

El debilitamiento del dólar¹

El dólar se ha depreciado frente a sus principales socios comerciales desde marzo de 2002 (excluyendo a China, que tiene su moneda atada al dólar, y a México que se ha depreciado posiblemente como resultado de la caída de cerca de dos puntos de la inversión extranjera directa en los últimos dos años, y de la pérdida competitiva que ha sufrido frente a China²) -

Cuadro 1- En un comienzo el ajuste se dio exclusivamente frente a la libra y al euro, pero en 2004 la depreciación tuvo lugar frente a una gran cantidad de países, entre ellos Colombia, que el año pasado se apreció en promedio 11.5% en términos nominales³.

Cuadro 1

Devaluación nominal promedio			
	Japón	Reino Unido	México
2002	4,16	-4,20	3,35
2003	-7,25	-7,88	11,72
2004	-7,47	-11,14	4,63
2002-2004	-14,18	-18,15	16,89

Devaluación nominal promedio			
	Canada	China	Zona del Euro
2002	1,45	0,00	-4,92
2003	-10,88	-0,16	-16,63
2004	-7,03	0,09	-8,94
2002-2004	-17,14	-0,07	-24,08

Para la mayoría de los analistas el debilitamiento del dólar se debe a los grandes desbalances que presenta la economía norteamericana. En efecto, con datos a septiembre de 2004, el déficit en cuenta corriente de la economía americana equivalía al 5% del PIB, que corresponde a US \$577 billones (b). Esto se explicaba por un déficit comercial en bienes de 5.4%, un superávit comercial en servicios de 0.5% y un balance de ingresos y transferencias de -0.1% (**Gráfico 1**).

Esta información sugiere que aunque Estados Unidos es superavitario en servicios, no es posible esperar que en el corto o mediano plazo este superávit compense el déficit en bienes, como sostienen algunos analistas. En efecto, éste último es doce veces mayor en magnitud que el superávit en servicios. Además, el excedente comercial en servicios

¹ Marzo 22 de 2005. Preparado por José Luis Torres y Juan Mauricio Ramírez. Departamento de Programación e Inflación, Banco de la República.

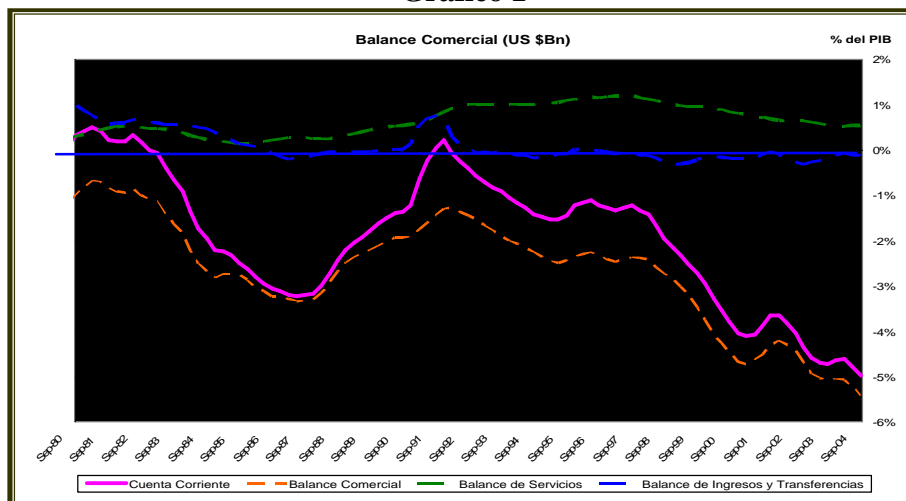
² Además, a diferencia de los otros países latinoamericanos, la moneda mexicana no sufrió una fuerte depreciación a finales de la década de los noventa, a raíz de la reducción de los flujos de capital debido a las crisis asiática y rusa.

³ El peso promedio de los principales socios comerciales de Estados Unidos en 2004 fue: Zona del Euro (18.5%), Canadá (16.5%), Japón (11.1%), México (11%), China (9.8%) y Reino Unido (5.2%).

tampoco ha sido particularmente dinámico en los últimos años: aunque creció cerca de un punto del PIB entre 1986 y 1997 (de 0.1% a 1.2%), en la actualidad sólo representa 0.5%.

Otra interpretación equivocada es que el déficit comercial de los Estados Unidos podría ser en buena medida compensado con la alta rentabilidad de las inversiones norteamericanas en el exterior. Sin embargo, como se ve en el **Gráfico 1**, los ingresos netos por inversiones en el exterior son casi nulos. De hecho, como la deuda ya se encuentra en niveles cercanos al 30% del PIB, el déficit a partir de 2005 ya no sólo corresponderá al déficit comercial, sino que, en el caso de las inversiones en el exterior, por primera vez el pago de intereses superaría los ingresos⁴. Esta carga cada vez será más grande en la medida en que el déficit persista y se acumule más deuda.

