

ECONOMÍA INTERNACIONAL

N° 414, 7 de Enero de 2008

AL INSTANTE

NUEVOS TEMORES RESPECTO A LA DEBILIDAD DEL DÓLAR

El primer día de transacciones financieras, del 2008, trajo como consecuencia una nueva ola de temores sobre la debilidad del dólar. El precio del petróleo tocó el 2 de enero los US\$100 por barril y cerró en Nueva York a un nivel de US\$ 99,62, con un aumento de US\$ 3,64 por barril. Los elementos políticos que influyeron en esta alza, fueron la agitación política en Nigeria, el asesinato de la Benazir Bhutto en Pakistán, y la debilidad del dólar frente al euro y al yen. Esto último tiene por efecto que los precios de los commodities, en dólares, sean más baratos para los compradores no norteamericanos.

Una señal adicional, sobre la debilidad del dólar, fue el índice de manufacturas del Institute for Supply Management (ISM), que apareció el 2 de enero, mostrando una caída de 50,8 en noviembre a 47,7 en diciembre, que es el más bajo desde abril del 2003. Un nivel menor de 50 indica contracción económica y uno menor de 45 apunta a una recesión, tal como ocurrió antes de las recesiones de 1990-91 y 2001.

El dólar cayó a US\$ 1,4750 por euro. El yen estuvo en 110 por dólar. Las caídas

porcentuales del dólar fueron de 1 y 1,4% respecto al euro y al yen.

El oro por su parte avanzó 3,3%, hasta US\$ 861 la onza hoy, sobrepasando el máximo de US\$ 850 alcanzado en 1980. El precio del oro fue estimulado por la percepción de la debilidad en el dólar luego que se diera a conocer la encuesta sobre producción manufacturera de ISM, que indica una contracción del sector en diciembre, generando temores sobre el nivel de actividad de la economía norteamericana, en que la debilidad del mercado habitacional podría empujar a la economía hacia una recesión.

Hacia el año 2000, el dólar comenzó una secuencia de apreciación gradual y significativa, provocando ciertas preocupaciones por los balances comerciales de las economías globales.

En Chile, el dólar alcanzó niveles altos, superando los 700 pesos por dólar, en agosto del año 2002, e incluso llegó a los 745 pesos por dólar observado promedio en febrero del 2003. Mientras las empresas exportadoras veían esta situación con ojos favorables para sus finanzas, las importadoras pedían que

las autoridades hicieran algo al respecto. Hoy en día, la situación se ha revertido, el dólar se ha depreciado cada vez más, llegando en nuestro país a los \$498,05 el 3 de enero, y el tema se ha transformado en un debate dentro de la agenda política mundial y de Chile, y en una fuente de incertidumbre en el ámbito económico y comercial.

En opinión del Institute of International Finance, la cada vez mayor depreciación del dólar estadounidense, también podría llegar a generar un deterioro fuerte en la confianza de los inversionistas en instrumentos con activos en dólares de USA, dificultando el financiamiento del déficit en cuenta corriente, pudiendo acelerar aún más la desaceleración económica del país y generar otros efectos negativos de contagio para la economía mundial.

EL TIPO DE CAMBIO DEL DÓLAR EN LA ECONOMÍA MUNDIAL

Cuando el dólar se deprecia con respecto a otras monedas internacionales, en teoría, los consumidores estadounidenses consumen menos productos importados debido a que se encarecen y cambian los precios relativos, desfavoreciendo a los productos importados. Mientras que las exportaciones estadounidenses deberían verse beneficiadas, debido a que sus bienes son menos costosos para las economías del resto del mundo con un dólar bajo que con uno alto. Esto también repercute en la competitividad de las empresas estadounidenses en mercados exteriores al nacional, ya que al depreciarse el dólar tienen menos presiones para mantener sus precios bajos y aumenta su competitividad relativa.

Cuando el precio del dólar se fortalece con respecto a las otras divisas, la

inversión en activos de Estados Unidos se ve favorecida, lo que ayuda a financiar el déficit público y provee de fondos para la inversión privada.

Sin embargo, el dólar alto tiene efectos negativos sobre la cuenta comercial americana, al fomentar el consumo de bienes importados que se vuelven relativamente más baratos y, a su vez, las exportaciones americanas son relativamente más caras. En consecuencia, un dólar fortalecido genera beneficios para los países que exportan bienes y servicios hacia Estados Unidos, pues le resta competitividad a las empresas estadounidenses, las que necesitarán realizar esfuerzos adicionales para mejorar su productividad y eficiencia si es que desean seguir compitiendo en el mercado mundial.

El peligro comercial está en que las empresas que no son capaces de aumentar su productividad comiencen a exigir el establecimiento de medidas proteccionistas por parte de sus gobiernos, que sólo generarían distorsiones a la libre competencia a nivel global.

