

Alex Fusté

Chief Global Economist
Andbank

alex.fuste@andbank.com
[@AlexfusteAlex](https://www.instagram.com/AlexfusteAlex)



Sobre el declive del Yen: Conozca las causas, el pronóstico y nuestra estrategia.

Los datos recientes del mercado de dinero en Japón sugieren que el gobierno japonés finalmente ha intervenido en el mercado de divisas, comprando yenes, para frenar las fuertes caídas de la moneda japonesa frente al dólar estadounidense. Los datos de la cuenta corriente del Banco de Japón (BOJ) proporcionan pruebas circunstanciales que respaldan esta posible intervención. Esta acción sugiere un intento del gobierno de establecer un suelo para el yen y, con ello, desalentar futuras posiciones especulativas cortas contra la moneda.

Ayer, el BOJ anunció que, debido a transacciones con entidades gubernamentales en la cuenta corriente del banco central, se estima una retirada de 7,56 billones de yenes (unos 48,2 mil millones de dólares) en liquidez del sistema financiero desde el 1 de mayo. La semana pasada, los *brokers* de dinero ya anticiparon una inminente intervención del Ministerio de Finanzas (MOF) para frenar la caída del yen, pero estimaron dicha intervención en alrededor de 2 billones de yenes. Finalmente, la intervención ha sido mucho mayor (7,56 billones), dejando una brecha de unos 5,5 billones de yenes entre lo pronosticado y lo realizado. Dado que las transacciones financieras se liquidan en dos días, esto indica que la intervención estatal ocurrió el lunes, cuando el JPY tocó los 160 contra el USD. Esto sugiere que la tolerancia del gobierno a la depreciación del yen estaría en 160. Un dato significativo para los participantes del mercado, ansiosos por evaluar el nivel de tolerancia de las autoridades.

Preguntado sobre la posible intervención, el ministro de Finanzas japonés se abstuvo de comentar, mientras que el viceministro añadió: "El daño causado por los fuertes movimientos en los tipos de cambio, como resultado de la actividad especulativa, ahora supera nuestra tolerancia". El BOJ y el Ministerio de Finanzas no han aclarado cuándo se liquidarán las transacciones relacionadas con la intervención en el mercado, lo que sugiere que están atentos a los movimientos en el tipo de cambio.

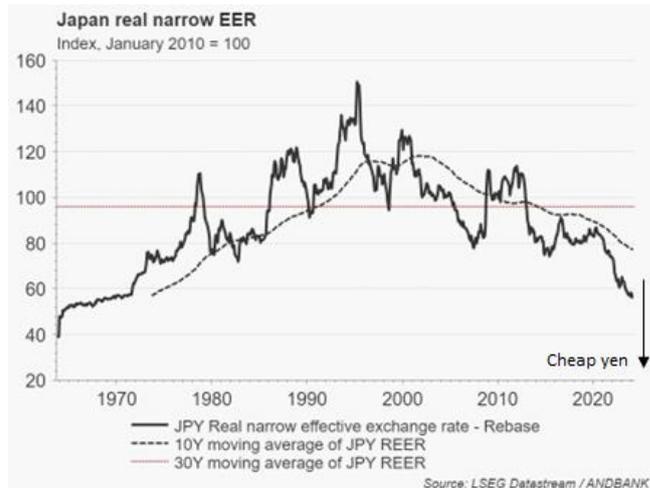
Los datos de la cuenta corriente del Banco de Japón proporcionan pruebas circunstanciales que respaldan una intervención del gobierno en el mercado de cambios el pasado lunes

El par yen/USD ha pasado de 102 a 160 desde enero de 2021, lo que implica una depreciación del JPY del 36%. Esta pregunta es relevante, ya que, a menos que una economía enfrente una grave crisis financiera interna, es raro que su moneda sufra tales movimientos en tan poco tiempo. Sin embargo, esto es precisamente lo que hemos visto en las últimas semanas en el yen/USD, moviéndose varias figuras en cuestión de días.

Es importante analizar las causas que han llevado a esta caída del yen, para poder responder después a la preguntan que muchos, hoy, me plantean: ¿Es

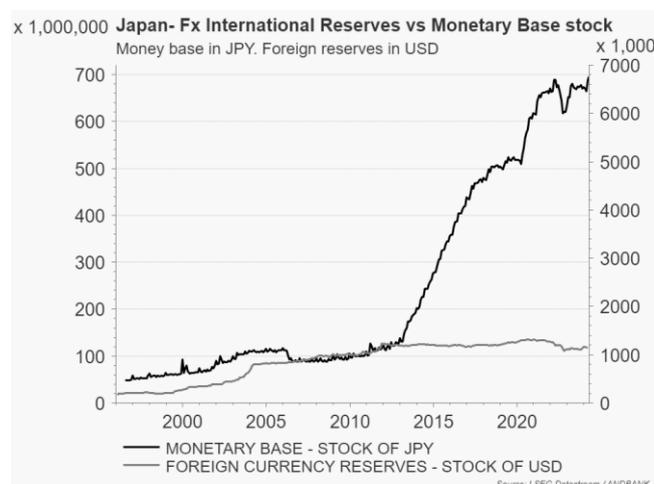
El JPY está barato en términos reales.

buen momento para comprar el yen? Empezaré mi análisis como suelo hacer cuando se trata de valorar un tipo de cambio (en opinión del consenso, el activo más complejo). Y es valorando el del tipo de cambio real (RNEER ó *Real Narrow Effective Exchange Rate* por sus siglas en inglés). Según este parámetro, el JPY está barato en términos reales, con un nivel no visto desde septiembre de 1970 (ver gráfico inferior).



