy expresó al Congreso que el gobierno de George W. Bush tenía que hacer algo con el dólar o arriesgarse a una "guerra económica". Los observadores de Wall Street se preguntaron si era posible una intervención oficial para apoyar al dólar.

Hace tiempo que una verdadera crisis del dólar ha sido una de



Inspección de billetes de 100 dólares en una casa de cambio en Manila, Filipinas ■ Foto Reuters

Viejo continente, nuevas preocupaciones

Dólar contra:



las posibilidades más espantosas para la economía mundial. Si de pronto los inversionistas extranjeros abandonasen la divisa estadu-

nidense y el dólar se colapsara, los mercados financieros podrían quebrar, en tanto que el desplome de la moneda restringe la capacidad de la Reserva Federal (Fed) para reducir las tasas de interés. Ese temor se ha exacerbado debido a las crecientes preocupaciones por el alza de los precios del petróleo y de los alimentos.

Por ahora, la pesadilla del dólar es poco probable. El declive de la divisa no es sorprendente ni, al menos hasta esta semana, demasiado veloz. El enorme déficit de cuenta corriente y el diferencial de tasas de interés entre EU y otras grandes economías apuntan a una moneda más débil. Durante los dos meses pasados, la Fed ha reducido las tasas de interés a corto plazo en 0.75 puntos porcentuales. Ante la dimensión del problema crediticio y los temores

crecientes de una recesión, aumentan las expectativas de que el banco central reduzca de nuevo los intereses cuando su comité de tasas se reúna el 11 de diciembre.

Por otra parte, los banqueros centrales han permanecido satisfechos o constreñidos. El 6 de noviembre, el Banco de la Reserva de Australia elevó las tasas a corto plazo a 6.75%, invocando la presión inflacionaria. Ambos esperan que el Banco Central europeo y el Banco de Inglaterra mantengan las tasas a corto plazo en 4% y 5.75%, respectivamente.

Si las consideraciones cíclicas apuntan a un dólar más débil, el nerviosismo reciente parece estar provocado por preocupaciones estructurales. Juzgando por el desplome del dólar luego de los comentarios de los funcionarios chinos, a los inversionistas les

preocupa que los bancos centrales de las economías emergentes abandonen un dólar enfermizo. A corto plazo, al menos, ese temor es exagerado. La proporción de las reservas de divisas globales que se mantiene en dólares ha descendido en años recientes, pero sólo de manera gradual.

No es probable que los bancos centrales aceleren un desplome total del dólar al hacer cambios dramáticos en sus carteras de reserva. Muchos baluartes del dólar parecen debilitarse. Muchos países que ligan sus divisas al dólar, desde exportadores árabes de petróleo a China, afrontan la presión inflacionaria. A medida que el billete verde se devalúa, estos países tienen más razones domésticas para permitir que sus divisas se eleven.

Hasta ahora, el declive del dólar ha causado poca alarma entre los legisladores estadounidenses. Hay pocas señales de que la depreciación haya agravado las presiones sobre los precios. Y las expectativas inflacionarias, aunque ligeramente al alza, no se han disparado. En cambio, una moneda más débil y el fuerte crecimiento exterior han fomentado la exportación, lo que ha favorecido el crecimiento de la producción y la eliminación de desequilibrios externos, mucho más rápido de lo pensado.

El déficit de cuenta corriente de EU se redujo a 5.5% del PIB durante el segundo trimestre de 2005, de un pico de 7% a finales de 2005. Con toda la oratoria oficial de "un dólar fuerte", un billete verde a la baja no ha quitado el sueño a la mayoría de los legisladores estadounidenses. Sin embargo, una dramática caída del dólar sería otra cosa. Si el alboroto de la primera semana de este mes es un signo de las cosas por venir, la debilidad del dólar podría convertirse en un gran dolor de cabeza.