El valor del dólar y de otras monedas convertibles, en general, se determina a través del libre juego de la oferta y la demanda de divisas, con intervenciones puntuales y marginales, hasta ahora. Los factores que pueden producir un incremento en su valor son el alza de la tasa de interés norteamericana, la reducción de la tasa de inflación, un superávit comercial en relación a otros países, un déficit fiscal reducido, un mercado financiero doméstico fuerte y creativo, la política monetaria dirigida hacia la estabilidad de precios, entre otros.

Por otro lado, los factores que generan un debilitamiento del dólar son la reducción relativa de la tasa de interés norteamericana, el crecimiento de la tasa de inflación, el crecimiento del déficit comercial doméstico, un balance fiscal consistente, un mercado financiero debilitado, política monetaria laxa y con objetivos cambiantes, entre otros.

LA CRISIS SUBPRIME Y SU EFECTO SOBRE EL TIPO DE CAMBIO

La crisis de créditos hipotecarios de alto riesgo, como se sabe, tiene su origen en la burbuja inmobiliaria creada a principios de esta década en el mercado norteamericano. Las bajas tasas de interés prolongadas y el subsecuente exceso de liquidez durante este período provocaron un gran crecimiento del mercado inmobiliario, apoyado en un fuerte endeudamiento en créditos hipotecarios, entre los que se incluyeron créditos otorgados a personas con mayor riesgo de no pago, conocidos como *subprime*.

Sin embargo, el incremento sostenido de la tasa de interés por parte de la Fed a partir de junio de 2004, con el fin de controlar la inflación, que subió hasta un 4,25% en dos años, llegando, incluso, a un 5,25% en junio de 2006, provocó la caída de los precios de las viviendas, un fuerte incremento de las ejecuciones de hipotecas impagas y consecuentes problemas de liquidez de las entidades tenedoras de los créditos (provocando la quiebra de varias de estas entidades).

Además, debido a la inclusión de este tipo de deuda riesgosa, en distintos activos financieros estructurados y otros como fondos de pensiones e inversión, poseídos por un gran número de instituciones financieras alrededor del mundo, generó temores e indujo la caída

y volatilidad de las bolsas mundiales, desde agosto de este año.

La crisis de los créditos hipotecarios de alto riesgo, las pérdidas de los bancos y la caída de las bolsas mundiales causaron temor con respecto a la liquidez del mercado, a lo cual la Reserva Federal de Estados Unidos respondió con una serie de medidas.

La primera fue la reducción de la tasa de interés de referencia, que desde junio de 2006 se encontraba en un 5,25% y que luego de los recortes de Septiembre, Octubre y el último de 25 puntos base el 11 de Diciembre, se ha establecido en 4,25%. Lo anterior se da en un contexto de incremento de la tasa de inflación, que en noviembre alcanzó un 0,6%, debido al alza de los precios de la energía y alimentos, ante lo cual la Fed ha señalado en su último comunicado que continuará “excepcionalmente alerta a los desarrollos económicos y financieros y a los efectos en el futuro de la economía”, y a la evolución de la inflación.

También se redujo la tasa de interés interbancaria, es decir, la tasa a la cual el organismo le presta fondos a los bancos comerciales, que antes del estallido de la crisis estaba en 6,25% y actualmente está en un 4,75%.

El 12 de Diciembre, y con el objetivo de mantener una distinción entre las políticas dirigidas a superar la tensión de corto plazo en los mercados financieros y las que buscan el logro de los objetivos macroeconómicos, la Reserva Federal creó un nuevo instrumento de política monetaria temporal denominado “*Term Auction Facility*”, que permite a la FED la subasta de fondos dirigida a entidades de depósito contra un amplio rango de colateral. Mediante este instrumento fueron liberados \$20

billones el 17 de diciembre y otros \$20 billones el 20 del mismo mes. Además, se anunció la apertura de líneas de intercambio de divisas (swaps) con el Banco Central Europeo y el Banco Nacional Suizo por montos de \$20 y \$4 billones respectivamente.

Estas medidas destinadas a inyectar liquidez al mercado financiero, que provocaron el aumento del diferencial de tasas de interés con respecto a la tasa de referencia de la Fed, la caída de la confianza en el mercado americano y la incertidumbre con respecto a los activos denominados en dólares, sumado al gran déficit de cuenta corriente de Estados Unidos (6,2% del PIB el año 2006) y el debilitamiento de la economía estadounidense, han tenido un efecto negativo sobre el dólar, que desde agosto hasta fines de noviembre ha experimentado una declinación de un 6% de su valor con respecto a una canasta de monedas de los socios comerciales de USA elaborada por la Fed, lo que se suma a la senda de declinación del dólar iniciada el año 2002 y que ya ha acumulado un 28% de pérdida de valor con respecto a la misma canasta de monedas después del ajuste por inflación en ese período de tiempo.

