

# UBS research focus

## Temas destacados



Noviembre 2009

### El futuro del dólar estadounidense

Las perspectivas de elevados déficits fiscales y alta inflación continuarán lastrando al dólar estadounidense. El euro ganará terreno gracias a su entorno macroeconómico más estable. Algunas divisas de los mercados emergentes también deberían apreciarse frente a las de los países desarrollados.

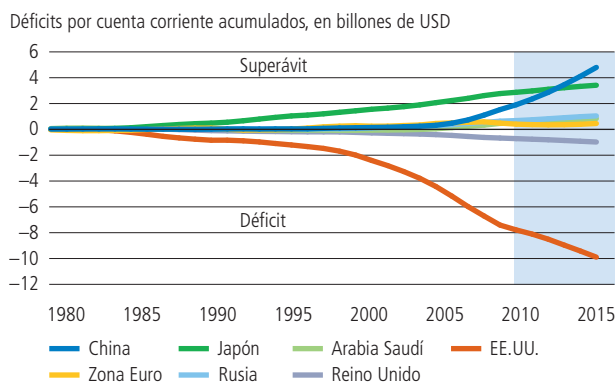
#### Fuertes tendencias erosionan la fortaleza del dólar estadounidense

El dólar estadounidense ha sido vapuleado últimamente y parece probable que el billete verde se debilita estructuralmente. Creemos que el desalentador balance de América —especialmente el crecimiento de sus ya elevados niveles de endeudamiento público y su enorme déficit por cuenta corriente— será un lastre para el dólar estadounidense en un futuro previsible. Además, esperamos que EE.UU. presente una mayor inflación que otros países, otra carga más para el dólar. Sin embargo, no hay disponible un sustituto para el dólar en el comercio mundial y como divisa de reserva internacional. Como muchos países tienen sus ahorros en la moneda estadounidense, habría una resistencia universal a un colapso del dólar.

#### La financiación exterior de los déficits de EE.UU. es un riesgo importante

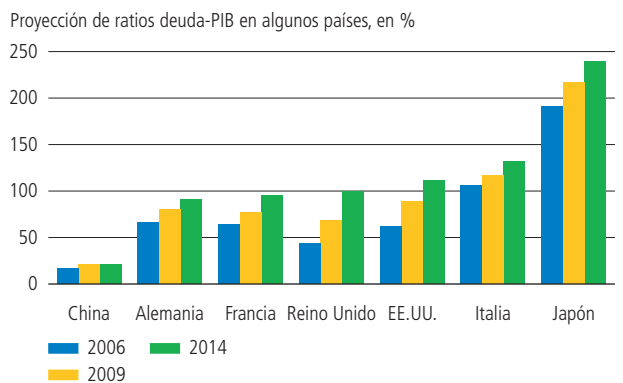
Creemos que los graves desequilibrios mundiales perjudicarán más al dólar estadounidense que a las divisas de la mayoría de las economías avanzadas. El dólar y el yen japonés afrontan enormes dificultades para su apreciación: el ratio deuda-PIB de Japón se acerca al 200% y América acumula una dependencia de la financiación externa, como demuestra su déficit por cuenta corriente acumulado, que ahora es superior al 50% de su PIB de 2008 (véase el gráfico 1). En nuestra opinión, el euro disfruta actualmente de los fundamentales más fuertes y, por tanto, de más probabilidades de apreciarse. Por supuesto, las economías de la Zona Euro afrontan sus propias dificultades en las postrimerías de la crisis financiera. Sin embargo, el ratio deuda-PIB combinada de la región,

**Gr. 1: EE.UU. es el principal deudor internacional**



Nota: La zona sombreada indica las proyecciones del FMI.  
Fuente: Base de datos Perspectivas de la economía mundial, FMI (2009), UBS WMR

**Gr. 2: El ratio deuda-PIB se duplicará en R. Unido y EE.UU.**



Nota: Proyecciones del FMI.  
Fuente: Horton et al. (2009), base de datos Perspectivas de la economía mundial, FMI (2009), UBS WMR

El dólar estadounidense está perdiendo lentamente su posición de dominio como la principal divisa de reserva internacional. Aunque es posible que surja un instrumento de reserva multidivisa con el tiempo, creemos que el uso generalizado del dólar como moneda de cambio para el comercio internacional no está amenazado.

comparable a los niveles de EE.UU. y mucho más baja que la de Japón, se financia mayoritariamente de modo interno (véase el gráfico 2).

