

Posted on abril 7, 2022

El comienzo del fin de Bretton Woods implica la desdolarización

Como mencioné anteriormente, creemos que la globalización alcanzó su pico en 2008 y que ha ido disminuyendo desde la Gran Recesión. Además, los dos últimos eventos globales – la pandemia y la invasión rusa de Ucrania – han acelerado esta tendencia al exacerbar las preocupaciones de credibilidad de los políticos al lidiar con actores estatales poco amigables. Ya sea que se manifiesten como una escasez de tapabocas hechos en China en Estados Unidos, o Rusia reteniendo sus exportaciones de gas mientras invade territorio europeo, estos problemas están obligando a los gobiernos occidentales a reevaluar los beneficios de la hiperglobalización que ocurrió durante la *Pax Americana*. En otras palabras, se están dando cuenta de que la eficiencia de las cadenas de suministro globales puede no verse compensada por la seguridad y la estabilidad. En general, la redundancia y la confiabilidad de los insumos pueden compensar el costo para los consumidores de precios más altos. Manteniendo todo constante, la globalización es una fuerza deflacionaria, mientras que la desglobalización es una fuerza inflacionaria.

Una conclusión de la desglobalización puede ser la desdolarización, o el colapso del sistema de Bretton Woods en el que Estados Unidos estableció los términos del panorama post Segunda Guerra Mundial, al fijar al dólar en el centro del sistema comercial y financiero global. Las preocupaciones que mencioné antes sobre seguridad, estabilidad, y confianza se encuentran latentes alrededor del mundo. Gobiernos no occidentales también están reevaluando sus intercambios. Específicamente, se están cuestionando lo deseable que es el dólar como moneda de reserva. Como se observa en este gráfico, y a diferencia de la Gran Recesión, varios bancos centrales del mundo fueron vendedores netos de Tesoros estadounidenses durante la pandemia del Covid-19. Este desprecio por los tesoros no estuvo limitado a enemigos como Rusia, sino que se extendió a aliados cercanos como Arabia Saudita, Emiratos Árabes Unidos, y Singapur. Tomando un concepto de la Guerra Fría, incluso naciones no-alineadas como Brasil e India vendieron en vez de comprar bonos estadounidenses. En otras palabras, la demanda por dólares se está disminuyendo alrededor del mundo.

Si bien Putin pudo haber cometido un error grave al invadir Ucrania, es posible que él no haya sido el único que cometió un error de juicio, aunque el suyo haya sido más obvio. Sin embargo, los estadounidenses, europeos, y suizos todos han cometido un error político imprudente, aunque sea uno más sutil que no sea aparente durante muchos años. Al congelar las reservas extranjeras del banco central de Rusia, Occidente anunció al resto del mundo que sus dólares, euros, y francos suizos ya no tenían valor. Cuando el dólar se utiliza como un instrumento de política exterior, es lógico esperar maniobras de defensa.

Por supuesto, la réplica de Occidente sería que este tipo de estatus de paria solo está reservado para “agresores” y “enemigos”. Pero en el mundo de la geopolítica, un amigo en una generación puede ser el enemigo en otra. Dos aliados actuales de Estados Unidos fueron nuestros principales enemigos en la Segunda Guerra Mundial: Alemania y Japón. Ochenta años es mucho tiempo, pero los bancos centrales deberían tener una visión a largo plazo al decidir dónde colocar los superávits de sus países. Otro problema que se avecina sobre la demanda de dólares es el deterioro de la posición fiscal de Estados Unidos. El déficit en gasto fiscal de Estados Unidos alcanzó el 25% del PIB debido a la pandemia. En Europa y China, esas cifras fueron mucho más bajas, 15% y 5%, respectivamente. De acuerdo con los pronósticos del FMI, los déficits estructurales en el país se ubicarán en promedio en 4.9% del PIB hasta 2026, versus 2% antes de la pandemia. Con el paso del tiempo, los déficits presupuestales persistentes reducirán los ahorros y harán que la tasa de interés neutral aumente. Una mayor tasa de interés neutral hará que los rendimientos de los bonos aumenten. Aun cuando este movimiento ha sido dramático este año, deberíamos ver a los rendimientos aumentando durante los próximos años, estando caracterizados por mayores máximos y mayores mínimos. Nada dura para siempre y las tendencias siempre tienden a revertirse. Este gráfico nos muestra que el rendimiento de los tesoros alcanzó su máximo al principio de la década de los 80s en medio del régimen de Paul Volker para combatir la inflación, y han marcado mínimos desde entonces – menores mínimos y menores máximos. ¿Ha terminado este mercado alcista de los últimos cuarenta años? Creemos que esto es probable y debemos posicionarnos para una reversión de esta tendencia similar a la era Reagan.