FUENTE: EIU

La semana pasada, el precio del crudo de referencia West Texas Intermediate (WTI, por sus siglas en inglés), alcanzó una nueva marca de 96 dólares por barril (d/b), casi el doble de su nivel a principios de este año, mientras el crudo Brent también alcanzó un nuevo pico de 91.6 d/b. El factor más reciente ha sido el agudo declive de los inventarios estadounidenses de petróleo que, esta semana, sufrieron una repentina baja de dos años, reflejo de las condiciones de estrechez. Una nueva marca a la baja en el valor de dólar estadounidense (luego de la reducción de tasas de interés de la Reserva Federal) y la resistencia de la economía mundial han incitado también la oleada reciente. ¿Cuánto más puede subir el precio del petróleo?, y si se traspasa el umbral de 100 d/b, ¿será señal de una violenta modificación a la baja?

La coartada de la OPEP

Los precios están ahora peligrosamente cerca de su nivel más alto en términos reales (el mayor registro de todos los tiempos ajustado a la inflación es de 101.70 d/b, en

abril de 1980). Sin embargo, el crecimiento económico sigue en expansión y EU, el mayor consumidor de energía del mundo, desafió el temor de una desaceleración de su economía al crecer 3.9% durante el tercer trimestre, el ritmo más rápido desde el primer trimestre de 2006. La resistencia de la economía global (y por extensión de la demanda de crudo) ante el aumento de los precios sigue tranquilizando a los de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), cuyos ministros de petróleo siguen sosteniendo que poco pueden hacer para reducir los precios y que el suministro de crudo es adecuado. Insisten en que los inventarios de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) son altos en relación con su promedio de cinco años, pero que las existencias del producto son menos boyantes, lo cual es reflejo de cuellos de botella en las refinerías más

que de la escasez de crudo.

Sin embargo, los fundamentos de la oferta/demanda de crudo muestran un mercado en evidente déficit. La demanda va cerca de 1.9% por delante de la de 2006, pero la oferta global se ha rezagado y su crecimiento es de menos de 0.5%. A partir del 1o de noviembre, la OPEP liberará casi 400 mil b/d de crudo nuevo al mercado. Sin embargo, este aumento no podrá hacer mucho por aliviar la escasez global a medida que entremos en la estación de máxima demanda. Actualmente la oferta global de crudo promedia 85.4 millones de b/d en comparación con un consumo de 86.2 millones, lo cual arroja un déficit de 800 mil b/d. Con las recientes tensiones políticas por la disputa Irak-Turquía, el estancamiento nuclear en Irán y los disturbios en el delta del Níger, aumenta el flujo de dinero de los especuladores y los inversionistas institucionales. A este ritmo, no

sería ninguna sorpresa ver precios a punto de llegar a la marca de 100 dólares por barril.

¿Qué sigue?

¿Pero qué podríamos esperar después de esto? ¿Los precios continuarán probando la marca de 110-120 d/b o comenzarán a perder terreno de manera significativa? Aunque el mercado se ha estrechado, el crecimiento de los fondos de inversión presiona al alza los precios del petróleo y, según opina la Economist Intelligence Unit, es posible que se lleve a cabo una corrección en el futuro próximo. EIU espera una lucha por rescatar rendimientos por parte de los comerciantes y una retirada psicológica de los clientes en reacción al aumento de los precios. En comparación con un promedio de 80 d/b del crudo Brent durante el cuarto trimestre, los precios se retrasarán a 75 d/b y 65 d/b, respectivamente, en el primer y segundo trimestres de 2008. Pero a partir de

mediados de 2008, EIU prevé un renovado apoyo y es probable que se incremente de nuevo. En efecto, para 2008 en su conjunto EIU pronostica que el precio promedio del Brent se eleve a 75 d/b, en comparación con 72 d/b que se esperan para 2007. Varios factores optimistas apoyan estas previsiones.