Las divisas de los países desarrollados que exportan recursos naturales como Australia, Canadá, Nueva Zelanda, y Noruega, tienden a moverse con los precios de las materias primas. En nuestra opinión, estas denominadas *divisas de las materias primas* pueden resultar un sólido depósito de valor y apreciarse frente a un dólar estadounidense que se debilita.

**Muchas divisas de mercados emergentes se fortalecerán**

Muchas divisas de los mercados emergentes se han estabilizado y algunas se han beneficiado del fuerte rendimiento de sus economías y de mejoras sustanciales en las políticas y en el gobierno (véase el gráfico 3). Esperamos que continúe la mejora del entorno macroeconómico, incluidos una elevada tasa de crecimiento económico y una menor inflación, para incrementar la productividad, animar la inversión, aumentar el consumo interno y reducir los tipos de interés. Como resultado, prevemos una senda ascendente de apreciación para muchas divisas de los mercados emergentes durante la próxima década. Sin embargo, no creemos que lleguen a formar una parte importante de las reservas de los ban-

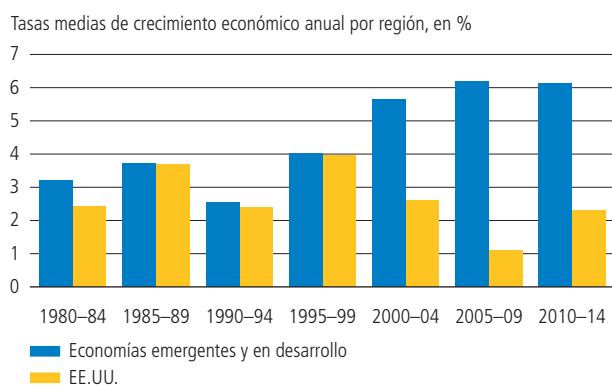
cos centrales, al menos en la próxima década; ni competirán directamente con las divisas de las economías avanzadas como depósitos de valor o monedas de cambio.

**Los bancos centrales buscarán diversificar sus reservas de divisas**

Actualmente, sólo una gran convulsión geopolítica o económica podría destronar al dólar estadounidense como divisa de reserva internacional (véase el gráfico 4). La razón de la permanencia del dólar, a pesar de sus múltiples problemas, es obvia: los efectos de red —los beneficios acumulados de tener una única divisa de reserva dominante— tienen un valor considerable para la economía mundial. Dados los profundos problemas económicos de América y la demanda general de una cartera de divisas más diversificada entre inversores públicos y privados, esperamos que disminuya la proporción de dólares en las carteras internacionales. En resumen, creemos que el dólar estadounidense puede ir perdiendo lentamente su dominio absoluto.

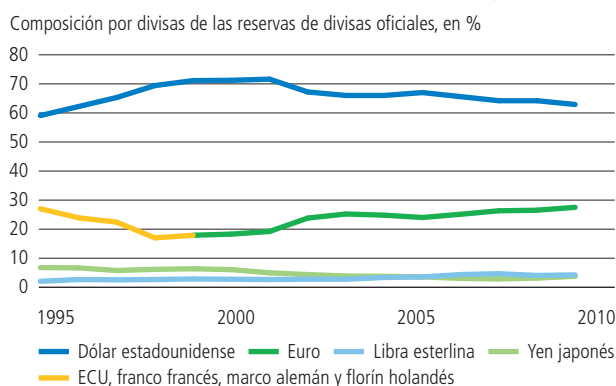
Durante los últimos 20 años, EE.UU. ha podido colocar enormes cantidades de activos denominados en dólares por todo el mundo gracias al estatus del dólar como divisa de reserva internacional (véase el gráfico 5). Pero en los próximos años, EE.UU. conti-

**Gr. 3: Mayor convergencia de los mercados emergentes**



Nota: Proyecciones del FMI.  
Fuente: Base de datos Perspectivas de la economía mundial, FMI (2009), UBS WMR

**Gr. 4: El USD es la divisa de reserva más importante**



Nota: Las cifras para 2009 son hasta el segundo trimestre.  
Fuente: Base de datos COFER del FMI, UBS WMR

nuará dependiendo de los flujos de inversión exterior para financiar sus enormes déficits fiscal y comercial. Esto significa que los posibles cambios en las posiciones de las reservas de divisas deben producirse gradual y deliberadamente para evitar el riesgo de un colapso del dólar.

