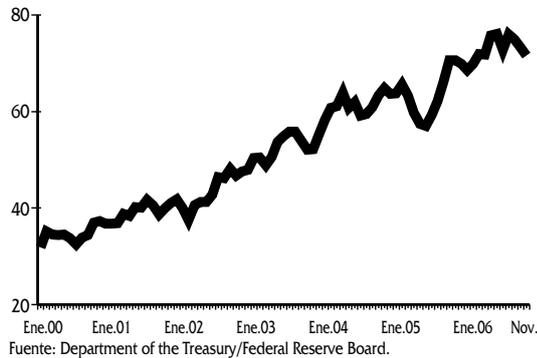


Gráfico 29
ESTADOS UNIDOS: COMPRAS NETAS DE ACTIVOS DE LARGO PLAZO DE NO RESIDENTES
 (Promedios móviles últimos 12 meses, miles de millones de US\$)



40. Cabe señalar que el ajuste del dólar se da en un contexto de fuertes desequilibrios de balanza de pagos en Estados Unidos. En el año 2006, el déficit en cuenta corriente de Estados Unidos sería equivalente a 6,6 por ciento del PBI y continuaría financiándose por las compras de activos en dólares, por parte de extranjeros.

El mercado proyecta una apreciación ligera del dólar para 2007 y 2008 con respecto al euro y otras monedas fuertes, mientras que considera una mayor depreciación con respecto a las monedas de las principales economías asiáticas (yen, yuan y otras). Ello reflejaría la expectativa de una corrección gradual de los desequilibrios en Estados Unidos y, en particular, que el ajuste del dólar se daría básicamente con respecto a las monedas de Asia.

RECUADRO 3
EVOLUCIÓN DEL DÓLAR Y DESEQUILIBRIOS GLOBALES

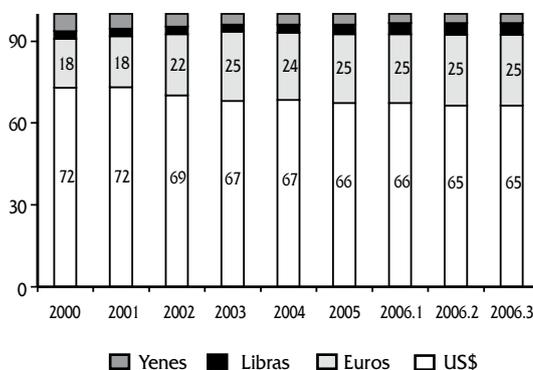
El término “desequilibrio global” hace referencia al mantenimiento sostenido de déficit en cuenta corriente de Estados Unidos que ha llevado a un incremento en su posición deudora. Se estima que, a diciembre de 2006, la posición deudora de Estados Unidos se acercaría a los US\$ 3 billones (equivalente a aproximadamente 25 por ciento del PBI). Como contrapartida, existen países (en particular, China, Japón, Alemania y los países exportadores de petróleo) que tienen superávit y que acumulan títulos norteamericanos.

No existe consenso sobre la magnitud de estos desequilibrios. Algunos autores señalan que la posición deudora se encuentra sobrestimada (Hausman and Sturzenegger, 2006^a), al no incorporar el mayor retorno que Estados Unidos recibe por sus inversiones en el exterior respecto a lo que rinden sus pasivos externos (como por ejemplo los bonos del Tesoro Americano). Otros autores (Caballero 2006^b, Dooley 2003^c) señalan que esta situación es sostenible en el mediano plazo debido a que la demanda por activos en dólares de los países que actualmente presentan alto crecimiento y no tienen

mercados financieros desarrollados se mantendría en el futuro. En contraposición, algunos economistas (Roubini y Setser, 2004^d y Obstfeld y Rogoff, 2005^e) señalan que una depreciación del dólar, junto con un menor gasto interno, sería necesaria para equilibrar la cuenta corriente de Estados Unidos y reducirla a niveles sostenibles. Rogoff y Obstfeld estiman que una depreciación real, de por lo menos 20 por ciento, sería necesaria para corregir los desequilibrios de cuenta corriente.

En la actualidad, alrededor de dos tercios de las reservas internacionales mundiales que se mantienen en monedas, están denominadas en dólares mientras que la participación de activos denominados en euros alcanza 25 por ciento. Por ello, cualquier recomposición significativa de portafolio de los bancos centrales podría afectar la cotización del dólar. Del mismo modo, el monto de bonos del Tesoro Americano en manos de extranjeros alcanza, a octubre de 2006, los US\$ 2 billones, representando aproximadamente la cuarta parte de la deuda pública.

RESERVAS INTERNACIONALES DE BANCOS CENTRALES: COMPOSICIÓN POR MONEDA
 (En porcentajes)



Fuente: FMI (COFER).

