

Comentario Económico del día

Director: Sergio Clavijo
Con la colaboración de Nelson Vera

Noviembre 14 de 2018

Flotación cambiaria, “señoraje del dólar” y sobre-aranceles: ¿Qué esperar de la guerra comercial global?

El FMI recién nombró la primera Economista Jefe en sus 73 años de existencia. Se trata de la joven Gita Gopinath, de 46 años y nacionalidad India. Graduada de Princeton, se ha especializado en temas monetarios-cambiaros, bajo la tutela de Rogoff y Bernanke, con experiencias académicas en Chicago y Harvard y prácticas en el FED y el Ministerio de Finanzas de India.

Uno de sus principales aportes ha sido el estudio del dólar en su papel de moneda con “señoraje global”. Por ejemplo, ella ha postulado que la flotación cambiaria del grueso de las monedas duras podría no converger hacia la llamada Paridad del Poder Adquisitivo (PPA) si existe dominancia de dicho “señoraje global” (ver *The Economist*, “Gita’s Go”, octubre 4 de 2018). Este ha sido el caso del dólar de los Estados Unidos desde hace ya unos 70 años, pues el grueso de las cotizaciones de los *commodities* (por ejemplo) se hace en dólares y esta circunstancia ha vuelto algo común que el movimiento de su moneda se vea compensado contra el precio mismo de esos *commodities*.

Este comportamiento nos ha sido familiar en el caso del mercado cafetero de Colombia. Aquí se observa que una devaluación del dólar contra las monedas duras casi automáticamente se traduce en un descenso de la cotización del grano a nivel internacional, dejando el “costo de adquisición” para el

comprador externo sin alteración alguna (en ausencia de choques del sector real cafetero exportador).

Esta observación de que no siempre la flotación cambiaria refleja el cambio en precios relativos (proveniente de los salarios y de la productividad) tiene particular importancia en esta coyuntura de “guerra comercial”. De hecho, ya existe alguna evidencia de que el precio final de los bienes en los Estados Unidos no necesariamente se está encareciendo como resultado de los sobre-aranceles que se le han impuesto a numerosos bienes provenientes de China.

Recordemos que estamos hablando de cambios significativos en materia sobre-arancelaria, hasta de un 25% en un mundo comercial que abarca cerca de los US\$200.000 millones/año (ver *Comentario Económico del Día* 18 de septiembre de 2018). Y, sin embargo, lo que parece estar ocurriendo es que los productores de China han estado dispuestos a absorber un menor precio de exportación que compense el encarecimiento proveniente de la carga sobre-arancelaria. Se ha sabido que algo similar puede estar ocurriendo con las cadenas productivas de Asia, donde se sabe de las negativas consecuencias que tendría el desmonte de dichos “clusters”, y de allí su voluntad para absorber vía menores ganancias locales esos sobre-costos, al menos por un tiempo.

Continúa

Director: Sergio Clavijo

Con la colaboración de Nelson Vera

Así, entre las monedas duras se viene observando una alta volatilidad durante 2017-2018, donde cabe concluir que existe mucho “ruido” proveniente de efectos de compensación cambiaria inducida por la guerra comercial. Aunque la hipótesis original de la Sra. Gopinath se refería más al efecto de “señoraje” del dólar en el comercio internacional, a nosotros se nos ocurre que lo que estamos viendo en la volatilidad del euro y del yuan tiene mucho que ver con este tema de la guerra comercial global.

El cuadro adjunto ilustra cómo el promedio de la cotización del euro había sido de 1.13 dólares/euro en 2017, pero esta se elevó hacia un inesperado 1.25 dólares/euro en el primer semestre y solo ahora está convergiendo hacia los 1.15 dólares/euro que se esperaban (siendo ello consistente con los fundamentales más débiles de dicha Zona Euro). En el caso de China se tuvo un promedio de 6.8 en la relación yuan/dólar

en 2017 y, sorpresivamente, se empezó a apreciar a 6.5 durante el primer semestre. Sin embargo, tras la evidencia de la guerra comercial, esta cotización ha regresado a 6.9 recientemente, permitiendo compensar a los compradores de los Estados Unidos el efecto de los sobre-aranceles (antes discutidos).

Estos movimientos cambiarios yuan/dólar tan marcados en meses recientes llevaron a Trump a acusar a China de manipulación cambiaria, acusación temeraria que pronto tuvo que corregir su ministro de finanzas. Si hay algo que debe estar cuidando el gobierno chino es precisamente continuar ganando credibilidad en la flotación del yuan. De esta credibilidad depende precisamente su posicionamiento y eventual disputa con el dólar de la preeminencia como “moneda de reserva” en el futuro, donde el yuan ha empezado a restarle protagonismo al dólar.

Tasa de cambio promedio real del dólar - WRER Index
Tasa real: dólar/moneda
(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)	
Ponderaciones	36%		22%		42%		
2006	1.26	100.0	116.3	100.0	8.0	100.0	100.0
2010	1.33	105.1	87.8	121.8	6.8	123.9	116.7
2015	1.11	86.7	121.0	84.2	6.3	141.1	109.1
2016	1.11	86.2	108.8	92.2	6.6	134.3	107.8
2017	1.13	87.5	112.1	88.0	6.8	131.5	106.4
2018 (ene-oct)	1.22	93.7	109.9	88.6	6.5	135.4	110.2
2018 (cierre oct)	1.15	88.3	113.8	85.5	6.9	128.9	104.8
2018 (prom. año)	1.20	92.1	110.0	88.5	6.5	136.4	110.0
2018 (fin de año)	1.15	88.3	113.5	85.8	6.8	130.4	105.5

Fuente: cálculos Anif con base en Bloomberg y FMI.