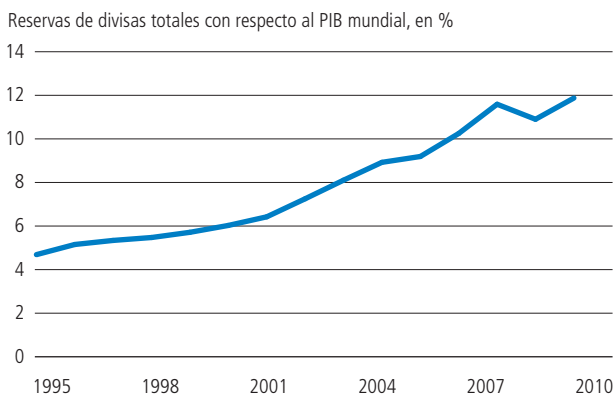
**Puede surgir lentamente un marco de reservas multidivisa**

Aunque el euro puede ser el principal competidor por el estatus del dólar estadounidense como divisa de reserva internacional, la heterogénea estructura política de la Zona Euro limita sus posibilidades, igual que la enorme ratio deuda-PIB de Japón es un impedimento para el yen, mientras que la limitada convertibilidad del yuan chino también crea obstáculos para su adopción a escala mundial. Como no hay una única divisa esperando para ocupar el lugar del dólar, creemos que un instrumento de reserva multidivisa —con el dólar estadounidense desempeñando un papel protagonista— puede ser lo más probable.

**Se mantiene el uso del dólar estadounidense como moneda de intercambio**

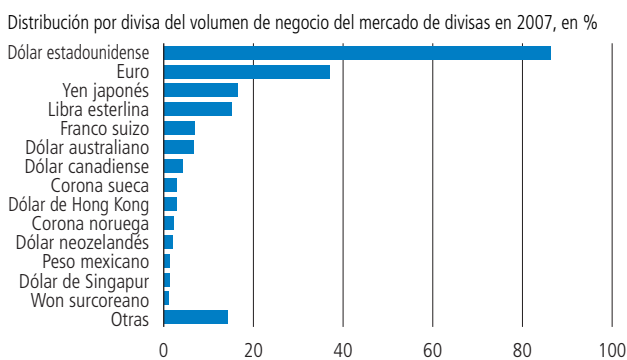
Esperamos que haya pocos cambios en el papel del dólar como medio para las transacciones y unidad de cuenta para el comercio internacional. La existencia de una única divisa, aceptada universalmente, es eficiente y sustituirla conllevaría enormes costes. Como EE.UU. sigue siendo la mayor área monetaria del mundo y cualquier cambio en la composición de las reservas de divisas mundiales sería difícil de orquestar, creemos que el papel dominante del dólar en el comercio internacional continuará en un futuro previsible (véase el gráfico 6).

**Gr. 5: Aumentan las reservas con respecto al PIB**



Fuente: Base de datos COFER del FMI, Perspectivas de la economía mundial, FMI (2009), UBS WMR

**Gr. 6: El USD domina las transacciones de divisas**



Nota: Como hay dos divisas implicadas en cada transacción, la suma de los porcentajes de las monedas individuales totaliza un 200% en vez de un 100%.

Fuente: Encuesta trienal de bancos centrales del Banco de Pagos Internacionales (2007), UBS WMR

**Publicado por:** UBS AG, Wealth Management Research, P.O. Box, CH-8098 Zurich

**Editor:** Kurt E. Reiman

**Consejo editorial:** Roberto Ruiz-Scholtes

**Contribuciones:** Michael Bolliger, analista UBS AG; Thomas Flury, analista UBS AG; Andreas Höfert, economista UBS AG; Andy Ji, analista UBS AG; Katherine Klingensmith, analista UBS Financial Services Inc.; Yves Longchamp, estratega UBS AG; Kurt E. Reiman, estratega UBS AG; Costa Vayenas, analista UBS AG

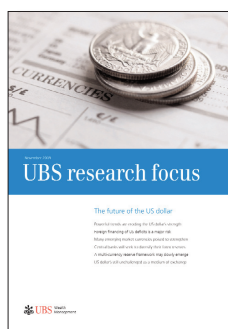
**Plazo editorial:** 28 octubre 2009

**Gestión de proyectos:** Valérie Iserland

**Maquetación:** Basavaraj Gudihal, Pavan Mekala, Virender Negi, Margrit Oppliger

**Traducción:** 24translate, St. Gall, Suiza

**Coordinador de Traducción:** Sita L. Chavali



**Foto de portada:** www.prisma-dia.ch

**Idiomas:** español, inglés, alemán, italiano, francés, portugués

**Contacto:** [ubs-research@ubs.com](mailto:ubs-research@ubs.com)

© UBS AG 2009

#### Suscripción

Como cliente de UBS puede suscribirse a «UBS research focus» a través de su asesor personal o en la dirección [sh-iz-ubs-publikationen@ubs.com](mailto:sh-iz-ubs-publikationen@ubs.com). La suscripción electrónica también está disponible a través del portal de WMR.