Éste es el sexto año consecutivo en el que aumentan los precios; en promedio, el consumo global ha crecido 1.9% anual durante este periodo. En circunstancias normales, EIU esperaría que la demanda mundial de petróleo se redujera a partir del próximo año; en particular, ante el riesgo de una posible recesión económica estadounidense en 2008. Pero por ciertas razones, EIU espera que el crecimiento de la demanda de crudo se mantenga en un firme 1.8% el próximo año, con un lento crecimiento en los países de la OCDE fácilmente superado por una mayor flotabilidad de la demanda en los países que no pertenecen a la OCDE. Los principales factores que sostienen estas proyecciones del crecimiento son:

LA HORA DE LOS MERCADOS EMERGENTES

Para cualquiera con memoria de las crisis económicas de los 25 años pasados, la reciente palabrería sobre los mercados emergentes como las nuevas zonas seguras del mundo financiero podrían parecer, a lo más, un poco extravagantes. En el peor de los casos, podrían parecer el colmo del orgullo.

Pero recordemos agosto. Cuando los mercados globales se bambolearon hubo un problema de deuda en EU, no en Argentina o Tailandia, que no quedaron expuestas a la confusión. Mientras que en el pasado, los mercados emergentes por lo general eran las primeras víctimas del temor al riesgo de los inversionistas, esta vez se mantuvieron firmes.

Desde luego, los mercados emergentes han cambiado. Muchos de sus problemas tradicionales eran causados por su dependencia del "dinero caliente" del mundo desarrollado para financiar sus déficit de cuenta corriente. Pero ahora los mercados emergentes (en conjunto) tienen superávit y el mundo desarrollado está en déficit. En vez de preocuparse sobre la devaluación de las divisas emergentes, los inversionistas esperan (y algunos políticos lo exigen) que se permita que esas divisas se revalúen.

Quizá la principal señal de cambio está en los mercados de deuda. En 2002, los bonos de los mercados emergentes ofrecían un rendimiento total de 10 puntos porcentuales por arriba de los bonos del Tesoro de EU. Este año, aunque los diferenciales hayan aumentado desde los descensos históricos ocurridos en mayo, se han situado



Fachada iluminada de la Bolsa de Valores de Mumbai, India ■ Foto Reuters

en dos modestos puntos porcentuales, más o menos.

El desempeño de los mercados de capital ha sido también impresionante. El índice de mercados emergentes (MSCI, por sus siglas en inglés) se ha elevado en casi 40% en lo que va del año, un logro notable dada la constricción crediticia y las preocupaciones geopolíticas. Aunque la Bolsa de China se haya más que duplicado, esto no explica por qué los mercados polaco, indio, brasileño, paquistaní y de la República Popular hayan subido todos por arriba de 40%.

En efecto, la atención de los inversionistas está moviéndose ahora hacia lo que Michael Harnett, de Merrill Lynch, denomina "los mercados emergentes", como Botsuana y Kazajistán. MSCI está en proceso de

emitir un punto de referencia para tal exotismo, denominado *índice del mercado fronterizo*.

Una razón por la cual los mercados emergentes se han desempeñado tan bien es la "teoría 1999". Así como a finales de los años 90, ahora hay una crisis financiera (por aquel entonces, el desplome de la Administración de Capitales a Largo Plazo, un fondo de cobertura; hoy, contracción crediticia) que motivó que la Reserva Federal (Fed) redujera las tasas de interés. Lo que siguió en 1999 fue una carrera por liquidez de combustible que condujo a la burbuja de las empresas *punto com*; esta vez los mercados emergentes parecen ser los bienes a seleccionar.

En particular, los inversionistas se han enfocado al concepto de "desvinculación", la idea de que

las economías asiáticas han desarrollado un ímpetu autónomo que las hace menos dependientes de la superpotencia americana. Aunque esta teoría aún tenga que probarse ante una verdadera recesión en Estados Unidos, hasta ahora la crisis de los préstamos de riesgo no ha tenido mucho impacto en el crecimiento asiático.