Gráfico 1



Aunque este nivel de endeudamiento no es muy alto, su dinámica de crecimiento es cada vez mayor. Algunos cálculos han mostrado que si Estados Unidos comenzara a reducir su déficit a partir de este año hasta un nivel sostenible, en los próximos cinco años el nivel de endeudamiento ascendería al 50% antes de estabilizarse⁵. Aunque países como Nueva Zelanda y Australia han convivido con endeudamientos superiores, debido al tamaño de sus

⁴ A pesar del alto nivel de endeudamiento, esto no había ocurrido antes porque las inversiones americanas en el exterior son en su mayoría inversión extranjera directa y acciones (que rindieron en 2004 en promedio 7.6% e.a.), mientras que su deuda es principalmente tesoros y agencias (que rindieron en 2004 en promedio 3.4% e.a.).

⁵ HSBC (2005) "Global Economics: the US current account deficit: a ticking time bomb", Q1-2005.

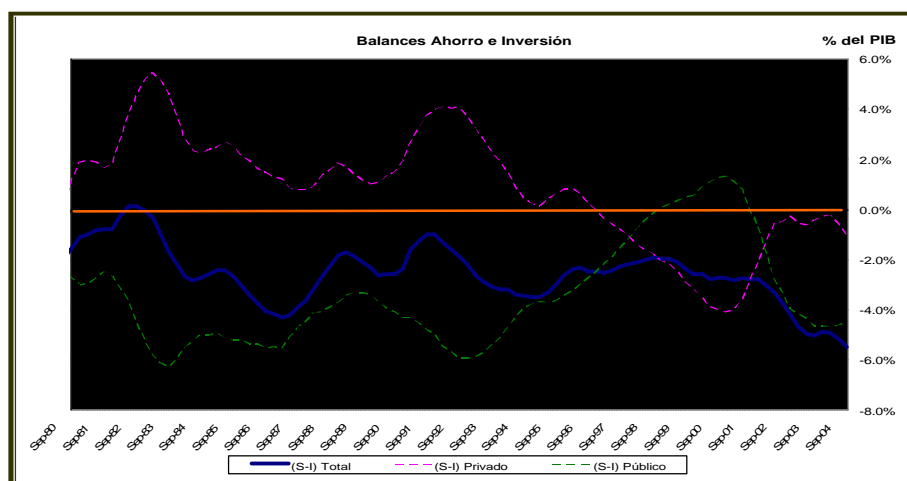
economías sus déficit no presionan el ahorro mundial⁶ y las reservas de los demás países del mundo no se encuentran denominadas en sus monedas.⁷

Este documento explica en qué consisten los desbalances macroeconómicos en los Estados Unidos y las posibles salidas que se plantean. En la primera parte se analiza la evolución de los balances ahorro inversión del sector privado y del gobierno de los Estados Unidos. En la segunda sección se explica la forma como se han financiando recientemente y las implicaciones desde el punto de vista de su sostenibilidad. En la tercera sección se recogen algunas reflexiones sobre las posibles soluciones.

I. Balances Ahorro – Inversión

Utilizando identidades macroeconómicas básicas puede relacionarse el déficit en la cuenta corriente con los balances ahorro e inversión de los diferentes agentes en la economía norteamericana. El **Gráfico 2** muestra que durante los ochentas y hasta mediados de los noventas el sector privado generó excesos del ahorro sobre la inversión (o lo que es lo mismo, de ingresos sobre gastos), mientras que el sector público fue deficitario.

Gráfico 2



Entre 1997 y el año 2000 el sector privado se volvió deficitario, al tiempo que el sector público reducía su déficit e incluso generaba un superávit fiscal. Sin embargo, desde el

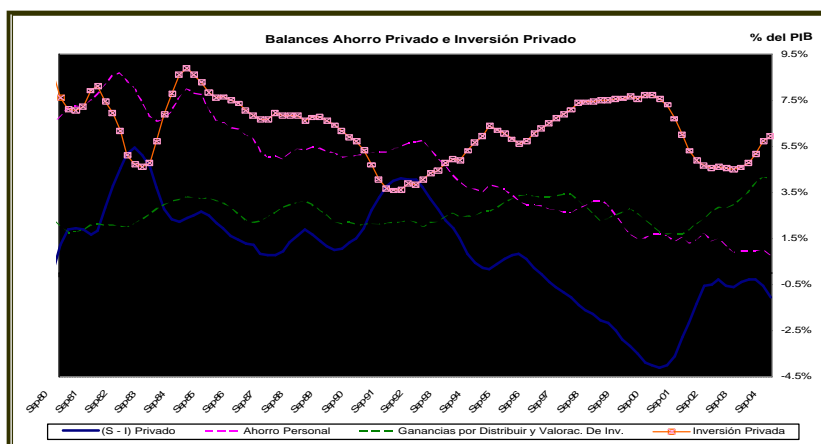
⁶ La financiación del déficit de la economía estadounidense requiere absorber el 85% de los superávit de las demás economías del mundo.