Las rentabilidades pasadas no son una referencia de rentabilidades futuras. Los precios del mercado indicados son precios de cierre de la correspondiente bolsa principal. Esto rige para todos los gráficos y tablas de rentabilidad contenidos en esta publicación.

Los documentos de Wealth Management Research son publicados por Wealth Management & Swiss Bank y Wealth Management Americas, divisiones de UBS AG (UBS) o sus filiales. En determinados países, UBS AG se denomina UBS SA. Esta publicación sólo tiene carácter informativo y no debe considerarse una oferta, o una solicitud de oferta, para comprar o vender un producto de inversión u otro producto específico. El análisis aquí contenido se basa en numerosos supuestos. Si los supuestos fuesen diferentes, los resultados materiales podrían ser diferentes. Algunos servicios y productos están sujetos a restricciones legales y no pueden ofrecerse en todo el mundo de forma ilimitada y/o pueden no ser aptos para su venta a todos los inversores. La información y las opiniones que figuran en este documento se han obtenido de fuentes consideradas fiables y de buena fe. Esto no supone una declaración o garantía explícita o implícita de su exactitud o integridad (exceptuando las relacionadas por UBS y sus filiales). La información y las opiniones, así como los precios indicados, tienen vigencia sólo para la fecha de este informe y están sujetos a cambios sin previo aviso. Las opiniones expresadas en este documento pueden diferir o contradecir aquellas expresadas por otras divisiones o áreas de negocio de UBS, como resultado del uso de supuestos y/o criterios diferentes. En cualquier momento UBS AG y otras sociedades del grupo UBS (o empleados de las mismas) pueden tomar posición a corto o a largo plazo, o actuar como mandantes o agentes, en los valores relacionados, o proporcionar servicios de asesoramiento o de otro tipo al emisor de los valores o a una sociedad relacionada con un emisor. Algunas inversiones pueden no ser realizables de forma inmediata dado que el mercado de dichos valores puede carecer de liquidez y, por tanto, la valoración de la inversión y la identificación del riesgo al que usted está expuesto pueden ser difíciles de cuantificar. UBS cuenta con medidas para controlar el flujo de la información contenida en una o más áreas de UBS hacia otros grupos, áreas, divisiones o filiales de UBS. Las operaciones con futuros y opciones comportan riesgos. Las rentabilidades pasadas de una inversión no suponen una referencia de rentabilidades futuras. Algunas inversiones pueden estar sujetas a caídas importantes y repentinas en su valor y, al hacer efectivas dichas inversiones, es posible que reciba menos de lo que invirtió o que tenga que pagar más. Las variaciones en los tipos de cambio pueden tener un efecto negativo en el precio, el valor o el rendimiento de una inversión. Esta publicación no tiene en cuenta los objetivos de inversión particulares, la situación financiera ni las necesidades de nuestros clientes individuales, por ello le recomendamos que consulte a un asesor financiero y/o fiscal sobre las implicaciones (incluidas las de carácter fiscal) de invertir en cualquiera de los productos aquí mencionados. Este documento no puede ser reproducido ni copiado sin el consentimiento previo de UBS o una filial de UBS. UBS prohíbe expresamente la distribución o transmisión de este documento a terceros por cualquier razón. UBS no será responsable de posibles reclamaciones o demandas presentadas por terceros relacionadas con el uso o distribución de este documento. Este informe es solamente para su distribución bajo las circunstancias permitidas por la legislación vigente.