REPERCUSIONES MUNDIALES

La caída del dólar ha producido diversas reacciones a nivel mundial. China, que mantiene una política de apreciación mínima del renminbi, al compensar la entrada de capitales con la compra de activos en dólares, para fomentar la competitividad de sus exportaciones, ha experimentado la apreciación de su moneda con respecto al dólar estadounidense, llegando en noviembre a un valor promedio de 7,4221 yuanes por dólar, el valor más bajo del último tiempo. En este escenario, China

enfrenta un dilema con respecto a su moneda: si mantiene su política de debilidad del yuan, corre el peligro de incrementar aún más la inflación, debido a los precios más altos de las importaciones y a la demanda aún mayor por sus productos desde el extranjero.

Esto es especialmente preocupante, dado que la inflación de este país creció un 6,9% en noviembre, el máximo en once años. Por otro lado, una apreciación del yuan contra el dólar produciría una pérdida en sus reservas de \$1.455 billones, de las cuales se estima que al menos un 65% están en dólares, aunque permitiría un mayor control de la inflación y reducir las tensiones comerciales con EE.UU y Europa, que reclaman una menor intervención cambiaria debido a las distorsiones y desventajas comerciales que genera.

En las reuniones del Diálogo Económico Estratégico Estados Unidos – China, celebradas en Beijing entre el 12 y el 13 de diciembre pasados, China dio señales de que no hará esfuerzos por acelerar la apreciación de su moneda, aunque la reciente alza de la tasa de referencia de préstamo a un año en 18 puntos base a 7,47%, el máximo en nueve años, podría contribuir en este sentido.

En cuanto a la Eurozona, la caída del dólar con respecto al euro ha ocasionado molestas reacciones, por parte de líderes tales como Jean-Claude Trichet, presidente del Banco Central Europeo, y Nicolas Sarkozy, Presidente de Francia, especialmente por los efectos negativos en la competitividad de las empresas europeas en relación a las empresas norteamericanas. La depreciación del dólar alcanzó un valor de 0,6869 euros por dólar durante el

mes de diciembre, menor a los 0,7695 euros por dólar que valía en enero de 2007 y muy por debajo de su valor promedio el año 2002, de 1,062 euros por dólar. Esto amenaza generar un déficit, en una cuenta corriente europea, que hasta el momento se ha mantenido equilibrada.

El peso chileno también ha sufrido una apreciación con respecto al dólar, llegando en noviembre a un valor promedio de 506,95 pesos por dólar, que dista mucho del máximo alcanzado en febrero de 2003, de 745,21 pesos por dólar. Lo anterior se ha producido debido no sólo a los fuertes ingresos de divisas sino también por el amplio diferencial de tasas de interés entre la tasa estadounidense y la chilena, ya que mientras la primera ha sido recortada en los últimos meses, la última ha seguido el camino opuesto, producto de la creciente inflación experimentada en el país, que en el mes de diciembre registró un valor acumulado de 7,8%.

El alza de la tasa de interés por parte del Banco Central de Chile, que en la última reunión de política monetaria subió a un 6%, ha incentivado la entrada de capitales extranjeros a nuestro país, presionando hacia abajo el tipo de cambio nominal, afectando negativamente al sector exportador.

Por su parte, el yen también se ha apreciado con respecto al dólar, alcanzando un valor promedio en diciembre de 112,3429 yen por dólar. Sin embargo, a fines de noviembre y durante el mes de diciembre el yen ha perdido levemente su valor frente al dólar debido a las operaciones de *carry trade*, en las que inversores venden yenes, moneda sujeta a bajas tasas de interés, para comprar otras divisas de mayores retornos. La libra esterlina también ha experimentado una caída

frente al dólar, alcanzando en noviembre un valor promedio de 0,4829 libras con respecto al dólar, el valor más bajo del año. Lo anterior se suma a la caída récord que experimentó esta moneda con respecto al euro el día 2 de enero de 2008, alcanzando las 0,7447 libras por euro, el valor más bajo desde la creación de esta moneda. Lo anterior se produjo debido a las expectativas de reducción de la tasa de interés por parte del Banco de Inglaterra, el Banco Central del Reino Unido.

CONCLUSIONES

La crisis subprime, el alto precio del petróleo y hechos geopolíticos recientes han tenido efectos negativos sobre el valor del dólar, que ha experimentado una fuerte depreciación de su valor. El menor ritmo de crecimiento de la economía estadounidense con respecto al crecimiento de la economía mundial, la desconfianza e incertidumbre general del mercado junto a las acciones realizadas por la Fed, quien como respuesta a la crisis subprime ha tomado medidas para generar mayor liquidez en el mercado, han contribuido a una mayor depreciación tendencial del dólar.

Para Estados Unidos, en general, no es deseable que su moneda pierda poder adquisitivo en el resto del mundo, aunque el efecto positivo sobre su balanza comercial constituye un alivio para esta economía que atraviesa por una etapa de menor crecimiento.