⁷ Alrededor del 65% de las reservas internacionales mundiales se encuentran denominadas en dólares.

inicio del mandato del presidente George Bush en 2001, la historia cambió. El sector público transformó un superávit fiscal de 1.3% en un déficit creciente, que en septiembre de 2004 llegó a 4.4%, mientras que el sector privado redujo su déficit en tres puntos del PIB, al pasar de niveles cercanos al 4% en 2001 a 1% en septiembre de 2004.

Si se descompone el balance del sector privado, se encuentra que el ahorro de los hogares ha caído cerca de ocho puntos del PIB al pasar de 9% en 1982 a 1% en 2004 (**Gráfico 3**).⁸ Adicionalmente, a pesar de la caída en el ahorro de los hogares, el ahorro de las empresas (ganancias por distribuir) aumentó dos puntos del PIB al pasar de 2% en 2001 a 4% en 2004, mientras que la inversión privada cayó en una magnitud similar. En otras palabras, el ajuste privado en los últimos años corrió por cuenta del sector empresarial. Sin embargo, en la medida en que la inversión se recupere (como lo ha venido haciendo en el último año), es posible que sector privado vuelva a ser deficitario. Por esta razón es probable que el déficit total de la economía continúe ampliándose en el futuro, a menos que haya un cambio notable en las cuentas públicas.

Gráfico 3



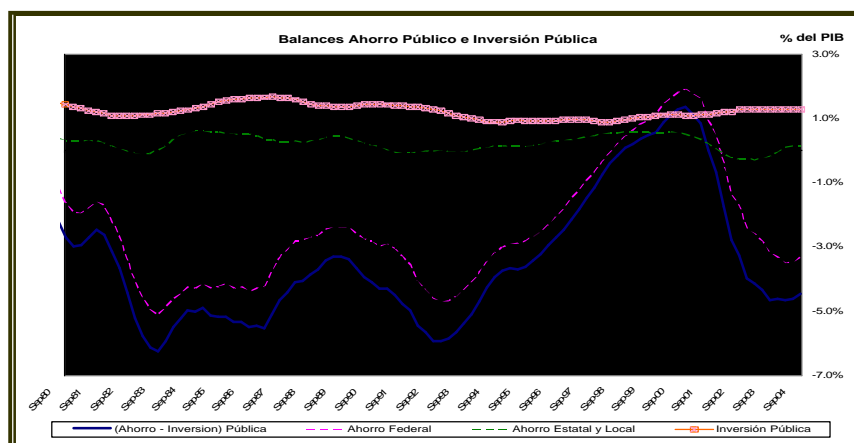
Por lo tanto, tampoco es correcta la interpretación de que el déficit en cuenta corriente es la contraparte de un *boom* de inversión que permitirá un mayor crecimiento futuro de la economía norteamericana y que en el futuro hará fácil el repago de las deudas acumuladas. Aunque probablemente esto fue la que ocurrió en los noventa, cuando la inversión creció

⁸ Este cálculo puede estar afectado por el hecho de que el gasto en educación se clasifica como consumo en la contabilidad de cuentas nacionales, cuando en realidad debería ser considerado como una inversión de los hogares.

cuatro puntos del PIB (de 4% en 1991 a 8% en 2000), en los últimos cuatro años el déficit se continuó ampliando debido al gasto del gobierno y al consumo de los hogares, y no a mayor gasto en inversión.

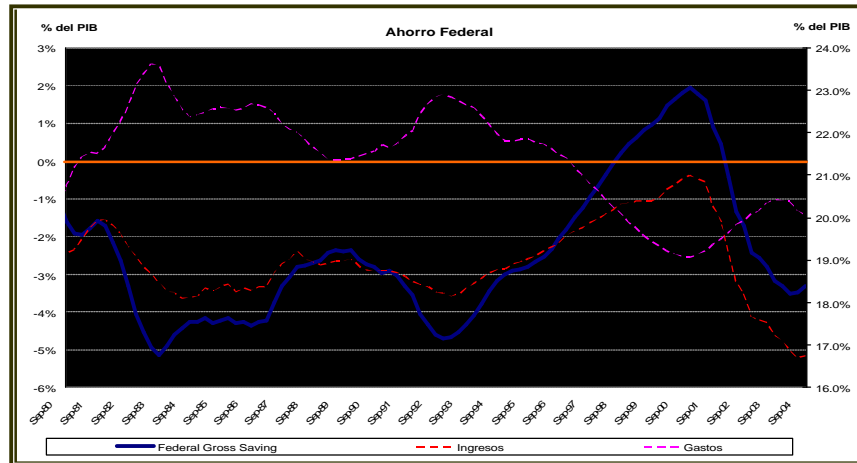
Al analizar el balance del sector público se encuentra que el ahorro estatal y local fluctúa alrededor de 0% (como proporción del PIB), mientras que la inversión pública total ha permanecido constante en 1% (Gráfico 4). Por lo tanto, toda la variación en el balance ahorro inversión en el sector público se explica por el ahorro federal.

