

Evolución de los tipos de cambio efectivos reales desde la Gran Recesión

La devaluación del yuan chino del pasado mes de agosto respondió, en parte, a la revalorización acumulada en los últimos años. Y es que la moneda china, junto con el franco suizo, son las que han experimentado una mayor apreciación desde la Gran Recesión. En sentido contrario, varias divisas de economías emergentes se han depreciado intensamente. En este artículo analizamos la evolución de los tipos de cambio efectivos reales (TCER) publicados por el BIS.

Nereida González

Desde la Gran Recesión, la mayoría de economías ha pretendido recurrir al sector exterior como motor de crecimiento ante la debilidad de la demanda interna. Esto se observa en la evolución que han seguido los tipos de cambio efectivo reales (TCER) de las diferentes economías. Estos miden el precio relativo de dos cestas de bienes: es un indicador de competitividad entre dos países. Como lo interesante en realidad es observar esa competitividad frente a un conjunto de países, es frecuente utilizar los TCER, que ponderan las divisas en función del peso del país correspondiente en el comercio internacional.

La excepción en el intento de recurrir a la demanda externa como vía de crecimiento ha sido China. Sus autoridades eran conscientes del margen de avance del consumo de las familias, cuyo peso sobre el PIB (40%) era uno de los más bajos del mundo, contrastando con el 55% del área euro, por ejemplo. El riesgo más habitual de un modelo de crecimiento vía consumo de las familias es el repunte de la inflación. Tenía sentido, por tanto, que se «permitiera» una apreciación de la moneda, sobre todo si servía para responder a quienes acusaban a China de tener una moneda infravalorada. Desde entonces, el yuan se ha apreciado de forma significativa.



istock/Thinkstock.

Según los TCER que publica el Banco de Pagos Internacionales (BIS, por sus siglas en inglés), la divisa china acumula una revalorización del 40% desde 2008. Pero parece que las autoridades económicas ya no están dispuestas a tolerar una mayor apreciación de la divisa, que ha coexistido con un crecimiento diferencial de los costes laborales unitarios frente a los de sus principales competidores comerciales. Por ello, en agosto, asistíamos a una devaluación del yuan en un intento de que la divisa siga las tendencias del mercado y tienda a su nivel natural.

Suiza es la otra economía que ha tenido que enfrentarse durante estos siete años a una apre-

COBROS Y PAGOS



OPTIMICE SUS PROCESOS FINANCIEROS A TRAVÉS DE UNIVÍA

SU TIEMPO ES ORO

UNIVÍA AGILIZA SU TIEMPO

UNIVÍA ES ORO PARA SU NEGOCIO

Internet es ya una herramienta de optimización y mejora en los procesos diarios **reduce costes, tiempos y espacios de trabajo**, además de permitir un seguimiento inmediato de cualquier operación.

UnVía, el servicio online de Unicaja, le ofrece un salto de calidad en las dos gestiones más comunes y necesarias de su negocio: **COBROS y PAGOS**.

Algunas de las múltiples herramientas que ofrece:

COBROS

- Servicio de Remesas de Recibos (cuaderno 19)
- Servicio de Cuentas de Bando

PAGOS

- Servicio de Remesas de Transferencias (cuaderno 34)
- Servicio de Emisión de Pagos por cuenta corriente



ciación del TCER, en su caso, de un 21%. Como respuesta, entre septiembre de 2011 y enero de 2015, su banco central intentó poner freno a la revalorización, pero los efectos colaterales (aumento del riesgo del balance del SNB) hacían recomendable finalizar con esta política y dejar fluctuar libremente la cotización del franco. Las consecuencias económicas de permitir un tipo de cambio libre han sido claras: perspectivas de escaso crecimiento del PIB y vuelta a la deflación.

Salvando el yuan y el franco suizo, prácticamente el resto de monedas relevantes han experimentado una caída del TCER, si bien no de forma sincronizada. El dólar se depreció un 15% desde 2008 hasta mediados de 2011, lo que sin duda sirvió de estímulo al crecimiento del PIB, permitiendo un claro mejor comportamiento relativo. Desde entonces, y a medida que se comenzaba a pensar en un inicio de la normalización de las condiciones monetarias de la Reserva Federal, el TCER del dólar se ha apreciado. Y lo ha hecho por una magnitud similar, por lo que se sitúa en los mismos niveles que en 2008.