Las exportaciones han seguido creciendo, alcanzando en octubre un valor acumulado anual de US\$ 1.588 miles de millones, contra unas importaciones que han moderado su crecimiento al alcanzar los US\$ 2.295.000 millones en el mismo

mes, lo que contribuyó a reducir el déficit de balanza comercial acumulado a 12 meses de -US\$ 707.000 millones.

La depreciación del dólar continúa por el momento, ante la inquietud de la Eurozona y de los países asiáticos, especialmente China, que desea que la Fed haga algo para reducir la depreciación de su moneda.

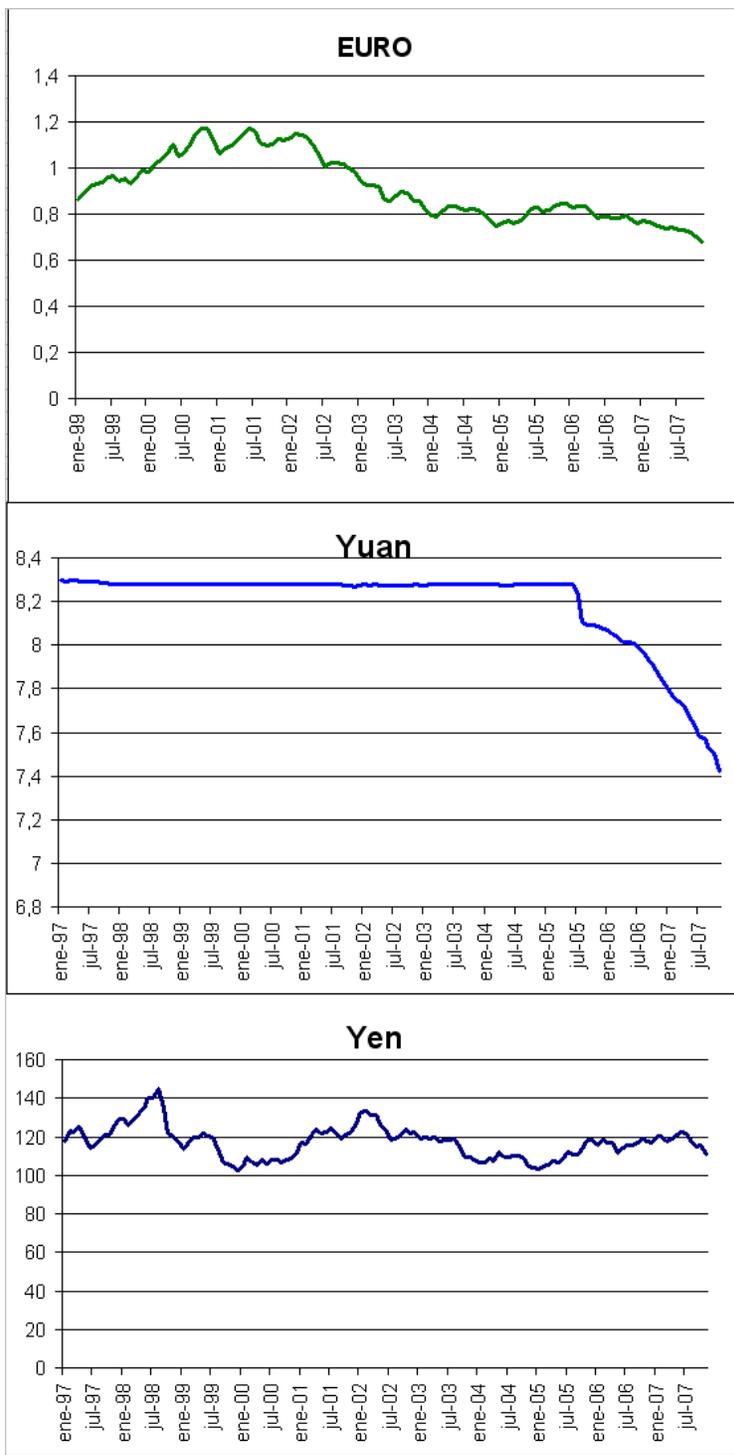
Sin embargo, la realización de cualquier acción por parte de este organismo para intervenir iría en contra de la política de tipo de cambio flexible que utilizan las potencias mundiales, introduciendo distorsiones en los mercados cambiarios, además de ser contradictorio con las exigencias que Estados Unidos ha hecho a China y a los países petroleros para que