Una explicación más cínica es que muchos países en vías de desarrollo "importan" la política monetaria estadounidense mediante su vinculación con el dólar. Las reducciones de las tasas de interés de la Fed, en respuesta a la crisis de agosto, representaron además una relajación de la política en el momento en que muchas economías emergentes ya mostraban señales de prosperidad. Según algunos, el resultado es otra burbuja, evidente en todas partes desde la Bolsa de China hasta en el precio del oro, ahora en casi 800 dólares la onza.

Aquellos que buscan indicadores de una burbuja tienen más evidencias que proporcionar. De acuerdo con Morgan Stanley, en septiembre se dio un flujo 15.7 mdd destinado a los fondos de capital de los mercados emergentes, la mayor cifra mensual alguna vez registrada. Entre finales de agosto y el 25 de octubre, casi 34 mdd fluyeron hacia esos fondos, por arriba de las cifras totales de 2005 y 2006.

En la actualidad, los mercados emergentes comercian con un

nivel mayor de ganancias que los mercados desarrollados, un desarrollo que en el pasado ha sido asociado con picos en el precio de las acciones en los mercados emergentes. Incluso, de manera más significativa, los países en vías de desarrollo que no disfrutaron de las mismas mejoras económicas que otros se han beneficiado del entusiasmo de los inversionistas. Como señala Tim Lee, de *pi Economics*, la lira turca es tan fuerte en comparación con el euro como en 2002, aun cuando su déficit de cuenta corriente sea de casi 7% de la producción económica y su índice de inflación haya sido mucho más alto que el de la zona europea durante los cinco años pasados.

Sin embargo, como descubrieron los que apostaron contra acciones de las empresas *punto com* en 1999, éste puede ser un solitario negocio que espera una burbuja para explotar. Jonathan Garner, de Morgan Stanley, dice que los recientes flujos de fondos hacia los mercados emergentes representan una reasignación de apenas tres centésimas de un punto porcentual de la riqueza global. El activo de los mercados emergentes constituye sólo 2.1% de todo el dinero invertido en los fondos de capital estadounidenses. Y los crecientes precios de las materias primas sólo harán que esas economías emergentes parezcan más fuertes.

FUENTE: EIU

El ímpetu de la demanda es muy fuerte, impulsado por la industrialización de China y cambiantes modelos de consumo. India, con un bajo consumo per cápita de petróleo, que hasta ahora no ha tenido mayor impacto en la demanda global de crudo, está destinada a convertirse en un participante clave a medida que su parque vehicular en aumento requiera más y más gasolina.

Los controles de precios en algunos países consumidores clave, en especial China, seguirán protegiendo a los consumidores del impacto total de los aumentos de precios. En otras regiones importantes, como Medio Oriente, enormes subvenciones de combustible alentarán el crecimiento permanente del consumo.

Una mayor debilidad del dólar estadounidense pondrá sordina al impacto en términos de divisas domésticas. Finalmente, la falta de sustitutos viables del combustible para transportes favorecerá la demanda en los mercados desarrollados.

Capacidad restringida

Por la oferta, la producción seguirá afectada por la disminución prevista, restricciones de capacidad y mano de obra, costos desfasados e

inversión insuficiente. Pero EIU espera que el crecimiento de la oferta de la OPEP se recupere a 2.2% en 2008, en tanto que el aumento de la producción en la antigua Unión Soviética, EU y Brasil permite compensar el descenso de la producción en México, Noruega y el Reino Unido. Sin embargo, la responsabilidad de la OPEP para subsanar el déficit creado por la reducción de reservas y el alto consumo seguirá siendo importante. Pero no puede confiarse en que los países de la OPEP liberen el crudo suficiente para que el mercado presente un superávit en 2008. Esto no es tam-

poco porque no puedan —muchos miembros están ya produciendo a su máxima capacidad; o porque no quieren—: los productores de la OPEP disfrutaron de los actuales niveles de precios (confiados en que, hasta ahora, la demanda se ha mostrado firme, a pesar de los precios), y tienen pocos incentivos para aumentar la demanda de manera excesiva.

