

# Comentario Económico del día

Director: Sergio Clavijo  
Con la colaboración de Nelson Vera

Abril 3 de 2013

## Monedas duras y expansiones cuantitativas: ¿La venganza del dólar?

El período de Gran Recesión (2007-2013) ha desatado una gran volatilidad cambiaria a nivel global. La abundancia de liquidez global, por cuenta de los programas de inyecciones de liquidez del FED, del BCE y ahora del Banco Central del Japón (BoJ) ha generado una verdadera “guerra de monedas”, cada cual buscando debilitarse frente a sus competidores para así defender sus balances comerciales externos.

En las primeras etapas de la crisis, Anif mencionaba que bastaría un 15-20% de depreciación real del dólar frente a las monedas duras (euro, yen, yuan) para alcanzar un nuevo equilibrio monetario global (ver *Comentario Económico del Día* 17 de septiembre de 2009). El cuadro adjunto da cuenta de la ocurrencia de una devaluación real ponderada del 24% del dólar frente a dichas monedas durante 2007-2011.

La teoría económica (*expenditure switching-reduction*) indica que la crisis fiscal de la Zona Euro (2009-2011) debería haber generado una gran devaluación del euro frente al dólar (ver *Comentario Económico del Día* 6 de septiembre de 2011). Ello sólo ocurrió temporalmente durante 2011, cuando ésta se ubicó en el rango US\$1.25-1.30/€. Cuando el BCE se embarcó en la guerra de monedas durante 2012-2013, se vieron cotizaciones algo locas de US\$1.35-1.40/€, que de perdurar generarían mayores déficits comerciales y contracciones del PIB-real de esa región.

En efecto, en los inicios del 2013, el euro llegó a bordear los US\$1.4/€, generando nuevos déficits externos, especialmente en Francia, España e Italia. Sólo recientemente, a raíz del “corralito” instalado en Chipre en marzo de este año, el mundo financiero ha vuelto a percatarse de la gravedad financiera de la Zona Euro, llevándola nuevamente al umbral de los US\$1.3/€. Anif ha venido pronosticando que la relación dólar-euro debe perfilarse hacia el 1.25-1.3 si dicha zona quiere evitar mayores contracciones en su PIB-real, respecto del -0.6% que se pronostica para el 2013 (ver *Comentario Económico del Día* 30 de septiembre de 2010).

Por el momento, el mercado de capitales internacional le ha otorgado el beneficio de la duda al euro, escuchando la promesa del BCE: “hacer todo lo necesario para salvar al euro”. Pero la verdad es que el sector real de la Zona Euro está en mal estado, con niveles de desempleo promedio del 12% (y llegando al 26% en España e incluso al 60% en el caso de los jóvenes). Aunque España e Italia, y en menor medida Francia, empiezan a dar algunas señales de reducciones en sus “costos laborales unitarios”, para volverse más competitivos, esos mercados requieren de una devaluación real más significativa para lograr ser competitivos frente a Estados Unidos y Asia.

En el caso de Japón, la solución a sus problemas estructurales (deflación y crecimiento cuasi-nulo) no son fáciles de instrumentar. Japón tiene una combinación fatal hacia el futuro: población añeja, elevadas obligaciones en seguridad social y una deuda pública que ya bordea el 220% del PIB. Por estas razones,

Continúa

Director: Sergio Clavijo  
Con la colaboración de Nelson Vera

la apreciación reciente del yen frente al dólar luce casi como “suicida”, pasando de ¥116/US\$ a ¥80/US\$ durante 2006-2012. Por esta razón, la nueva Administración de Shinzo Abe ha persuadido al BoJ para que adopte políticas más agresivas para intentar devaluar el yen y fijar una meta de inflación del 2%. El mercado le ha dado algo de credibilidad a dichas políticas, experimentándose una devaluación del 30% en los últimos meses, al alcanzar cotizaciones en el rango ¥94-96/US\$.

Finalmente, China ha continuado con su política de aceptar una lenta apreciación del Yuan, llegando recientemente a romper el récord histórico de Y6.2/US\$. En este caso de China, sus defensas han sido incrementar su productividad multifactorial, aunque la presión de costos salariales es cada vez más exigente.