Ahora, debo aclarar que no estamos afirmando que el dólar va a perder su lugar como la moneda global de reserva de forma repentina. No es fácil reemplazar la moneda de reserva mundial porque hay una cierta inercia a ese estado como consecuencia de efectos de red positivos. El primer lugar del dólar está basado en la fortaleza de la economía estadounidense, la solidez de sus mercados de capitales, y el hecho de que la mayoría del comercio global aún se negocia en dólares. Tal y como lo demuestra este gráfico, el nivel de las reservas en dólares se ha mantenido estable durante los últimos cinco años. De hecho, más del 60% de todas las reservas bancarias extranjeras y el 40% de la deuda mundial están denominadas en dólares. Pero el motivo más importante es que aún no hay otra alternativa. La Unión Europea es como Estados Unidos en términos del tamaño de su economía y la solidez de sus mercados financieros, pero el Continente tiene muchos impedimentos estructurales para lograr el estatus de moneda de reserva, principalmente la falta tanto de una unión fiscal como de un poder militar. Reino Unido y Suiza son muy pequeños como porcentaje del PIB global como para considerar a la libra o al franco como alternativas. El yuan chino es un candidato obvio, pero China también cuenta con problemas, tales como que China mantiene una cuenta de capitales cerrada y que el yuan no es negociado libremente. De hecho, el yuan solo representa el 2% de las reservas mundiales de divisas, a pesar de que China es casi la cuarta parte del PIB mundial. No es sorprendente leer noticias de que los saudíes están negociando con China para definir compras de petróleo en yuanes, y que los rusos estén aceptándolo como medio de pago para sus exportaciones de energía hoy como una forma de evitar sanciones de Occidente. Sí, podría ser prematuro señalar la desaparición del dólar, ya que todavía no seguiré los pasos del áureo romano, el real español, o la libra esterlina hasta que el poder de Estados Unidos disminuya significativamente con respecto a los niveles actuales, y esto no es probable que ocurra pronto.

Pero podríamos ver una situación donde el nivel de reservas en dólares sea equivalente a la realidad geopolítica que mencionamos antes – la primera entre muchas – donde la demanda marginal por dólares se reduce mientras que los bancos centrales continúan asignando menos de sus superávits en Tesoros. En ese sentido, el desarrollo más importante de las últimas semanas puede no haber sido una Segunda Guerra Fría, sino la primera etapa del declive de la hegemonía del dólar.

Si esta tesis es cierta, las tasas en Estados Unidos van a tener que subir para atraer a más compradores, a medida que lucen más baratos. La burbuja de activos más probable, entonces, no está en el mercado de acciones, sino en el mercado de bonos soberanos, donde los rendimientos reales siguen siendo negativos a pesar de la reciente venta masiva. A medida que las tasas de interés aumenten, los inversionistas van a querer tener activos reales: propiedades en arriendo, empresas con altos dividendos, terrenos, productos básicos agrícolas y metales industriales. Sectores de la economía “antiguos” como la industria, energía (tanto hidrocarburos como renovables), minería, y servicios públicos. A medida que los bancos centrales del mundo compran y repatrian todo el oro que pueden, los inversionistas tampoco van a querer interferir en esa tendencia. El metal precioso tiene el valor adicional de ser una protección geopolítica atractiva y un activo de mejor rendimiento durante los periodos de mayor inflación y bajo crecimiento. Tener bonos del gobierno chino también es una opción atractiva dado que, en nuestra opinión, sigue siendo el mercado de bonos más atractivo del mundo. Entre más comercio y reservas se den en yuanes, debería mantenerlos bien demandados y con un carry atractivo. Imagínense si los flujos hacia ese mercado si las reservas globales aumentarán del 2% actual a 5% o incluso 10%. Estos niveles parecen conservadores en un mundo donde Estados Unidos ha convertido al dólar en un arma, y otros países han tomado nota.



Ahmed Riesgo – Insigneo’s Chief Investment Officer

Mr. Riesgo oversees all the company’s research and investment functions. This includes investment strategy, devising and implementing the firm’s global market views and asset allocation, communicating them to its clients and the public, and managing the firm’s model portfolios. In addition, he is the Chairman of the Insigneo Investment Committee.