

El barómetro llamado dólar

Patricio Arrau
Socio de Gerens S.A.
(columna el Diario 2-11-01)

No es fácil entender lo que ocurre con el tipo de cambio, menos aún si se cruzan los pronósticos de economistas y otros actores del mercado, principalmente los operadores de mesas de dinero. Mientras el análisis de “fundamentales” de los economistas sugiere valores inferiores al actual, el análisis “técnico” de los operadores de mesa puede llegar en algunos casos hasta sugerir \$ 750 por dólar. Ambos enfoques difieren dramáticamente en su aproximación al problema, por lo que es necesario discutir sus diferencias.

Análisis de los economistas

La economía se analiza en su conjunto, donde el tipo de cambio es uno de los precios más importantes. En esta función, el tipo de cambio, ajustado por la inflación externa y la inflación doméstica, llamado tipo de cambio real, representa el precio relativo entre los bienes y productos transables internacionalmente y los que no son transables. Este precio, en general, debe ajustarse hasta equilibrar la oferta y la demanda del mercado de bienes no transables, y cualquier exceso de demanda (o oferta) en los transables internacionalmente se traducirá en un déficit (superávit) comercial. Al agregar el pago a factores externos (intereses por la deuda externa y utilidades de extranjeros) se obtiene el déficit en cuenta corriente o ahorro externo. El nivel del ahorro externo, que también financia parte de la inversión doméstica, es aquel en que tanto los actores económicos internos como los externos están “de acuerdo” que es sustentable en el tiempo. Si el tipo de cambio real está demasiado bajo, en respuesta por ejemplo a una euforia de gasto doméstico alimentado por un “estado de expectativas” optimistas sobre la evolución futura de la economía, el déficit corriente puede exceder el umbral de sustentabilidad y desencadenar una crisis de pagos internacionales. Entre 1995 y 1997 el déficit en cuenta corriente se elevó a 5% del PIB, lo que se considera excesivo. En esas condiciones nos sorprendió la crisis asiática y obligó a un severo ajuste doméstico. En octubre de 1997, la divisa americana alcanzó un valor de \$ 412 por dólar que representó un tipo de cambio real de 75 en el índice base 1986=100. Ello significa que el dólar se encontraba 25% más barato en pesos en octubre de 1997 que en 1986 cuando se corrige por la inflación doméstica y la inflación relevante externa. Era la época de las “tasas de interés altas y el tipo de cambio bajo” que caracterizó nuestra expansión de los noventa, previo a la crisis asiática, con alto acceso a la liquidez internacional. Evidentemente, el valor de 1986 reflejaba la crisis de deuda externa de la región y no es un referente de largo plazo adecuado. Por otra parte, si el tipo de cambio está muy alto, por ejemplo por un deprimido nivel de gasto doméstico alimentado en un “estado de expectativas” pesimista acerca de la evolución futura de la economía, el déficit corriente estará muy bajo en respuesta al desinterés por invertir y a gastar por los agentes económicos. Los economistas debemos inventar un “ficticio” para aproximar este valor de equilibrio sustentable de largo plazo, que se basa en la economía creciendo a su valor potencial, con todas las variables y el “estado de expectativas” alineadas en un régimen

sostenido y sustentable a largo plazo. En Gerens estimamos que el valor de equilibrio de largo plazo es de 89 en el índice de 1986=100, lo que representa un valor entre \$ 600 y \$ 620 por dólar hoy.

Enfoque técnico de los operadores de mesa

El enfoque anterior nos entrega los valores de largo plazo, pero ¿por qué el dólar se aleja de ese valor? Puede alejarse, pero no en forma permanente. El tipo de cambio no sólo es el precio relativo de los bienes transables y no transables, sino también es un componente clave del precio de los activos y pasivos financieros en moneda extranjera, y por lo tanto no sólo es demandado por motivos de transacciones de bienes, sino además por motivo de transacciones y acumulación de riqueza financiera. En este rol, el tipo de cambio se mueve como una acción de la bolsa de comercio, muy nerviosamente. Por ello el valor de largo plazo y el valor contado de mercado pueden diferir. Pero del mismo modo que el valor de una acción no puede alejarse del valor “fundamental” de una compañía (su flujo de utilidades), el dólar tampoco puede desviarse sistemáticamente de su valor de largo plazo. Pero los operadores de mesa, que transan diariamente para ellos y para sus clientes, no pueden confiar de los valores de largo plazo para transar en el corto. Por ello desarrollan técnicas de análisis de “techos” y “pisos” de soporte, combinando los valores estadísticos (volatilidad) de la serie con el “sentir” de esos días respecto a eventos como los sucesos de Argentina. Ellos pueden acertar mejor en el corto plazo, pero siempre es conveniente no olvidarse de los aspectos de largo plazo. El dólar es hoy el barómetro del mal “estado de expectativas” sobre el futuro de la economía. La burbuja del dólar reventará cuando se reanime la demanda doméstica, en respuesta al incremento del empleo y la masa salarial, por una parte, y en respuesta a un mejoramiento en el entorno de la inversión. Bien harían los líderes públicos y privados en concentrar sus esfuerzos en estos dos aspectos domésticos y dejar de hablar sobre la excusa de los sucesos externos.