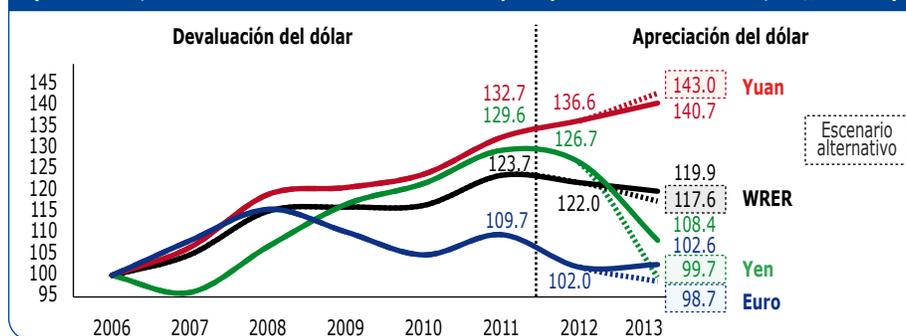
El cuadro adjunto permite definir dos períodos en la “guerra de monedas”. En la primera fase (2007-2011) el dólar acumuló devaluaciones reales del 24%, pero durante la segunda fase (2012-2013) hemos asistido a un fortalecimiento del dólar, gracias a sus mejores perspectivas en su sector inmobiliario y energético (auge del *shale gas-oil*). Esta fortaleza relativa de EE.UU. ha representado una apreciación real del dólar de casi 5 puntos porcentuales durante 2012-2013 (abril). Si nuestro pronóstico frente al euro resultara correcto, y éste llegara a US\$1.25/€ (en promedio), y el BoJ tuviera éxito en llevar el yen a ¥100/US\$, entonces el dólar podría estarse fortaleciendo otro punto adicional al finalizar el 2013, cerrando en una devaluación neta del 18% durante 2006-2013 (ver gráfico adjunto).

**Cuadro 1. Tasa de cambio promedio real del dólar (Índice WRER)**  
(2006 = 100, usando canasta de monedas de los tres principales socios comerciales)

| Promedio año         | Unión Europea        |                           | Japón               |                           | China                |                           | WRER  |
|----------------------|----------------------|---------------------------|---------------------|---------------------------|----------------------|---------------------------|-------|
|                      | dólar/euro (nominal) | ITCR Bilateral (2006=100) | yen/dólar (nominal) | ITCR Bilateral (2006=100) | yuan/dólar (nominal) | ITCR Bilateral (2006=100) |       |
| <b>Ponderaciones</b> | <b>36%</b>           |                           | <b>22%</b>          |                           | <b>42%</b>           |                           |       |
| 2006                 | 1.26                 | 100.0                     | 116.34              | 100.0                     | 7.97                 | 100.0                     | 100.0 |
| 2007                 | 1.37                 | 108.3                     | 117.79              | 96.1                      | 7.61                 | 106.7                     | 105.0 |
| 2008                 | 1.47                 | 115.7                     | 103.37              | 106.9                     | 6.95                 | 119.2                     | 115.2 |
| 2009                 | 1.39                 | 110.3                     | 93.60               | 116.9                     | 6.83                 | 120.8                     | 116.2 |
| 2010                 | 1.33                 | 104.9                     | 87.73               | 121.8                     | 6.77                 | 124.0                     | 116.6 |
| 2011                 | 1.39                 | 109.7                     | 79.70               | 129.6                     | 6.46                 | 132.7                     | 123.7 |
| 2012                 | 1.29                 | 102.0                     | 79.80               | 126.7                     | 6.31                 | 136.6                     | 122.0 |
| 2013 abril           | 1.29                 | 102.5                     | 95.26               | 104.3                     | 6.21                 | 139.7                     | 118.6 |
| 2013 (promedio)      | 1.30                 | 102.6                     | 92.00               | 108.4                     | 6.20                 | 140.7                     | 119.9 |
| 2013 (alternativo)   | 1.25                 | 98.7                      | 100.00              | 99.7                      | 6.10                 | 143.0                     | 117.6 |

Fuente: cálculos Anif con base en Bloomberg y FMI.

**Gráfico 1. Tasa de cambio promedio real del dólar (Índice WRER)**  
(2006 = 100, usando canasta de monedas de los tres principales socios comerciales; US\$/moneda)



Fuente: cálculos Anif con base en Bloomberg y FMI.