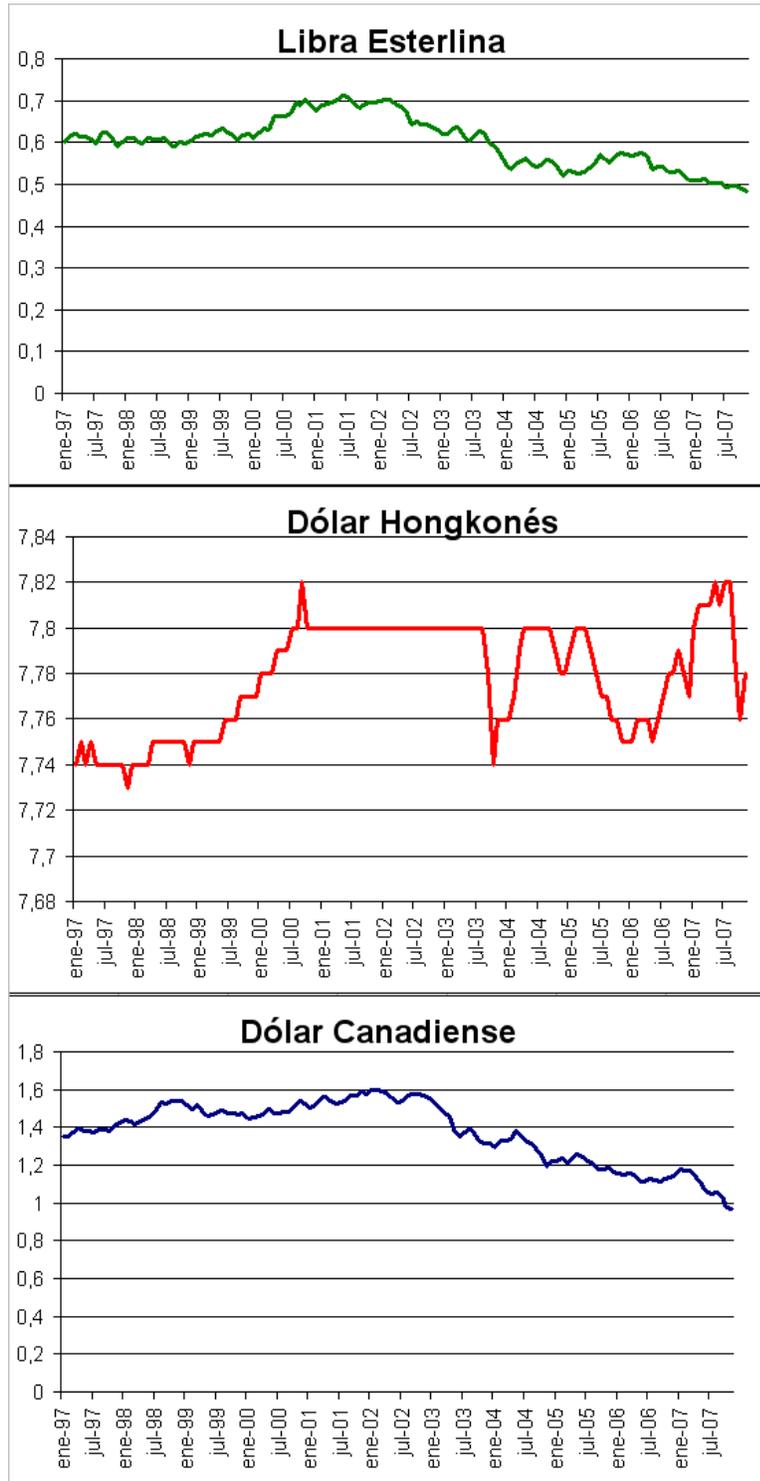
abandonen sus sistemas de tipo de cambio fijo y les den flexibilidad.

En opinión reciente del Financial Times, sería recomendable que Europa mantenga motivado el consumo interno para mitigar los efectos adversos sobre la balanza comercial que tendría la apreciación del euro, y sobre todo que avance en reformas que den más flexibilidad y competitividad a las economías de Europa.

En cuanto a China, lo recomendable es que declinen en sus esfuerzos por debilitar su moneda y dejen que ésta se aprecie para frenar la inflación y reducir las distorsiones en el comercio internacional, facilitando los equilibrios económicos a nivel global ♦

Gráfico N° 1
Monedas Extranjeras
(Paridad por un US dólar en promedios mensuales)