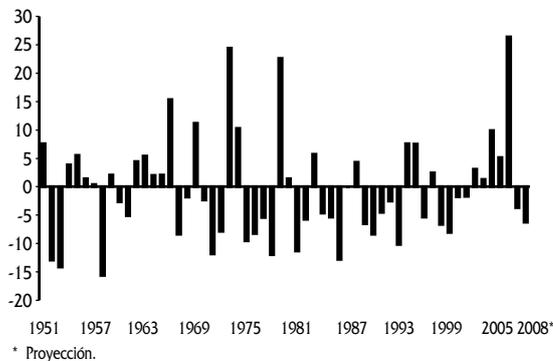
La reducción del déficit de Estados Unidos podría darse de diferentes maneras. Por un lado puede requerir una reducción del gasto (aumento del ahorro) en Estados Unidos y un incremento del gasto (disminución del ahorro) en países con elevado superávit. El ajuste del déficit en cuenta corriente también podría requerir de un ajuste de precios relativos a través de una depreciación del dólar.

Existen otras experiencias en las cuales el dólar se ha depreciado significativamente. En la década de los 80, en un contexto de desequilibrio externo de Estados Unidos, se coordinaron acciones para que Alemania y Japón permitiesen una apreciación de sus monedas. Esta apreciación superó incluso el 50 por ciento, llevando a un nuevo acuerdo (Acuerdo de Louvre) para evitar una apreciación mayor de esas monedas. Diversos analistas consideran que este fue un ajuste ordenado, y poco costoso en términos de producto. Sin embargo, en el caso particular de Japón, la apreciación del yen afectó fuertemente al sector exportador lo que llevó a la aplicación de políticas monetarias expansivas que causaron el desarrollo de una burbuja inmobiliaria y bursátil que se corrigió posteriormente, afectando el crecimiento de Japón en los años noventa.

Referencias:

- a. Hausmann, Ricardo y Sturzenegger, Federico. 2005. "Global imbalances or bad accounting? The missing dark matter in the wealth of nations", copia mimeografiada, Universidad de Harvard.
- b. Caballero, Ricardo; Farhi, Emmanuel y Gourinchas, Pierre-Olivier (2006). "An equilibrium model of global imbalances and low interest rates". MIT Department of Economics, Working Paper No. 06-02.
- c. Dooley, Michael; Folkerts-Landau y Garber, Peter. "An essay on the revived Bretton Woods System". Working Paper 9971, NBER, Setiembre 2003.
- d. Roubini, Nouriel y Setser, Brad. "The US as a net debtor: The sustainability of the US external imbalances". Noviembre 2004.
- e. Obstfeld, Maurice y Rogoff, Kenneth. "The unsustainable US current account position revisited". Junio 2005.

Gráfico 30
TÉRMINOS DE INTERCAMBIO: 1951-2008
(Variaciones porcentuales)

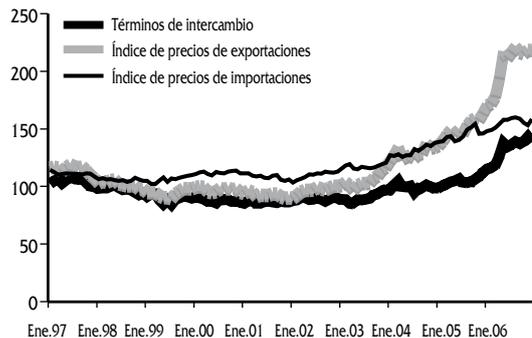


Términos de Intercambio

Luego de registrar el mayor incremento histórico en el año 2006, (26 por ciento) los términos de intercambio tendrían una corrección moderada en 2007 y 2008.

Los mayores precios de exportación en 2006 reflejaron tanto el aumento en la demanda mundial cuanto situaciones que restringieron la oferta de determinados productos, lo cual a su vez provocó una mayor volatilidad en los precios de este mercado. Esta alta volatilidad se presume se mantendrá en el horizonte de proyección 2007-2008. En una perspectiva de largo plazo, se prevé que la entrada en operación de nuevos proyectos incremente la oferta global de materias primas en un entorno de desaceleración gradual de la actividad económica mundial.

Gráfico 31
ÍNDICES DE PRECIOS DE LAS EXPORTACIONES, DE LAS IMPORTACIONES Y DE LOS TÉRMINOS DE INTERCAMBIO (1994=100)



Para 2007, los bajos inventarios generarían presiones al alza en algunos metales básicos (en particular, plomo y estaño), lo que compensaría el menor precio mundial del cobre. El oro, por su condición de activo de reserva, tendría una tendencia al alza debido a la incertidumbre en torno al dólar, mientras que el incremento en el precio del petróleo estaría determinado por el contexto de escasa capacidad instalada ociosa.