

Comentario Económico del día

Director: Sergio Clavijo
Con la colaboración de Nelson Vera

Octubre 6 de 2011

Dólar y monedas duras: ¿Hacia un nuevo equilibrio-estable?

El período de la Gran Recesión (2007-2011) ha desatado una gran volatilidad cambiaria a nivel global. Si bien el dólar continúa operando como moneda de “reserva internacional” (con tenencias del 60-65% dentro de los activos internacionales de los bancos centrales), los graves problemas financieros y fiscales de los Estados Unidos le están drenando su credibilidad. La abundancia de liquidez, tras dos grandes episodios de inyección por parte de la FED, han generado una “guerra de monedas”, cada cual buscando debilitarse frente a su competidor para evitar un encarecimiento de sus exportaciones.

En las primeras etapas de la crisis, se postulaba la hipótesis de que bastaría un 15-20% de depreciación real del dólar frente a las monedas duras (euro, yen, yuan) para alcanzar un nuevo punto de 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 dólar frente a dichas monedas del orden del 17% durante 2007-2009.

Durante la segunda etapa de la actual crisis (2009-2011) se presentó una paradoja: a pesar de que la Zona euro ha experimentado un cuasi-colapso por los serios problemas de insostenibilidad fiscal de la periferia (Grecia, Irlanda y Portugal), la relación dólar-euro pasó de 1.35 a bordear los 1.45, reflejando mayor debilidad del dólar. Esto ha beneficiado el crecimiento exportador de Estados Unidos y afectado negativamente el de Europa (incluyendo a Alemania).

En el caso del Japón, sus perspectivas estructurales no lucen nada bien. La última década se ha caracterizado por un sistema financiero postrado (amenazado constantemente por la deflación) y un lánguido crecimiento del 1% anual. Claramente el reciente terremoto agravó su sector productivo. Japón tiene un combinación fatal hacia el futuro: población añeja, elevadas obligaciones en seguridad social y una deuda pública que ya bordea el 230% del PIB. ¿Por qué habría alguien de pensar que ello debe ser compatible con una apreciación frente al dólar? Pues bien, eso es lo que ha continuado ocurriendo, llevándolo de ¥116/US\$ a ¥76/US\$ durante 2006-2011 (octubre), dados los problemas del dólar.

El mundo clama entonces por una nueva canasta de monedas, donde el Yuan entre a jugar el papel que le corresponde, tras haber estado creciendo a ritmos del 9% anual durante los últimos 30 años. Ello puede

Continúa

Director: Sergio Clavijo
 Con la colaboración de Nelson Vera

ocurrir por dos vías: i) el debilitamiento secular del dólar y del yen (por las razones ya explicadas); y ii) la habilitación de una nueva canasta de referencia en el FMI (SDRs), proveyéndole impulso como moneda de reserva al Yuan.

La pregunta del momento es: ¿Cuánta más devaluación puede aguantar el dólar frente a dicha canasta sin arriesgar su “credibilidad” como moneda de reserva? El cuadro adjunto nos señala que, a la fecha, la tasa ponderada del dólar ya registra una devaluación del 25% real, superando el 15-20% de la hipótesis de inicios de la crisis. Debilitamientos adicionales del dólar no sólo arriesgan el problema de credibilidad antes mencionado, sino también riesgos de inflación de costos por la vía de la transmisión cambiaria, en momentos en que la inflación total bordea el 3.8% anual.

Si los “fundamentales” se lograran imponer, en medio de tantos “espíritus animales”, el sentido común indicaría que el yen debe perfilarse hacia niveles de ¥83-85/US\$ (frente al actual ¥75-77/US\$); el euro debería ir hacia el US\$1.25-1.3/€ (respecto al actual US\$1.33-1.35/€); y el yuan debería perfilarse hacia CNY6-6.1/US\$ (frente al actual CNY6.4/US\$).

De consolidarse este escenario hacia finales del 2012, el dólar estaría manteniendo su posición relativa actual. Esto implicaría mantener una favorable depreciación real del dólar frente a dicha canasta del orden del 24%, pero sin perder credibilidad como moneda de reserva. El reciente debilitamiento del componente especulativo de los metales preciosos (con caídas hacia los US\$1,600/onza-troy en oro y también de la plata) probablemente estén anticipando que un salvataje adicional de la Zona euro compraría un equilibrio de este tipo. Sin embargo, nada de esto está garantizado, pues todos sabemos que complementar la “unión monetaria” con una “unión fiscal” luce como una tarea política casi imposible, bajo las actuales circunstancias.

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

	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)	
Ponderaciones	36%		22%		42%		
2006	1.26	100.0	116.34	100.0	7.97	100.0	100.0
2007	1.37	107.7	117.75	95.6	7.61	107.3	104.9
2008	1.47	116.6	103.36	108.6	6.95	119.6	116.1
2009	1.44	113.1	92.40	117.2	6.83	120.2	117.0
2010	1.34	105.4	81.31	130.4	6.60	128.1	120.4
2011 (oct)	1.36	106.2	76.45	134.1	6.39	135.6	124.7
2011	1.30	101.3	82.00	121.7	6.20	143.4	123.5
2012	1.25	98.0	85.00	116.1	6.00	151.3	124.4

Fuente: cálculos Anif con base en FED.