Gráfico 4



Este ha tenido grandes variaciones desde los noventa: en la era Clinton los ingresos del gobierno se incrementaron tres puntos del PIB al pasar de 18% en 1993 a 21% en 2000, mientras que los gastos se redujeron cuatro puntos del PIB al pasar de 23% en 1992 a 19% en 2000 (Gráfico 5).

Gráfico 5



Todo esto cambió en la presidencia de Bush, puesto que los ingresos cayeron cuatro puntos del PIB entre 2000 y 2004 (de 21% a 17%), mientras que los gastos se incrementaron un punto del PIB en el mismo período (de 19% a 20%).⁹ Las variaciones en los ingresos se explican principalmente por cambios en los impuestos corrientes (las contribuciones a la seguridad social se han mantenido constantes en 7%). Más específicamente, el grueso de los cambios se explica por ajustes a los impuestos de las personas naturales, que pasaron de 7.5% a 10.5% en la era Clinton para luego caer hasta 6.7% al final de la presidencia de Bush.¹⁰

De otro lado, no pareciera que la intención del gobierno norteamericano sea desmontar los alivios tributarios que introdujo en la recesión de 2001. Los planes de la Oficina de Presupuesto para reducir el déficit fiscal a la mitad en los próximos cuatro años se basan en reducir el gasto del gobierno, pero sin afectar el gasto en seguridad y sin aumentar los impuestos. Es decir, la reducción se basaría en recortes a los subsidios agrícolas, al gasto en salud y en educación, así como en la eliminación de varios programas y agencias de asistencia social. Incluso si dichos recortes fueran socialmente óptimos, es muy poco

⁹ Los gastos se habrían aumentado al menos otro punto de no ser por la reducción el pago de intereses de la deuda soberana, gracias a que la FED redujo sus tasas de interés seis veces en 2001 y otras seis en 2002, llevando la tasa de préstamos *overnight* de 6.5% a 1%.

¹⁰ Bush introdujo un pequeño alivio en el impuesto a las utilidades de las empresas, pero este sólo redujo los ingresos en medio punto del PIB al pasar de 2% a 1.5%, mientras que los ingresos por impuestos a las importaciones se mantuvieron constantes en cerca de 1%.

probable que una ley en esta dirección sea aprobada en el Congreso.¹¹ Por lo tanto, es difícil esperar una reducción en el déficit fiscal en el futuro próximo, al menos con las políticas que se han delineado hasta ahora.

Aunque el alto crecimiento de la economía norteamericana podría ayudar a aumentar los ingresos tributarios, no es factible que la brecha entre ingresos y gastos se vaya a cerrar por este concepto. Por una parte la brecha es demasiado grande, y a pesar del alto crecimiento en 2004 los ingresos tan sólo fueron 16.7% del PIB frente a un gasto de 20%.¹² Además, los recaudos que provendrían de un mayor crecimiento resultarían afectados porque los recortes en impuestos en 2001 y 2003 fueron mayoritariamente para las rentas altas, y porque el impuesto a las ganancias de capital se redujo a la mitad. Por esta razón, ni siquiera en presencia de ganancias extraordinarias, como las que se presentaron con el *boom* de los noventas, tendría lugar un incremento en los ingresos tributarios como el observado durante esos años.

Además, hay iniciativas que ha planteado el gobierno que afectarían negativamente la situación fiscal. Tal es el caso del llamado impuesto mínimo alternativo (AMT), que podría costar medio punto del PIB, y la privatización parcial de la Seguridad Social, que de acuerdo a algunos análisis podría costar cerca de un punto del PIB cada año.¹³

II. La financiación de los desbalances

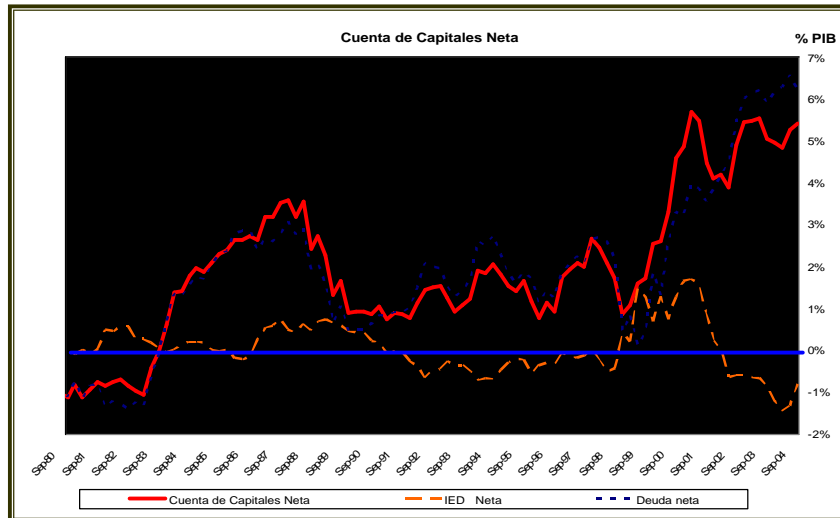
Una vez analizada la naturaleza de los desbalances, el siguiente paso es entender cómo se están financiando. En el **Gráfico 6** se observa que la cuenta de capitales registra una entrada neta de capitales de 6 puntos del PIB, que se explica por una inversión extranjera directa neta (IED) de -1% y por deuda neta (diferente de IED) de 7%.