Por su parte, el euro acumula una depreciación del 18%, pero su pérdida de valor ha sido más reciente (desde 2013), lo que sin duda ha provocado que la recesión de 2010 – 2012 haya sido, al menos en los países periféricos, mucho más acusada al tener que soportar la fortaleza del euro.

Sin duda, los países que han experimentado una mayor depreciación de sus monedas han sido los emergentes. Especial consideración a Brasil o Rusia, cuyas monedas son un 26% más débiles en términos reales, Colombia (un 33%) o Polonia (un 21%). Cabría esperar que, tarde o temprano, estas economías fueran capaces de aprovechar esta depreciación del tipo de cambio efectivo real y conseguir un mayor crecimiento económico impulsado por la demanda externa.

Su principal riesgo es que esta debilidad de las monedas provoque un repunte de la inflación que presione a sus respectivos bancos centrales a ele-

ÍNDICES AFI FONDOS DE INVERSIÓN (%)

| | Rentabilidades a | |
|----------------------------------|------------------|------|
| | Junio | 2015 |
| FI Inmobiliaria | 0,4 | 0,3 |
| Monetarios Euro | 0,0 | 0,0 |
| RF Corto Euro | -0,5 | -0,2 |
| Monetarios Internacional | -0,6 | 8,3 |
| Retorno Absoluto Conservador | -0,6 | 1,1 |
| Garantizado rendimiento fijo | -0,7 | -0,5 |
| Gestión Alternativa | -1,2 | 2,6 |
| RF Mixta Internacional | -1,4 | 2,3 |
| RF Mixta Euro | -1,4 | 1,9 |
| Materias primas | -1,4 | -0,7 |
| Fondos de Inversión Libre | -1,6 | 6,4 |
| Garantizado rendimiento variable | -1,6 | 1,3 |
| Gestión Global | -1,9 | 5,1 |
| RV Emergentes Latinoamérica | -2,0 | 0,1 |
| RF Largo Euro | -2,0 | -0,8 |
| RF Corto Plazo USD | -2,0 | 7,7 |
| RF Internacional | -2,0 | 3,9 |
| RF High Yields | -2,0 | 4,4 |
| RF Emergentes Corporate | -2,1 | 5,3 |
| Monetarios USD | -2,1 | 8,7 |
| RV Mixta Internacional | -2,3 | 5,8 |
| RV Mixta Euro | -2,3 | 7,0 |
| RV Japón | -2,5 | 22,0 |
| Garantizado parcial | -2,5 | 4,5 |
| RF Convertibles | -2,5 | 6,2 |
| RF Emergentes | -2,8 | 4,6 |
| RF Largo Plazo USD | -2,9 | 8,1 |
| RV Emergentes MENA | -3,2 | 6,9 |
| RV EEUU | -3,2 | 8,7 |
| RV España | -3,3 | 9,3 |
| RV Euro | -3,4 | 13,6 |
| RV Internacional | -3,9 | 9,9 |
| RV Europa | -4,1 | 15,4 |
| RV Sectores Crecimiento | -4,1 | 13,2 |
| RV Sectores Defensivos | -4,4 | 8,2 |
| RV Emergentes Global | -4,5 | 10,3 |
| RV Emergentes Asia y Oceanía | -5,3 | 14,6 |
| RV Emergentes Europa del Este | -5,8 | 12,3 |
| RV Materias Primas | -6,9 | 3,0 |

Fuente: Afi.

var los tipos de interés. Los casos de Rusia, Brasil y, más recientemente, Perú son claros. Pero si consiguen evitar el repunte inflacionista, las ganancias de competitividad deben permitir que el crecimiento económico sea mayor en el medio plazo. Creemos que esto será especialmente así en México que, con una depreciación acumulada del 20% desde 2008, se verá beneficiado del crecimiento económico de Estados Unidos.

COBROS Y PAGOS



OPTIMICE SUS PROCESOS FINANCIEROS A TRAVÉS DE UNIVÍA

SU TIEMPO ES ORO

UNIVÍA AGILIZA SU TIEMPO

UNIVÍA ES ORO PARA SU NEGOCIO

Internet es ya una herramienta de optimización y mejora en los procesos diarios **reduce costes, tiempos y espacios de trabajo**, además de permitir un seguimiento inmediato de cualquier operación.

Univía, el servicio online de Unicaja, le ofrece un salto de calidad en las dos gestiones más comunes y necesarias de su negocio: **COBROS y PAGOS**.