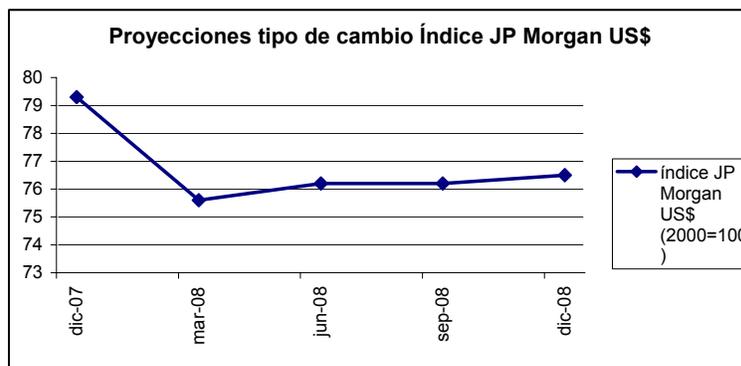
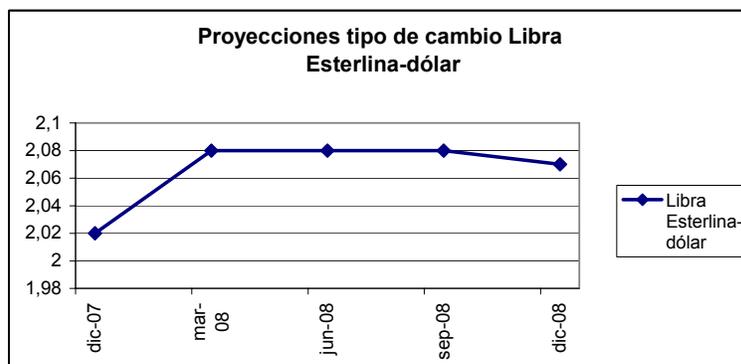
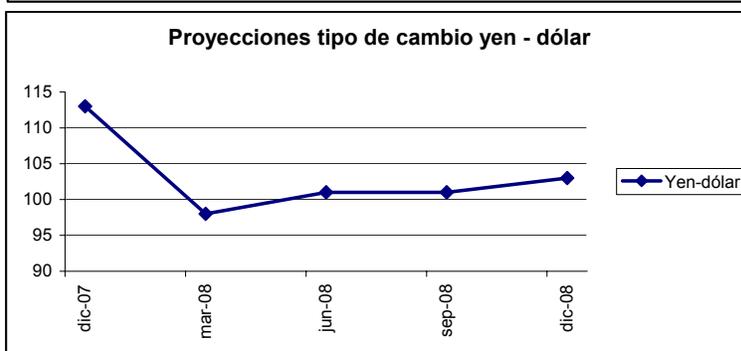
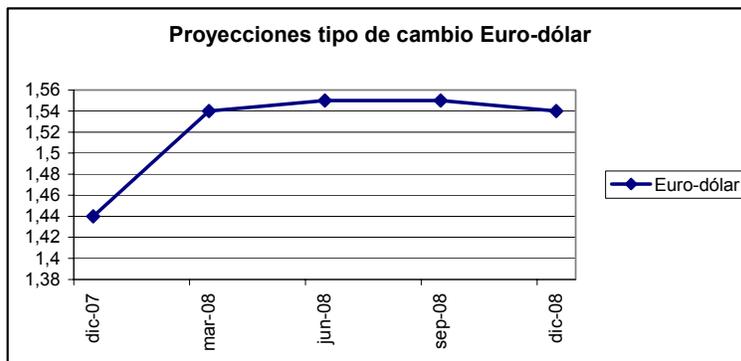




Nota: Todas las series históricas de los tipos de cambios son desde enero de 1997 a noviembre de 2007 a excepción del EURO que parte desde enero de 1999 y finaliza en noviembre de 2007.

Fuente: Elaboración propia en base a datos extraídos del Banco Central de Chile.

Gráfico N° 2
Proyecciones de tipos de cambio
(tipo de cambio vs dólar)



Fuente: JP Morgan

Cuadro N° 1
Índices Económicos de Estados Unidos

	2002	2003	2004	2005	2006	2007p	2008p	2009p
PIB Real (var %)	1,6	2,5	3,6	3,1	2,9	2,0	2,4	3,1
Demanda Doméstica (var %)	2,2	2,8	4,1	3,1	2,8	1,6	2,0	2,8
Consumo Privado (var %)	2,7	2,8	3,6	3,2	3,1	2,9	2,2	2,7
Inversión Fija (var %)	-5,2	3,4	7,3	6,9	2,4	-2,9	-0,9	3,4
Exportaciones (var %)	-2,3	1,3	9,7	6,9	8,4	8,0	7,3	9,0
Importaciones (var %)	3,4	4,1	11,3	5,9	5,9	2,1	3,1	6,0
Balanza Comercial en ByS* (en millones de dólares)	-423.725	-496.915	-612.092	-714.371	-758.522	-586.985	N.D.	N.D.
Cuenta Corriente (% del PIB)	-4,4	-4,8	-5,5	-6,1	-6,2	-5,7	-6,1	N.D.
Inflación (var %)	1,6	2,3	2,7	3,4	3,2	2,7	2,3	N.D.

Fuentes: U.S. Census Bureau, Foreign Trade Division, JP Morgan, FMI y Consensus Forecasts.