Gráfico 6

¹¹ El año pasado Bush presentó un proyecto de ley para eliminar 65 programas oficiales con el fin de ahorrar cinco billones de dólares, pero finalmente el congreso sólo aprobó la eliminación de cuatro que permitieron ahorrar doscientos millones. Para este año la idea es eliminar 150 programas que ahorrarían quince billones de dólares.

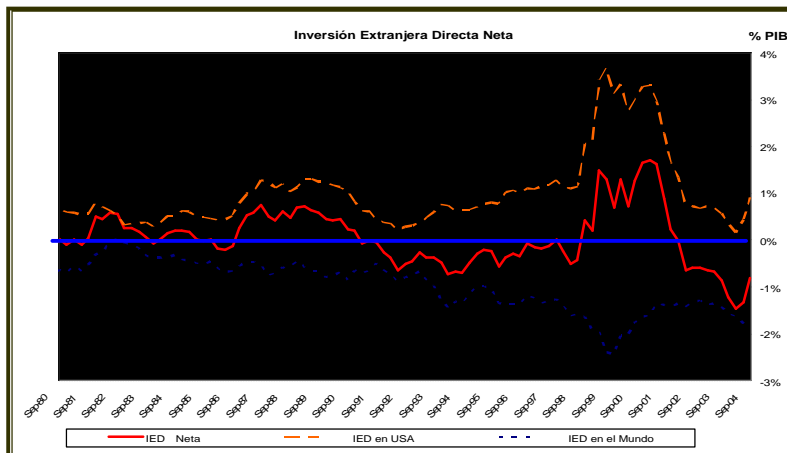
¹² Este nivel de ingresos es tan bajo que sólo es comparable con el que se tenía en diciembre de 1964.

¹³ Un estudio reciente de la FED calcula que tan sólo una quinta parte de las reducciones en el déficit fiscal se verían reflejadas en una reducción del déficit en cuenta corriente.



Dentro de la IED, la correspondiente a extranjeros en Estados Unidos ha caído cerca de cuatro puntos del PIB, al pasar de 4% en septiembre de 1999 a 1% a finales de 2004 (Gráfico 7), mientras que la IED de Estados Unidos en el mundo se ha mantenido alrededor de 1,5% durante el mismo período.

Gráfico 7



Estas cifras muestran, por lo tanto, una importante salida neta de inversión directa. Es decir, que la financiación del déficit en cuenta corriente ya no tiene lugar con inversiones de largo plazo, sino con inversiones de portafolio que son mucho más líquidas y más susceptibles a cambios en las percepciones de riesgo de los agentes.

¿A quién están financiando las entradas de capitales a la economía norteamericana diferentes a IED? Dada la evolución de los balances ahorro - inversión, es obvio que el

comportamiento de la deuda neta se debe principalmente al financiamiento externo neto del sector público (**Gráfico 8**). Entre junio de 1999 y marzo de 2000 el financiamiento neto del sector público aumentó de menos de 2% a 4% del PIB, y posteriormente, entre junio de 2002 y marzo de 2004 aumentó otros dos puntos del PIB, hasta llegar a más de 6%, el nivel al cual se encuentra actualmente.

Ahora bien, a partir del gobierno Bush se observa un cambio en la composición del financiamiento público, el cual dejó de hacerse con papeles de agencias del gobierno, para concentrarse en la colocación de bonos del tesoro (**Gráfico 9**).