**Alemania:** El emisor conforme a la legislación Alemana es UBS Deutschland AG, Stephanstrasse 14–16, 60313 Frankfurt am Main. UBS Deutschland AG está autorizada y regulada por la «Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht». **Australia:** Distribuido por UBS Wealth Management Australia Ltd (titular de la licencia australiana «Financial Services Licence» núm. 231127), Chifley Tower, 2 Chifley Square, Sydney, New South Wales, NSW 2000. **Bahamas:** Esta publicación se distribuye a clientes privados de UBS (Bahamas) Ltd y no está destinada a su distribución entre personas designadas como ciudadanos o residentes de Bahamas de acuerdo con las «Bahamas Exchange Control Regulations». **Canadá:** En Canadá, Investment Management Canada Inc. distribuye esta publicación a clientes de UBS Wealth Management Canada. **Dubai:** Análisis publicado por la sucursal UBS AG Dubai Branch dentro del DIFC, está dirigido únicamente a inversores profesionales y no para su distribución en los Emiratos Árabes Unidos. **EAU:** Este informe de investigación no debe considerarse una oferta, venta o entrega de acciones u otros valores conforme a las leyes de los Emiratos Árabes Unidos (EAU). El contenido de este informe no ha sido ni será aprobado por ninguna autoridad en los Emiratos Árabes Unidos, incluido el Banco Central de los EAU o las Autoridades Financieras de Dubai, la Autoridad de Supervisión de Valores y Materias Primas de los Emiratos, el Mercado Financiero de Dubai, el Mercado de Valores de Abu Dhabi o cualquier otra bolsa de los EAU. **España:** Esta publicación se distribuye a clientes de UBS Bank, S.A. por parte de UBS Bank, S.A., un banco supervisado por el «Banco de España». **Estados Unidos:** Distribuido a personas de EEUU por UBS Financial Services Inc., una filial de UBS AG. UBS Securities LLC es subsidiaria de UBS AG y filial de UBS Financial Services Inc. UBS Financial Services Inc. asume la responsabilidad del contenido de un informe elaborado por una filial no estadounidense cuando distribuye dicho informe a ciudadanos de EE.UU. Todas las transacciones realizadas por un ciudadano estadounidense con los valores mencionados en este informe deberán efectuarse a través de un intermediario financiero autorizado en EE.UU. filial de UBS, y no a través de una filial no estadounidense. **Francia:** Esta publicación se distribuye a clientes y potenciales clientes de UBS (France) S.A., «société anonyme» francesa con un capital en acciones de 125.726.944 €, 69, boulevard Haussmann F-75008 Paris, R.C.S. Paris B 421 255 670. UBS (France) S.A. es un proveedor de servicios de inversión debidamente autorizado según las condiciones del «Code Monétaire et Financier», regulado por las autoridades bancarias y financieras francesas como el «Banque de France» y la «Autorité des Marchés Financiers». **Hong Kong:** Esta publicación se distribuye por la sucursal en Hong Kong de UBS AG a clientes de esta misma entidad, un banco autorizado por la «Hong Kong Banking Ordinance» y registrado conforme a la «Securities and Futures Ordinance». **Indonesia:** Esta investigación o publicación no está preparada ni debe considerarse como una oferta pública de valores conforme a Ley indonesia de mercados de capitales y las normas que la desarrollan. Los valores mencionados en este material no han sido ni serán registrados conforme a la Ley indonesia de mercados de capitales y sus normas correspondientes. **Italia:** Esta publicación se distribuye a los clientes de UBS (Italia) S.p.A., via del Vecchio Politecnico 3 – Milán, un banco italiano debidamente autorizado por el «Banco de Italia» para ofrecer servicios financieros y supervisado por el «Consob» y el «Banco de Italia». **Jersey:** La sucursal de UBS AG en Jersey está regulada por la «Jersey Financial Services Commission» para desarrollar operaciones de inversión y como sociedad fiduciaria, según la «Financial Services (Jersey) Law» 1998 (y modificaciones posteriores), y para realizar operaciones bancarias conforme a la «Banking Business (Jersey) Law» 1991 (y modificaciones posteriores). **Luxemburgo/Austria:** Esta publicación no está destinada a constituir una oferta pública conforme a la ley de Luxemburgo/Austria, pero podría ofrecerse con fines informativos a los clientes de UBS (Luxembourg) S.A./UBS (Luxembourg) S.A. Niederlassung Österreich, un banco regulado bajo la supervisión de la «Commission de Surveillance du Secteur Financier» (CSSF), a la que no se ha enviado esta publicación para su aprobación. **Reino Unido:** Aprobado por UBS AG, autorizado y regulado en el Reino Unido por la «Financial Services Authority», miembro del «London Stock Exchange». Esta publicación se distribuye a clientes de banca privada de UBS London en el Reino Unido. Si los productos o servicios son provistos desde fuera del Reino Unido, no estarán cubiertos por el régimen regulatorio del Reino Unido o por el Plan de compensación de servicios financieros. **Singapur:** Contacte con la sucursal de UBS AG en Singapur, un asesor financiero autorizado conforme a la «Singapore Financial Advisers Act» (Cap. 110) y un banco mayorista autorizado conforme a la «Singapore Banking Act» (Cap. 19), regulado por la «Autoridad Monetaria de Singapur», en relación con cualquier asunto que surja o que esté relacionado con el análisis o informe.