Cuadro N° 2
Índices Económicos de Chile

	Prom 2000 - 2004	2005	2006	2007p	2008p	2009p
PIB Real (var %)	4	5,7	4	5,2	4	5
Inversión (% del PIB)	22,89	25,45	25,54	-	-	-
Consumo (%del PIB)	63,35	64,67	66,63	-	-	-
Exportaciones (US\$ mill)	22000	41300	58100	69000	73200	80500
Importaciones (US\$ mill)	18000	30500	35900	43400	49600	54500
Balanza Comercial (US\$ mill)	3900	10800	22200	25700	23600	26000
Cuenta Corriente (% del PIB)	-0,3	1,1	3,6	4,7	2,1	1,6
Inflación (var % dic/dic)	2,7	3,7	2,6	6,7	3,2	3,1

Nota: Inversión considera variación de existencias y formación bruta de capital fijo

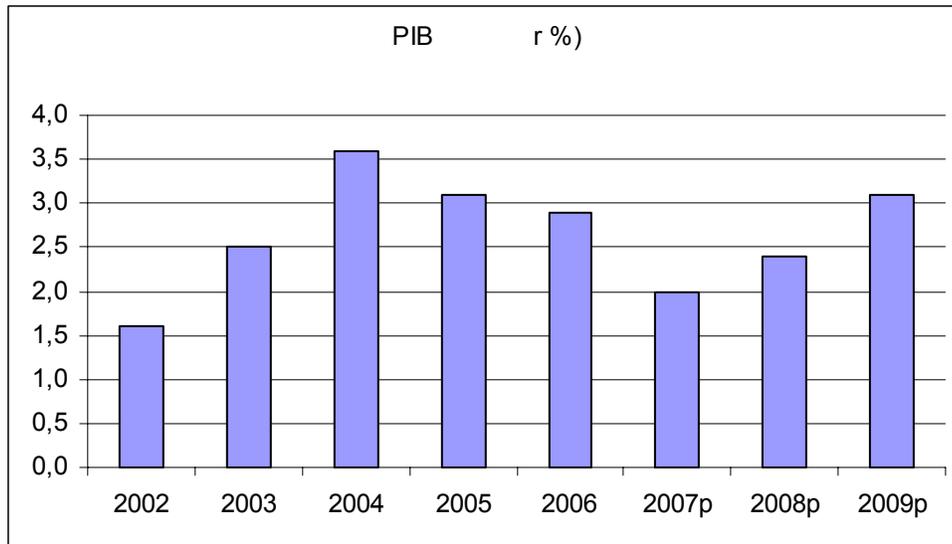
Fuente: JP Morgan, Banco Central de Chile

Cuadro N° 3
Índices Económicos de la Unión Europea

	2005	2006	2007	2008p	2009p
PIB Real (var %)	1,6	2,9	2,6	1,9	2,3
Consumo Privado (var %)	1,6	1,9	1,4	1,6	2,3
Inversión (%.del PIB)	20,3	21,1	21,6	21,8	
Exportaciones (var %)	4,7	8	6,3	5,6	5,6
Importaciones (var %)	5,5	7,6	5,7	6	5,8
Cuenta Corriente (% del PIB)	-0,2	-0,7	-1,0	-1,2	
Inflación (var %)	2,2	2,2	2,1	2,6	2,3

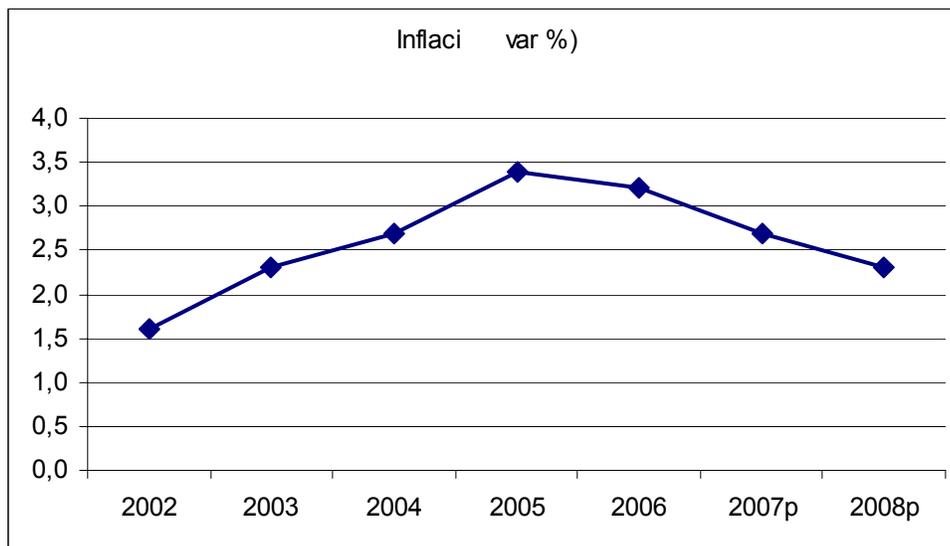
Fuentes: FMI, JP Morgan

Gráfico N° 3
PIB Real de Estados Unidos
(var %)



Fuentes: JP Morgan, FMI y Consensus Forecasts

Gráfico N° 4
Inflación de Estados Unidos
(var %)