Gráfico 8

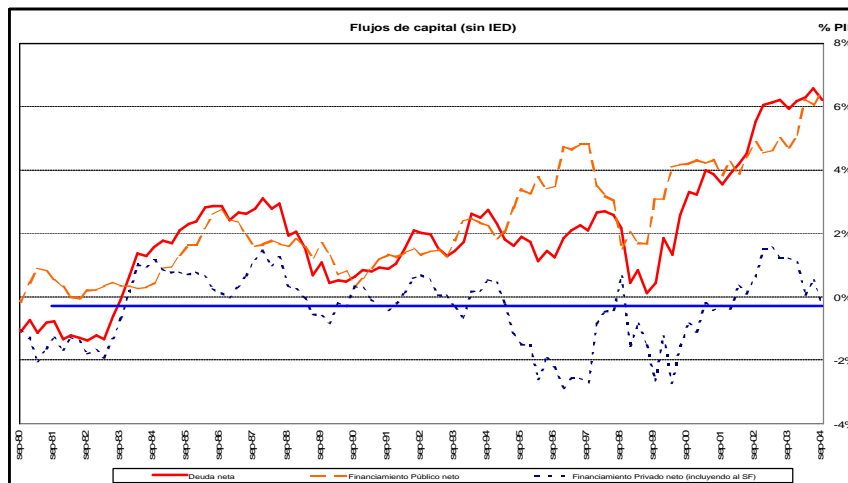
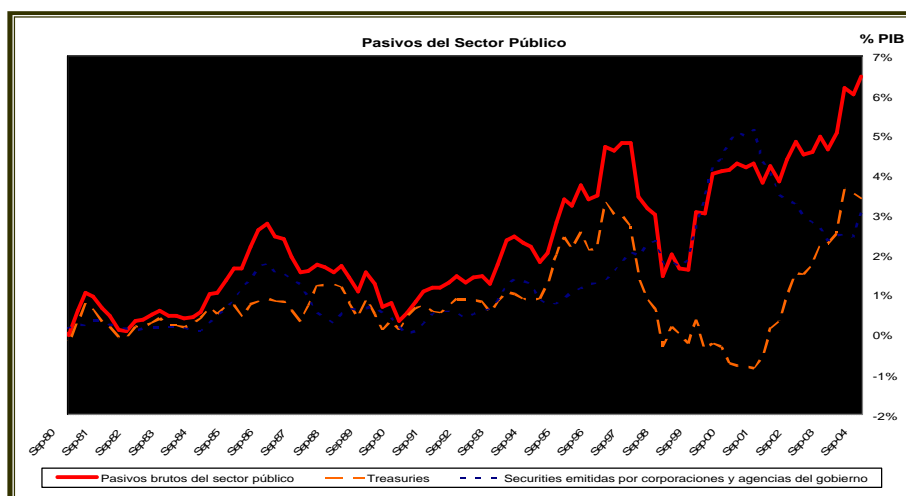
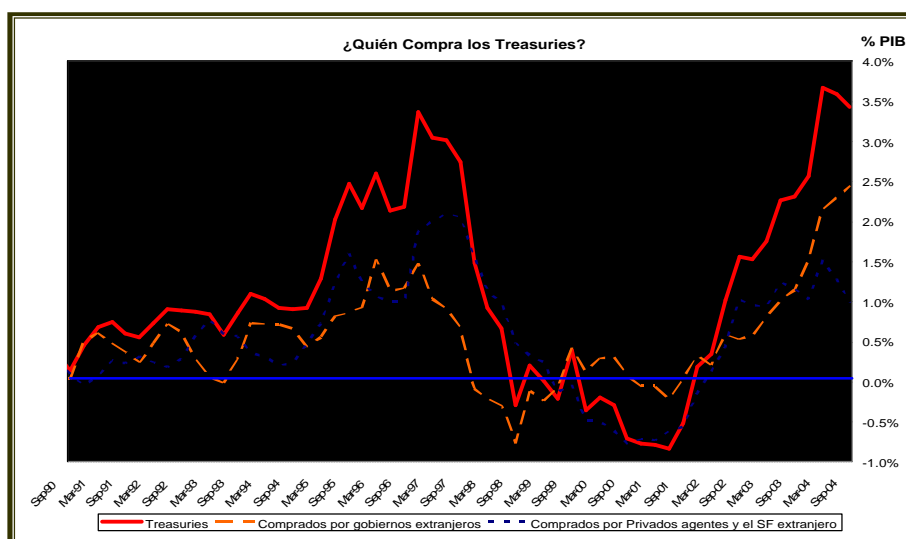


Gráfico 9



La mayoría de estos bonos han sido comprados por los bancos centrales de países extranjeros, que están acumulando reservas en dólares intentando defender sus monedas frente al debilitamiento del dólar (**Gráfico 10**). En 2004 los bancos extranjeros financiaron al menos el 60% del déficit americano, puesto que las reservas denominadas en dólares se incrementaron a nivel mundial 1.8 trillones en dieciocho meses.¹⁴ Aunque aparentemente el sector privado extranjero también ha aumentando sus compras de bonos del tesoro, es posible que en algunos casos estas compras reflejen operaciones de bancos centrales que no compran directamente sus activos sino que contratan a agentes privados para que compren los papeles y elaboren sus portafolios.

Gráfico 10



Es evidente que las inversiones de los bancos centrales no están buscando el mayor rendimiento de los papeles de los Estados Unidos frente a otras alternativas de inversión.¹⁵ Simplemente reflejan la defensa de sus tipos de cambio ya que todos estos países cuentan con muchas más reservas de las que podrían llegar a necesitar, pero a medida que lo hacen

¹⁴ La última adición de un trillón de reservas denominadas en dólares tardó una década, lo que da claros indicios de que hay cambios fundamentales en el funcionamiento reciente de la economía mundial.