Algunas de las múltiples herramientas que ofrece:

COBROS

- Servicio de Remesas de Recibos (cuaderno 19)
- Servicio de Cuentas de Bando

PAGOS

- Servicio de Remesas de Transferencias (cuaderno 34)
- Servicio de Emisión de Pagos por cuenta corriente



Ahora bien, no siempre existe una relación entre la ganancia de competitividad y el crecimiento económico, como demuestra el caso de Japón. El yen acumula una depreciación en términos reales del 15%, pero el avance del PIB ha decepcionado. Las medidas de Shinzo Abe para sanear las cuentas públicas han sido insuficientes. Esto lo ha puesto de manifiesto *Standard and Poor's* la semana pasada rebajando el rating soberano de Japón. La economía japonesa presenta debilidades estructurales que impiden capitalizar estímulos monetarios como la debilidad de la moneda.

MERCADOS FINANCIEROS

Tras la última reunión de la Fed, con un tono más cauto, retrasamos nuestras previsiones para el inicio de la subida de tipos en Estados Unidos hasta diciembre. Considerando, asimismo, la corrección acumulada por activos y divisas emergentes, decidimos incrementar el peso en renta fija emergente en divisa local en el mes de septiembre. Pensamos que el castigo ha sido excesivo y las principales divisas emergentes podrían empezar a apreciarse. Además, estos países ofrecen unas rentabilidades muy atractivas.

Incrementamos también la ponderación de la gestión alternativa a través de materias primas. En línea con las divisas emergentes, pensamos que

ASSET ALLOCATION RECOMENDADO (%)

| Categoría | 31-ago-15 | 31-jul-15 | BMK | AFI vs BMK |
|----------------------------|-----------|-----------|-----------|------------|
| RV EUR | 31 | 31 | 17 | 14 |
| RV EEUU | 4 | 4 | 6 | -2 |
| RV Emer. Asia | 0 | 0 | 1 | -1 |
| RV Emerg. Latam | 0 | 0 | 1 | -1 |
| RV Europa Este | 1 | 1 | 1 | 0 |
| RV Japón | 12 | 12 | 4 | 8 |
| Renta variable | 48 | 48 | 30 | 18 |
| Ret. Abs. Conservador | 0 | 0 | 7 | -7 |
| Gestión Alternativa | 4 | 2 | 0 | 4 |
| Gestión alternativa | 4 | 2 | 7 | -3 |
| RF Convertibles | 9 | 9 | 0 | 9 |
| RF High Yield | 11 | 15 | 2 | 9 |
| RF Emergente | 4 | 0 | 0 | 4 |
| RF IG CP | 0 | 0 | 8 | -8 |
| RF IG LP | 0 | 0 | 0 | 0 |
| RF Largo EUR | 13 | 15 | 15 | -2 |
| RF Corto EUR | 0 | 0 | 33 | -33 |
| RF USD | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Renta fija | 37 | 39 | 58 | -21 |
| Monetarios USD | 6 | 6 | 0 | 6 |
| Monetarios GBP | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Liquidez | 5 | 5 | 5 | 0 |
| Mdo. Monetario | 11 | 11 | 5 | 6 |

Fuente: Afi.

el mercado ha reaccionado y esperamos una recuperación de los precios en los próximos meses.

Para ello reducimos la sobre ponderación que se tenía en renta fija *high yield* y el peso de la renta fija a largo plazo euro. Por su parte, mantenemos sin cambios el posicionamiento en renta variable y la exposición a dólar ::

COBROS Y PAGOS



OPTIMICE SUS PROCESOS FINANCIEROS A TRAVÉS DE UNIVÍA

SU TIEMPO ES ORO

UNIVÍA AGILIZA SU TIEMPO

UNIVÍA ES ORO PARA SU NEGOCIO

Internet es ya una herramienta de optimización y mejora en los procesos diarios **reduce costes, tiempos y espacios de trabajo**, además de permitir un seguimiento inmediato de cualquier operación.

Univía, el servicio online de Unicaja, le ofrece un salto de calidad en las dos gestiones más comunes y necesarias de su negocio: **COBROS y PAGOS**.

Algunas de las múltiples herramientas que ofrece:

COBROS

- Servicio de Remesas de Recibos (cuaderno 19)
- Servicio de Cuentas de Bando

PAGOS

- Servicio de Remesas de Transferencias (cuaderno 34)
- Servicio de Emisión de Pagos por cuenta corriente