Por consiguiente, los precios permanecerán al alza en 2008 mientras subsistan los factores que motivaron la carrera de precios este año. Es poco probable que las tensas relaciones que involucran a Irán, Nigeria, Turquía e Irak se

suelvan pronto e, incluso, podrían exacerbarse durante el curso del año. La perspectiva de que se incrementará el conflicto en Medio Oriente mantendrá invariables las primas de riesgo. El margen efectivo de capacidad de repuesto de la OPEP podría elevarse a 2.7 millones b/d (más de 80% del que tendrá Arabia Saudita), lo cual representa una gran mejora frente a 2004, cuando ese margen se estrechó a menos de un millón b/d. Sin embargo, con Irán e Irak en las noticias, esto parece apenas suficiente para cubrir una suspensión del abasto. En tales circunstancias, los inversionistas no querrán abandonar un mercado potencialmente en alza.

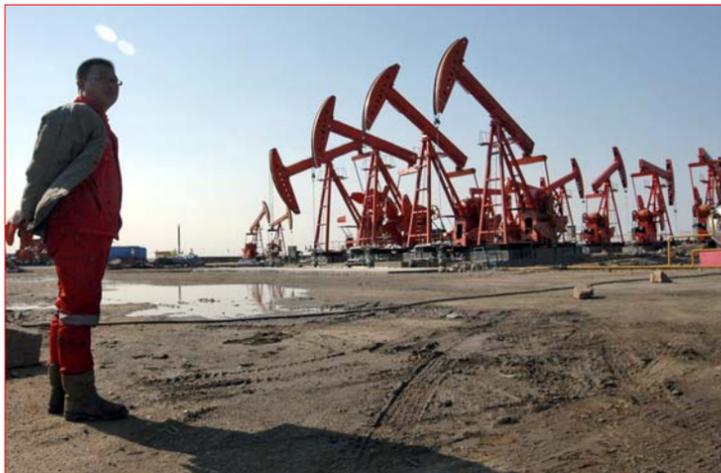
Los sauditas

En resumen, a corto plazo, el precio podría subir aún más. Considerando el monto de los intereses de la inversión, 100 d/b para el WTI ya no parece inverosímil, aunque sea de manera temporal. Los precios permanecerán altos en 2008, pero se retraerán a partir de entonces a medida que la nueva capacidad de crudo entra en operación en la antigua Unión Soviética y varios países de la OPEP. Arabia Saudita sostiene que en 2009 tendrá la capacidad de producir unos 12 millones b/d, muy por arriba de 10.7 millones b/d en 2006, lo cual propiciará que se

restaure la capacidad de repuesto de la OPEP. Una parte significativa del nuevo crudo de la OPEP será de variedades más ligeras y dulces, del tipo que buscan las refinerías existentes, obligadas a satisfacer exigencias ambientales cada vez más rigurosas. Un aumento de la capacidad de refinación cooperará también a aliviar el cuello de botella de la refinación. El crecimiento de la demanda global de petróleo comenzará también a reducir su ritmo a partir de 2009, en particular en respuesta a seis años de altos precios. Sin embargo, la moderación de la oferta de la OPEP y las tensas relaciones geopolíticas en curso pondrán un piso a los precios: para el crudo Brent, EIU pronostica un promedio de 68 d/b durante 2009 y 62 d/b durante 2010.

Durante el periodo 2011-12 los precios deberán comenzar a elevarse de nuevo, mientras del lado de la oferta se prevé muy poca nueva capacidad de crudo. En el lado de la demanda, EIU pronostica mayor aceleración del crecimiento a medida que aumente el uso del petróleo en más mercados emergentes (que ahora incluyen a India, con su enorme número de propietarios de automóviles), lo que provocaría una nueva estrechez del mercado global.

FUENTE: EIU



Instalaciones de PetroChina, en Panjin, noreste del país asiático ■ Foto Ap