¹⁵ Los bancos asiáticos (incluyendo a Japón) son quienes han participado más activamente, al aumentar sus reservas de 1.1 a 1.8 trillones de dólares entre 2002 y 2003. Las de Japón aumentaron US\$ 265 b., las de China US\$ 191b. y las de India en US\$ 52 b.

invierten en papeles que rinden a tasas reales negativas y se exponen a tener gigantescas pérdidas de capital ante mayores depreciaciones del dólar.¹⁶

III. ¿Cuáles son las salidas?

En primer lugar, se debe descartar la idea de que el problema que plantean los desbalances macroeconómicos en Estados Unidos es fácilmente solucionable porque el superávit en servicios podría llegar a contrarrestar el déficit en bienes, o que éste sería compensado por la alta rentabilidad de las inversiones norteamericanas en el exterior. Como se señaló al principio del documento, una simple revisión de los números en cuestión muestra que estas interpretaciones son incorrectas.

De otro lado, la posibilidad de que continúe la compra masiva de bonos del Tesoro por parte de bancos centrales (como Japón, China, y algunas economías emergentes) tampoco parece factible a mediano plazo. De hecho, algunos países como Rusia, Corea del Sur, India, e Indonesia, ya han expresado su deseo de comenzar a diversificar las monedas en las que tienen denominadas sus reservas internacionales. Igual puede ocurrir con otras economías¹⁷. La apropiación creciente de ingresos de exportaciones para ser acumulados como reservas internacionales, al mismo tiempo que pierden valor en forma acelerada, no parece ser un esquema sostenible.

Hay una opinión mayoritaria que el ajuste cambiario no es suficiente, incluso si tiene lugar una apreciación en países que, como la China, han intentado sostener un *hard-peg* con el dólar estadounidense. En este sentido, se requieren otras medidas que muy probablemente involucrarían una desaceleración del crecimiento económico en Estados Unidos. A continuación se revisan los principales argumentos que apoyan esta visión.

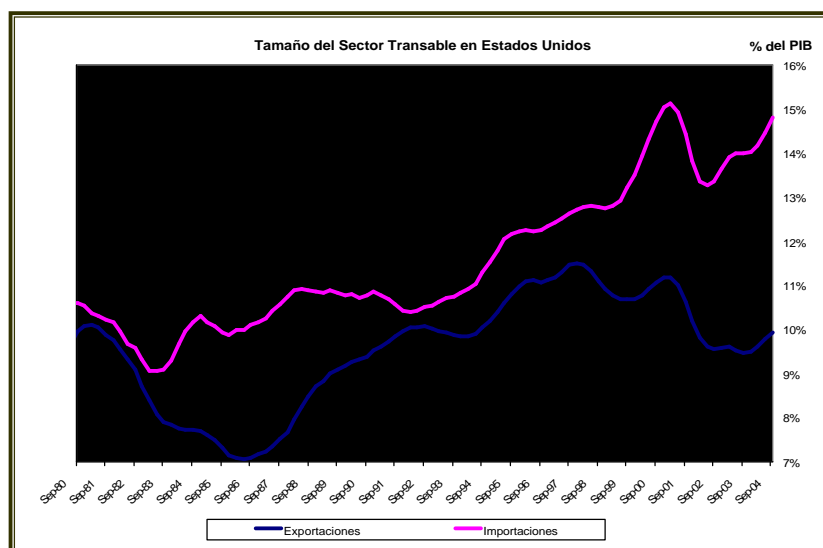
¹⁶ Por eso se dice que Estados Unidos está cerca de hacer el mayor *default* de la historia al borrar con su depreciación de una sola vez algunos trillones de sus pasivos. Esto es porque, a diferencia de los países emergentes como Colombia, este país no sufre del llamado *pecado original* puesto que casi todos sus pasivos se encuentran denominados en dólares.

¹⁷ La tasa de crecimiento de las reservas Chinas continúa aumentando y las compras de activos en dólares son cada año superiores a las del anterior. Sin embargo, se ha reducido la participación de los activos en dólares en el total de las nuevas compras, lo que muestra un deseo de diversificar para evitar pérdidas sustanciales en el valor de sus reservas.

Por una parte, los Estados Unidos son una economía relativamente cerrada, donde el comercio exterior (la suma de las exportaciones y las importaciones) corresponde tan sólo al 25% del PIB (**Gráfico 12**). Por esta razón, se requieren variaciones considerables en la tasa de cambio para lograr ajustes significativos del déficit en la cuenta corriente.

Adicionalmente, se estima que la elasticidad de demanda de las importaciones con respecto al ingreso en los Estados Unidos es significativamente mayor que la elasticidad de demanda de importaciones provenientes de Estados Unidos frente a incrementos en el ingreso del resto del mundo (efecto Houthakker-Magee). En consecuencia, en un escenario en el que Estados Unidos crezca a la misma tasa que sus socios comerciales su déficit comercial tendería a ampliarse¹⁸.

