

# Comentario Económico del día

Director: Sergio Clavijo  
Con la colaboración de Nelson Vera

Enero 21 de 2015

## Normalización monetaria y su efecto sobre las “monedas duras”

El período pos-crisis financiera (2009-2015) se ha caracterizado por elevadas volatilidades cambiarias a nivel global. En las primeras etapas de la crisis (2009-2012), las inyecciones de liquidez por parte de los principales Bancos Centrales de los países desarrollados generaron una verdadera “guerra de monedas”, cada cual buscando debilitar su moneda para así defender sus balances comerciales externos.

En ese entonces, 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* septiembre 17 de 2009). En efecto, el dólar logró devaluaciones reales (ponderadas) cercanas al 24% durante 2007-2011, en donde las inyecciones de liquidez del Fed de los Estados Unidos (QE I a III) superaron los esfuerzos contra-cíclicos del Banco Central del Japón (BoJ) y del Banco Central Europeo (BCE). Este último se ha resistido a emprender programas formales de compra de bonos-soberanos durante el horizonte 2007-2014, pero los riesgos de deflación de 2015 están poniendo cada vez más presión sobre el BCE.

En buena medida, esos mayores impulsos monetarios (junto con el saneamiento temprano de su sistema financiero) han implicado recuperaciones más dinámicas en los Estados Unidos durante 2013-2015. En efecto, se espera que Estados Unidos se expanda a tasas del 3.3% durante 2015 (por encima del 2.5-3% potencial), habiendo prácticamente alcanzado sus niveles NAIRU del 5.5% en su tasa de desempleo. Por el contrario, Japón y La Zona Euro apenas se expandirían a tasas cercanas al 1.5% en 2015, completando mediocres rebotes frente al 0.2-0.9% que lograron en 2014. Dichas divergencias en las recuperaciones económicas han implicado posturas diferentes en el afinamiento de la política monetaria, derivando en una nueva oleada de fortalecimiento del dólar. Veamos esto con algún detalle.

En la Zona Euro, el BCE ha estado constantemente “detrás de la curva” en lo concerniente a estímulos monetarios, producto de la reticencia alemana frente a las compras de bonos soberanos. Ello implicó un euro relativamente fuerte en niveles de US\$1.3-1.4/€ durante 2011-2013, restándole competitividad a su economía, precisamente en la peor etapa de la crisis de deuda europea. Hubo que esperar hasta inicios de 2015 para que el BCE (ya contra las cuerdas) se embarcara en un programa formal de expansión cuantitativa, cuya magnitud es aún incierta, tras los fracasos de sus LTROs y T-LTROs. La mera expectativa de dichos estímulos ha llevado al euro a valores de US\$1.16-1.17/€, completando devaluaciones del 15% desde mediados de 2014.

En el caso de Japón, el BoJ ha venido implementando un vigoroso programa de compra de activos durante 2013-2015 (inyectando el equivalente a US\$700.000 millones/año en su economía), bajo el liderazgo de la Administración del Primer-Ministro Abe. Con ello se han logrado: i) debilitamientos del yen hacia niveles de ¥110-115/dólar actualmente (+38% vs. los ¥80/dólar de 2012), aunque su efecto positivo sobre las cuentas externas ha sido contrarrestado por las importaciones de energía (ante el desastre nuclear en su planta de Fukushima en 2011); y ii) saltos hacia inflaciones positivas del orden del 2% (frente al -0.3% de años anteriores). Sin embargo, ello ha sido insuficiente para revivir su economía, dados sus lastres coyunturales (los aumentos en su impuesto a las ventas, implicando contracciones económicas del -2% a mediados de 2014) y estructurales (población ajeja, elevadas obligaciones en seguridad social y una deuda pública que ya bordea el 220% del PIB).

Continúa

Director: Sergio Clavijo  
Con la colaboración de Nelson Vera

En cambio, el Fed de Estados Unidos culminó sus compras de activos-financieros en octubre de 2014, donde un considerando importante fueron las preocupaciones por burbujas de activos, más que los riesgos de inflación, ahora más contenidos por el desplome de los precios del petróleo. De esta manera, el Fed luce preparado para iniciar el ciclo de alzas moderadas en su tasa de interés hacia mediados de 2015, probablemente llevándola hacia niveles del 1.25% a finales de 2016 y hacia un 2.5% para finales de 2017.

Finalmente, el Banco Central de China ha propinado algunos “sustos” de devaluación sobre el yuan, con el fin de purgar algunos excesos en sus mercados de derivados, donde el mercado venía apostándole a las apreciaciones graduales (pero persistentes) del yuan evidenciadas durante 2006-2013, ver *Comentario Económico del Día* marzo 13 de 2014.

En el cuadro adjunto se observa cómo todos estos acontecimientos han derivado en apreciaciones reales del dólar del 6% durante 2011-2014. Si nuestro pronóstico frente al euro resultara correcto, y este llegara a US\$1.10-1.15/€ en 2015 (en promedio), y el BoJ tuviera éxito en mantener el yen en sus niveles actuales de ¥115-120/US\$, entonces el dólar podría estarse fortaleciendo otros 6-8 puntos adicionales al finalizar 2015, cerrando en una devaluación neta del 10% durante 2006-2015 (ver cuadro y gráfico adjuntos). En síntesis, nótese entonces cómo tras el éxito “devaluacionista” del dólar frente a las monedas fuertes, durante 2007-2012 (+20% real), ahora su recuperación económica lo perfila hacia “perder” cerca de 10pps reales, durante 2013-2015, pero manteniendo un “colchón” de competitividad cercano a la mitad de lo que había ganado (los remanentes 10pps reales).

**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	116.3	100.0	7.97	100.0	100.0
2007	1.37	108.3	117.8	96.1	7.61	106.8	105.0
2008	1.47	115.7	103.4	106.9	6.95	119.2	115.3
2009	1.39	110.4	93.6	116.9	6.83	120.8	116.2
2010	1.33	105.0	87.7	121.8	6.77	123.9	116.6
2011	1.39	109.7	79.7	129.6	6.46	132.6	123.7
2012	1.29	102.1	79.8	126.8	6.31	136.6	122.0
2013	1.33	105.1	97.6	102.5	6.15	141.9	120.0
2014	1.33	103.9	105.6	95.8	6.16	142.4	118.4
2015	1.15	89.7	115.0	88.3	6.20	142.9	111.8
2015 (alternativo)	1.10	85.8	120.0	84.7	6.25	141.7	109.1

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.