

Alex Fusté

Chief Global Economist

Andbank

alex.fuste@andbank.com

[@AlexfusteAlex](https://twitter.com/AlexfusteAlex)



No busquemos tres pies al yen

El viernes 31 de julio hubo una intervención conjunta entre el Ministerio de Finanzas japonés y el Tesoro estadounidense para “intervenir” el yen. Una intervención que despertó todo tipos de fantasmas y preocupaciones. No pocos analistas e inversores han sugerido que la participación del Tesoro estadounidense obedecería a una razón más compleja (quizás preocupante). Según esta interpretación, Japón no podría sostener por sí solo al yen sin vender una parte de sus enormes tenencias de bonos del Tesoro estadounidense, algo que Washington quería evitar a toda costa, máxime cuando la curva americana está subiendo en TIR (haciendo el trabajo de la Fed), por lo que una venta de *Treasuries* hubiera exacerbado aún más la tendencia, lo que sería potencialmente incómodo para el mercado de renta variable americano, y el mercado en general.

¿Qué lectura hacemos nosotros de esta intervención conjunta sobre el yen?

Personalmente pienso que hay, por lo general, una tendencia a buscarle tres pies al gato. Esa costumbre tan extendida en mercados de querer encontrar desequilibrios sistémicos, riesgos ocultos y fantasmas. Aplicando el principio de parsimonia, según el cual debe preferirse la explicación que introduce menos supuestos, la intervención sobre el yen responde a un motivo, probablemente, mucho menos inquietante: que el yen está muy barato. Tanto como para que Japón y Estados Unidos han decidido hacer una operación financiera optimizando sus reservas (vendiendo monedas caras y comprando otra que está barata). Al fin y al cabo, los bancos centrales mantienen siempre en sus reservas cestas con todas las monedas de las principales economías del mundo. Y si Estados Unidos estaba considerando aumentar su exposición al yen, difícilmente podía encontrar un momento más favorable para hacerlo que cuando por cada dólar le dan ahora 164 yenes (en vez de 140).

Si esto que digo es cierto, no hay trama financiera alguna que persiguiera evitar una catástrofe oculta. El Tesoro estadounidense simplemente aprovechó una oportunidad evidente y realizó una operación potencialmente rentable.

¿Cómo puedo estar tan seguro de que esta, y no otra, es la explicación detrás de la intervención?

Bueno, debo decir que en mercados uno no puede estar seguro de nada nunca. Pero sí puedo decir que, a lo largo de los años, he desarrollado un marco de análisis específico para valorar divisas y determinar si una moneda

está barata y merece la pena comprarla, o no. Yo analizo las divisas siempre desde cuatro ángulos: la balanza comercial, que permite identificar a los compradores y vendedores naturales de la moneda; el posicionamiento de los inversores domésticos, que revela los flujos de capitales no vinculados al comercio; la valoración, que indica si la divisa cotiza por encima o por debajo de su nivel de equilibrio; y el *momentum*, que permite determinar la fortaleza actual de la tendencia.

Según el factor balanza comercial, el yen está muy barato. Japón registra actualmente el mayor superávit por cuenta corriente con el exterior (~5% del PIB), lo que significa que hay más compradores naturales de yenes que vendedores. En principio, este factor debería respaldar al yen. Y pese a ello, la moneda continúa débil.

Según el posicionamiento de los inversores, el yen está muy barato. Japón mantiene alrededor de 550 billones de yenes invertidos en el exterior (~3.5 billones de dólares) equivalentes a cerca del 82% del PIB japonés. Se trata de inversores financieros domésticos que venden sus yenes en busca de diversificar sus carteras en el exterior, y de paso, encontrar rentabilidades (TIRs) más altas. Esta enorme posición en el exterior actúa como una espada de Damocles sobre el tipo de cambio, pues son demasiados inversores vendiendo yenes. Si esos ahorradores japoneses decidieran repatriar una parte de las ganancias acumuladas en activos extranjeros (por cierto, muy elevadas), la moneda podría apreciarse con gran intensidad. Pero no parece ese el caso. La mayoría de esos inversores considera que el yen difícilmente podrá apreciarse de forma sostenida mientras no se produzca una de estas dos condiciones: que la Reserva Federal comience a recortar tipos con decisión o que el Banco de Japón inicie un verdadero ciclo de subidas. Hoy en día, ninguna de las dos opciones presenta muchas probabilidades. Existen escasas razones para pensar que la Fed vaya a implementar recortes de tipos de forma inminente. Y el Banco de Japón, por su parte, continúa actuando con una lentitud más que evidente.