Gráfico 12



Aunque para algunos analistas las implicaciones del efecto Houthakker-Magee no son válidas en términos generales¹⁹, el hecho es que mientras que las exportaciones de Estados

¹⁸ Los pronósticos más recientes sugieren que Estados Unidos continuaría creciendo más rápido que sus principales socios para los próximos dos años.

¹⁹ Es posible que cuando un país crece se incremente la variedad de productos que ofrece, lo que puede en parte mitigar este efecto haciendo que los nacionales consuman más de la producción local e importen menos. Es decir que cuando un país crece más las elasticidades ingreso de las importaciones tienden a hacerse más pequeñas y las de las exportaciones a hacerse más grandes. De lo contrario, en la práctica se vería que todos los países que crecen rápido tendrían que depreciar constantemente sus monedas para evitar ampliaciones indeseables en su déficit comercial.

Unidos se han mantenido alrededor de 10% del PIB desde 1992, las importaciones han crecido desde un nivel similar hasta llegar a 15% en la actualidad (ver **Gráfico 12**). En la medida en que el crecimiento económico en Estados Unidos implique una mayor expansión de las importaciones, automáticamente el déficit tenderá a ampliarse.

Finalmente, vale la pena mencionar que Estados Unidos representa cerca del 35% del PIB mundial, por lo que cualquier reducción en su déficit implica que el resto del mundo debe absorber una parte de la oferta transable. Esto es algo difícil, especialmente si se tiene en cuenta las altas tasas de ahorro de los países asiáticos y el bajo crecimiento de la demanda interna en Europa²⁰. Siendo así, es posible que la reducción del déficit comercial en Estados Unidos vaya acompañada de un menor crecimiento económico global.

Por las anteriores razones, diversos análisis encuentran que si no hay un cambio importante en las tendencias mundiales, el déficit de los Estados Unidos va a continuar ampliándose, el dólar va a seguir debilitándose frente al resto de sus socios comerciales, y los niveles de endeudamiento de la economía norteamericana van a seguir incrementándose.

Para comenzar a cambiar estas tendencias, de acuerdo a la mayoría de los análisis, se requeriría un incremento en los impuestos que permita reducir el déficit fiscal, una mayor depreciación del dólar frente a los socios comerciales de los Estados Unidos que incluya a los países asiáticos, y un incremento de las tasas de interés por parte de la FED hasta llegar al menos a sus niveles históricos (5%). Esto disminuiría la inversión y el consumo de los hogares, y aumentaría el ahorro. En conjunto, estas políticas reducirían el ritmo de crecimiento de la economía norteamericana y, muy probablemente, de la economía global.

Como lo señala Frankel²¹, desde 1980 la economía norteamericana nunca había presentado una combinación de una depreciación real del dólar de más de 5%, acompañada de aumentos superiores a 75 pb. en la tasa de interés de los bonos del Tesoro, a pesar del

²⁰ En Alemania, la economía más importante de la Unión Europea, las exportaciones en 2004 aumentaron 8.2% (representado el 70% de su modesto crecimiento), mientras que su demanda interna se contrajo por segunda vez en tres años.

²¹ Frankel, J. (1999) "The Outlook for US Trade Balance", Mimeo.

cuantioso déficit en cuenta corriente que tuvo la economía en la década de los ochenta. Esto es, en los últimos veinte años la economía de los Estados Unidos nunca tuvo un “aterrizaje forzoso” (*hard landing*). Por el contrario, en 2004 la tasa de cambio real efectiva del dólar (ponderada por socios comerciales) se depreció 8.8% en términos reales, mientras que, entre junio y diciembre, las tasas de los bonos del Tesoro (T-Bills) subieron alrededor de 170 pb.

¿Significa lo anterior que un aterrizaje forzoso tendría lugar en la economía de los Estados Unidos? La experiencia de las economías emergentes, e incluso de algunas economías desarrolladas, muestra que los déficit grandes en cuenta corriente suelen ser un motivo de preocupación (y un disparador de crisis), independientemente de si van acompañados de balances fiscales fuertes (Reino Unido en 1992, México en 1994, o los países asiáticos en 1997), o si los flujos de capital financian inversión y no consumo (como en México). El déficit en cuenta corriente actual en Estados Unidos va acompañado de un deterioro fiscal fuerte, y de flujos de capital que financian consumo y no inversión. Esta no es, por lo tanto, la historia de los ochentas.

Obviamente, a diferencia de esas economías, los Estados Unidos no necesitan defender su tipo de cambio. Además, el dólar todavía constituye la principal moneda de reserva de los bancos centrales del mundo. A pesar de esto, y de que la mayoría de los analistas descartan actualmente una corrección drástica de los desequilibrios (por los graves costos que impondría sobre la economía mundial), no ayuda el hecho de que las decisiones del actual gobierno norteamericano parecen ir en dirección contraria.