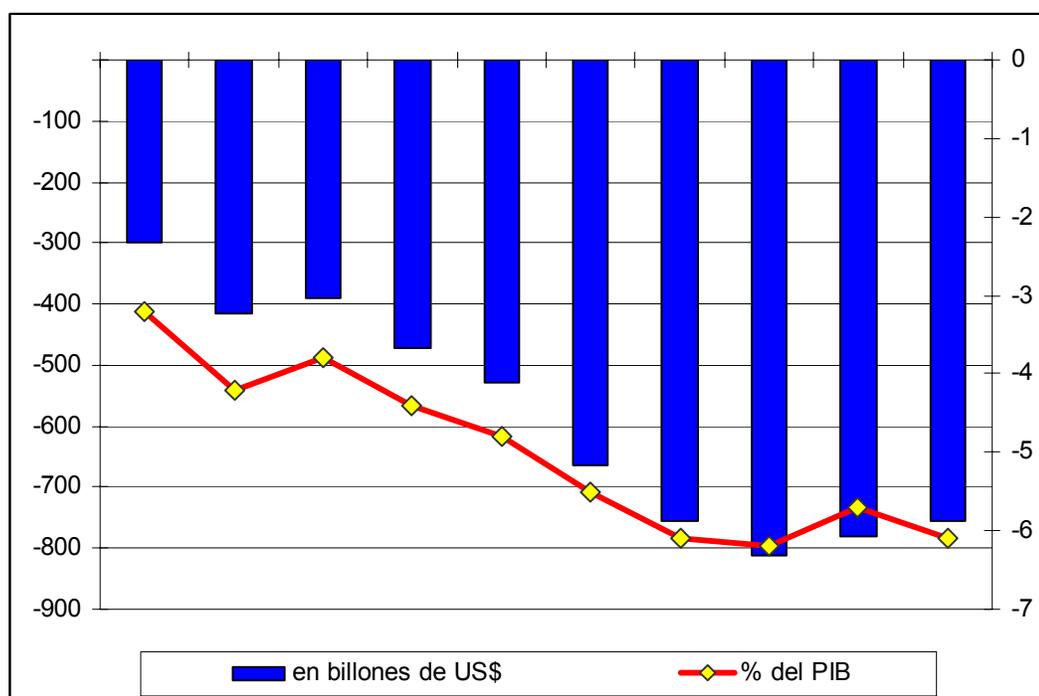
Fuente: FMI y Consensus Forecasts.

**Cuadro N° 4
Tasa de Referencia**

	14 de Diciembre de 2007	Dic 07*	Mar 08*	Jun 08*	Sep 08*	Dic 08*
Estados Unidos	4,25	4,25	4,00	4,00	4,00	4,50
Euro Area	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	
Chile	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	

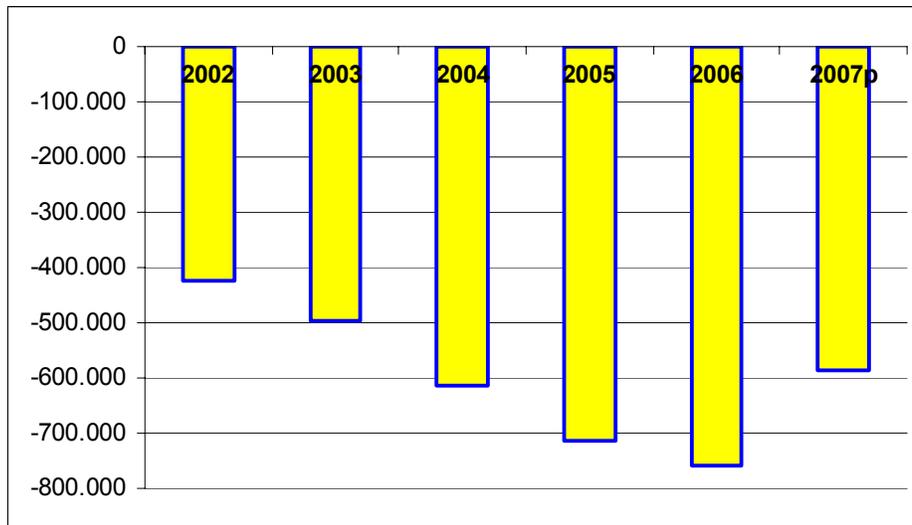
Fuentes: Fed y JP Morgan.

**Gráfico N° 5
Balance en Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos de Estados Unidos**



Fuentes: Consensus Forecasts, FMI y JP Morgan.

Gráfico N° 6
Balanza Comercial en Bienes y Servicios de Estados Unidos
(en millones de dólares)



Fuente: U.S. Census Bureau, Foreign Trade Division

Gráfico N° 7
Tipo de Cambio Observado
Peso Chileno desde enero de 1997 a noviembre de 2007
(Paridad por un US dólar en promedios mensuales)



Fuente: Banco Central de Chile.