Por desgracia, no basta con observar el tipo de cambio en términos reales para obtener una conclusión. Si bien un diferencial de inflación favorable a una economía, como la japonesa, debería llevar a una apreciación nominal del yen para mantener el tipo de cambio real estable, otros factores también juegan un papel en la evolución de la cotización nominal y real de una divisa. En particular, la cantidad relativa de una moneda respecto a otra. Como les muestro en el gráfico inferior, la cantidad de yenes en circulación en la economía ha superado con creces la cantidad de dólares presentes en forma de reservas de divisas.

Más que el diferencial de inflación o tipos de interés, un factor que también juega un papel relevante en la evolución de la cotización es la cantidad relativa de una moneda respecto a otra.

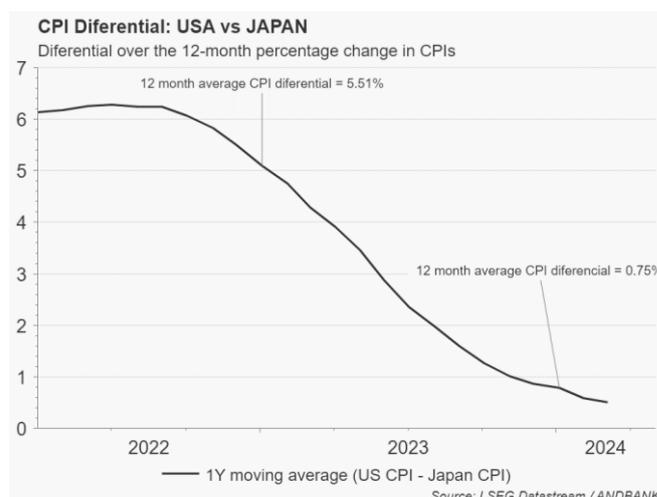


En febrero de 2013 la relación de cantidades relativas entre yenes y dólares dentro de Japón era de 109:1 (109 yenes por cada dólar)...

Si e fijan en el grafico anterior, en febrero de 2013 la base monetaria de Japón era de 131 billones de JPY, mientras que las reservas en dólares ascendían a 1.200 mil millones de USD, resultando en una relación de 109:1 (o 109 yenes por dólar). Sin embargo, el “QE supercharged” del gobierno japonés ha deteriorado significativamente esta relación. Para abril de 2022, la base monetaria de Japón había aumentado a 688 billones de JPY, mientras que las reservas en dólares permanecían relativamente estables en 1.195 mil millones de USD, resultando en un gran salto en la relación de cantidades relativas a 576:1 (576 yenes por cada dólar en la economía). Este crecimiento desproporcionado en el stock de yenes ha contribuido al continuo deterioro del yen frente al dólar durante el periodo comprendido entre febrero de 2013 y abril de 2022, justificando así la depreciación del yen observada para el periodo. Sin embargo, y esto me llama la atención, desde abril de 2022 se puede observar como el volumen de stock de yenes ha permanecido más o menos estable, creciendo a tasas muy bajas, y sin mostrar ya esa tendencia típica del QE en su etapa más intensa. Es por ello que, el JPY ya no debería haberse depreciado significativamente desde esa fecha, y sin embargo, ha caído un 23%.

... hoy, esa relación es de 605:1

¿Cuánto debiera valer el JPY/USD entonces? Si la relación entre la cantidad de yenes y dólares en Japón era de 576:1 en abril de 2022, y hoy esa relación ha crecido algo (no mucho) para situarse en 605:1, implica que, sin un diferencial de inflación relevante, el yen debería haberse depreciado un 5.03% contra el USD desde entonces. No un 23%. Saliéndonos de este marco teórico, y revisando los datos reales, puedo comprobar que en efecto, sí ha habido un diferencial de inflaciones. En el gráfico inferior se desprende que ha habido un diferencial de inflación acumulado favorable a Japón (con una inflación más baja) del 6.26% (5.51% en 2022, y 0.75% en 2023)



A partir de la información proporcionada, consideramos que el JPY debería cotizar cerca de niveles de 135-140 contra el USD

Ambos factores combinados explicarían un movimiento teórico-justificable para cambio JPY/USD más o menos plano para el periodo comprendido entre abril de 2022 y hoy. El criterio de cantidades relativas justificaría un movimiento del -5.03% para el yen, mientras que el diferencial de inflación justificaría un +6.2% en ese periodo, prácticamente compensándose el uno con el otro, en lo que hubiera tenido que resultar en un movimiento plano para este cruce. La realidad, sin embargo, con la ayuda omnipresente de los audaces especuladores, oliendo la aparente indiferencia del primer ministro japonés dándoles a entender que las autoridades japonesas se mantendrían al margen de cualquier caída en la moneda, nos ha obsequiado con esa depreciación del yen del 23% para este periodo de análisis.

Conclusión, pronóstico y estrategia recomendada

De todo lo dicho infiero las siguientes conclusiones, pronósticos y estrategias:

- 1) El primer grafico sugiere una verdad: El JPY está barato, se mire como se mire.
- 2) A partir de la información proporcionada, y siendo consciente de que en economía hay millones de factores a considerar, considero que el JPY debería cotizar cerca de niveles de 135-140 contra el USD.
- 3) Por ello, en los mandatos de gestión discrecional, nos inclinamos por mantener nuestra sobreponderación en el mercado de *equity* japonés (para el que manejamos un precio objetivo de 42.200 en el caso del índice N225), y sin cubrir el riesgo de divisa.