

**D** *La persistente debilidad monetaria reducirá los ingresos de los importadores de la región*

**E**l dólar se ha fortalecido a escala global y las divisas latinoamericanas han padecido. Brasil, Colombia, Chile y México depreciaron sus monedas 39, 26 y 19 por ciento, respectivamente, en los 24 meses que concluyeron en marzo pasado. A diferencia de las corridas periódicas sobre divisas de mercados emergentes vistas en años recientes, estas caídas drásticas representan ajustes a un ambiente de políticas monetarias posteriores a la recuperación en Estados Unidos y de precios históricamente bajos de productos primarios, y probablemente indican tendencias a mediano plazo más que fluctuaciones temporales. Si bien la depreciación debe mejorar la competitividad y la producción a largo plazo, golpeará a los tenedores públicos y privados de deuda denominada en dólares, precisamente cuando hay escasez de crecimiento, consumo e inversión.

Conforme la recuperación económica de Estados Unidos cobra ímpetu, las divisas latinoamericanas flotantes han tenido fuerte pérdida de valor. El real brasileño y el peso colombiano han perdido casi 31 y 29 por ciento de su valor relativo al dólar desde agosto de 2014. La depreciación del peso chileno ha sido más lenta, pero persistente en los dos años pasados: a mediados de marzo estaba en 639 por dólar, 22 por ciento menos que el promedio de 2010-13. El peso mexicano se ha depreciado 15 por ciento contra el dólar desde agosto de 2014, pero a diferencia de otras divisas no se había debilitado en forma significativa antes de la caída de los precios petroleros.

### Fed, petróleo y bancos centrales

La reciente debilidad de las divisas de América Latina contra el dólar se debe en gran parte a las expectativas cambiantes de la política monetaria de Estados Unidos. Durante el ciclo expansivo extendido en este país, las bajas tasas de interés y las perspectivas de crecimiento aportaron valor a las divisas de mercados emergentes, en particular en mercados latinoamericanos con fama de estabilidad política e institucional. Las expectativas de normalización de tasas de interés en Estados Unidos contribuyeron a normalizar también los tipos de cambio en cuanto que las divisas de América Latina descendieron a niveles cercanos a los anteriores a la crisis



Hojas con la impresión de billetes de cinco dólares son inspeccionadas en la Oficina de Grabado e Impresión, situada en Washington ■ Foto Reuters

una vez que la Fed concluyó su tercer programa de liberación cuantitativa (QE3, por sus siglas en inglés). En ese punto, cambios dramáticos en los mercados de bienes primarios añadieron ímpetu al ciclo de depreciación.

La inesperada caída en los precios de productos primarios ha tenido y continuará teniendo un efecto significativo en las divisas de América Latina, según la matriz de comercio de cada país. El índice de precios de productos primarios del FMI cayó 33 por ciento entre julio de 2014 y febrero de 2015. El petróleo crudo es el referente, y su índice ha caído 48 por ciento en ese periodo. Los metales, como el cobre, han retrocedido 19 por ciento desde julio de 2014. México, Brasil, Venezuela y Colombia son los principales productores petroleros de la región y, con excepción de Venezuela, que tiene un régimen de paridad fija, todos han sentido las repercusiones de la sacudida petrolera en los mercados de divisas. La depreciación en Brasil, Colombia y México se aceleró marcadamente una vez que los precios del crudo empezaron a caer.

Los bancos centrales podrían también haber tenido parte en la depreciación. El Banco Central de Chile (BCCh) comenzó un ciclo expansivo en octubre de 2013 y recortó la tasa meta de

política monetaria en 200 puntos base entre octubre de 2013 y octubre de 2014. La expansión monetaria, en los lugares donde fue posible, probablemente se ha sumado a las expectativas de restricción en Estados Unidos para debilitar las divisas en la región.

### Sectores público y privado, afectados

La persistente debilidad monetaria reducirá los ingresos de los importadores, en tanto los exportadores podrían quedar protegidos. Los bancos, las compañías holding y otras orientadas a la importación o cargadas de deuda en el extranjero tendrán dificultades para enfrentar los retos domésticos de por sí significativos que acompañan a la desaceleración económica. Por ejemplo, la industria vinícola en Chile, que exporta sobre todo a Estados Unidos y cada vez más a China, se verá afectada en grado mínimo por la depreciación, pero el mercado de autos nuevos, que son importados, probablemente recibirá daño severo. A mediano plazo, la depreciación podría impulsar el crecimiento al incrementarse la competitividad de las exportaciones.

Los gobiernos con adeudos en moneda extranjera han sido históricamente golpeados por la de-

preciación de divisas en América Latina. Brasil, Chile, Colombia y México han reducido la deuda denominada en dólares a niveles manejables y no deberían tener dificultades para pagar intereses. Colombia y Brasil tienen déficits considerables en cuenta corriente, lo que eleva su vulnerabilidad a problemas de pago, pero la depreciación debe producir un



Decoración de una cafetería ambulante en Kiev ■ Foto Reuters

ajuste positivo en la balanza comercial a mediano plazo.

### Consideraciones reales

La depreciación frente al dólar es importante, pero no debe sobrestimarse. El tipo de cambio real efectivo (REER, por sus siglas en inglés) mide el desempeño de cada divisa frente a una canasta tasada en el comercio y aporta conocimientos claves sobre los efectos reales de la depreciación. El índice REER del Banco de Pagos Internacionales (BPI) muestra que Colombia, Brasil y México experimentaron una depreciación real de 16, 9 y 5 por ciento, respectivamente, entre agosto de 2014 y febrero de 2015. Las cifras son significativas, pero más bajas que las de la depreciación frente al dólar, dada la inflación relativamente alta y porque mucho del comercio de esos países es con otros con divisas depreciadas. Notablemente el índice de tipo de cambio efectivo amplio muestra una apreciación real en Chile en los seis meses pasados, pero una depreciación de 12 por ciento si se considera un lapso de 24 meses, lo cual confirma la noción de que la expansión monetaria fue la causa principal de la depreciación.

### Hacia el futuro

Los tipos de cambio actuales reflejan las expectativas de que la Fed elevará las tasas de interés en 25 puntos base en dos a cuatro ciclos consecutivos hacia finales de año, y que los precios de los productos primarios tendrán un ascenso moderado, pero seguirán bajos en términos históricos. The Economist Intelligence Unit cree que persistirán estos factores, relacionados con una desaceleración general en América Latina, y que las divisas regionales claves continuarán enfrentando presiones de depreciación, si bien de menor intensidad, por el resto de 2015.