Quizá el factor para el yen venga desde los inversores extranjeros. Denbo dice que, aquellos inversores extranjeros que han mantenido posiciones largas en yenes han sufrido durante años. Muchos han terminado concluyendo que, llegados a este punto, la prudencia es preferible al heroísmo. Así que, o bien se van, o bien dejan de insistir, por lo que nuevos posicionamientos alcistas sobre la moneda son extraordinariamente reducidos.

Según el factor valoración, el yen está fundamentalmente barato. Los dos métodos de valoración que uso para determinar si una moneda está fuera de su rango de equilibrio son: 1) Paridad del poder adquisitivo (el ancla más

pura). La idea es sencilla: una misma cesta de bienes debería costar aproximadamente lo mismo en dos países una misma persona. 2) Paridad relativa del poder adquisitivo: En lugar de comparar directamente el nivel de precios de ambas cestas hoy, se toma un año base en el que se considera que el precio de ambas cestas era razonablemente cercano (lo que significa que el tipo de cambio estaba equilibrado) y se actualiza desde ese momento mediante la inflación acumulada en ambos países. Si desde el año base los precios han subido menos en Japón que en los Estados Unidos, el yen debería apreciarse (el dólar depreciarse), para así restablecer el poder adquisitivo relativo.

Según ambos criterios, el yen a 164 está muy barato frente al dólar. Prueba de ello (en mi opinión) es que me resulta muy difícil observar un superávit por cuenta corriente cercano al 5% del PIB en una economía moderna e industrializada sin concluir que existe algún tipo de distorsión relevante en el valor de su moneda.

Según el factor *momentum*, el yen podría seguir presionado (cayendo) por más tiempo. Que había un *momentum* negativo para el yen es algo indiscutible. La dinámica negativa del yen se inicia en abril de 2025 (tras los denominados aranceles del Liberation Day) y, desde entonces, la depreciación de la moneda japonesa ha sido prácticamente ininterrumpida. Quizás el objetivo de la intervención del viernes era romper esa tendencia. No lo sé. En cualquier caso, la intervención de la semana pasada ha conseguido modificar temporalmente la trayectoria, pero todavía no puede afirmarse que dicha tendencia haya cambiado.

Conclusión

El yen combina una valoración extremadamente deprimida, con unos fundamentales sólidos, un posicionamiento inversor muy ligero, pero mantiene un *momentum* todavía negativo. Todo me lleva a concluir que la moneda es muy atractiva, aunque el timing sigue siendo un riesgo.

Ya en su momento, cuando decidimos sobreponderar Japón, nos enfrentamos al dilema de si hacerlo con exposición el yen o con la divisa cubierta. Por entonces ya considerábamos que el yen solo necesitaba de un catalizador para liberarse de su tendencia bajista. Identificamos ese catalizador (que debería ser en forma de una decisión clara del Banco de Japón) pero, como buenos conocedores de esta institución, concluimos que esa decisión no iba a llegar pronto y que el *momentum* negativo del yen iba a continuar. Decidimos ir con la divisa cubierta (por suerte para nosotros, y para nuestros clientes). Al fin y al cabo, el BoJ se siente muy cómodo con el yen débil. Ya saben: esa debilidad hace que las compañías industriales

prosperen gracias a la competitividad cambiaria. Incluso ha facilitado que el sector tecnológico nipón haya participado plenamente del ciclo de inversión en IA. Pero este modelo tiene un coste. Sí, las empresas ganan, pero el consumidor de renta baja soporta buena parte del ajuste: paga más por las importaciones. Más por la energía.

Toda esta reflexión tenía un objetivo: ayudar a interpretar la reciente intervención sobre el yen. Y la conclusión, al menos para mí, es bastante sencilla. Detrás de ella podrían haber estado únicamente dos razones:

1. Favorecer una apreciación del yen que permita trasladar a los hogares parte de las ganancias acumuladas por el sector empresarial.
2. El Tesoro estadounidense no ha acudido en ayuda del Banco de Japón para rescatar al yen y evitar así una venta de *Treasuries*. Sencillamente, aprovechó un buen nivel para comprar yenes. A estos precios, la operación se parecería bastante más a una buena inversión que a un rescate.

En definitiva, creo que no estamos ante una maniobra desesperada para evitar un descalabro en los *Treasuries*, sino ante algo mucho más sencillo: una buena operación financiera para el Tesoro estadounidense. Dejemos, pues, descansar a los fantasmas y disfruten de unas merecidas vacaciones.

Cordiales saludos