

¿Qué pasa con el dólar en el mundo y en Uruguay?: hechos estilizados e implicancias

RESUMEN:

El dólar suele ser una variable contracíclica del nivel de actividad global, en particular de Estados Unidos y China, al día de hoy los grandes impulsores del crecimiento mundial.

La evolución del dólar afecta directamente los precios de las materias primas en tanto estos se expresan en dicha moneda. Cuando el dólar se debilita, el poder adquisitivo de quienes demandan materias primas se incrementa, lo cual hace aumentar su demanda y en consecuencia sus precios.

El dólar también manifiesta un desempeño a contraciclo de las condiciones financieras internacionales.

En lo que va del año, el dólar en Uruguay ha disminuido un 3,6%. Dicha racha bajista ha estado alineada con lo que ha sucedido en el mundo emergente desde inicios de 2022.

La apreciación del tipo de cambio es la contracara de precios de las materias primas en niveles no registrados desde el boom de 2013-2014. **Hay fundamentos alineados a que el dólar se mantenga débil.**

Debilidad del dólar no significa caída en términos nominales. El escenario más plausible es que al igual que sucedió en 2021, el aumento del tipo de cambio nominal en 2022 esté por debajo de la inflación.

La presión bajista del dólar no necesariamente implica un problema de competitividad más allá del incremento de los costos internos medidos en dólares. En particular para los sectores que venden hacia fuera de la región.

Los problemas de competitividad con Argentina y Brasil son más bien un síntoma de que ellos se "abarataron mucho y que Uruguay se encareció demasiado" Por ello, no parece razonable pedirle a la política monetaria que actúe subordinadamente para mitigar esa brecha cambiaria.

Hay que empezar a internalizar que este escenario de altos precios internacionales es transitorio, con las derivaciones que eso tiene en materia fiscal y de competitividad.

En las últimas semanas se ha observado una tendencia bajista para el dólar en Uruguay. En concreto, el tipo de cambio nominal acumula un descenso de 3,6% en lo que va de 2022 con reiteradas jornadas de caída de la divisa norteamericana. A continuación, analizamos algunos de los por qué de esta situación y sus efectos en la economía.

● HECHOS ESTILIZADOS DEL COMPORTAMIENTO DEL DÓLAR

Por fundamentos, la cotización del dólar en Uruguay depende habitualmente más de factores del escenario externo que del escenario doméstico.

Antes de sugerir algunas explicaciones sobre lo que está pasando con el tipo de cambio en los últimos días, conviene repasar algunos de los hechos estilizados sobre el desempeño de la divisa estadounidense en lo que va del siglo XXI.

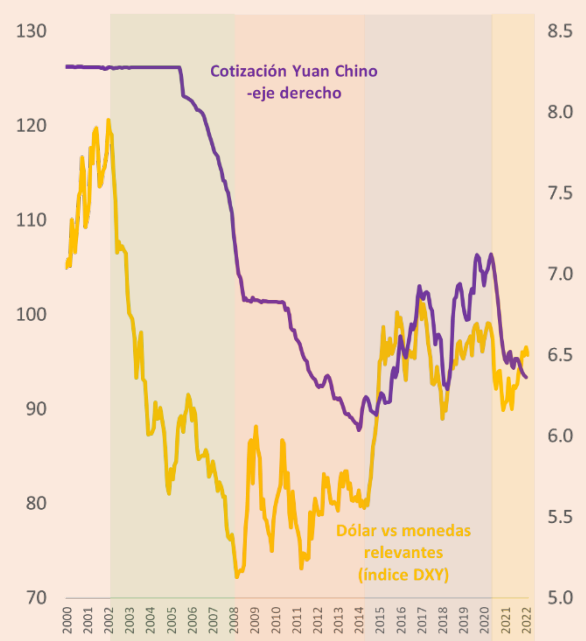
En primer lugar, **el dólar suele ser una variable contracíclica del nivel de actividad global, en particular de Estados Unidos y China, al día de hoy los grandes impulsores del crecimiento mundial**. En momentos de fuerte expansión económica el dólar tiende a debilitarse y en épocas de recesión o desaceleración del crecimiento el dólar tiende a fortalecerse.

En segundo lugar, **la evolución del dólar afecta directamente los precios de las materias primas en tanto estos se expresan en dicha moneda**. Cuando el dólar se fortalece, la capacidad de compra de las restantes monedas se reduce, esto es, quienes demandan tienen que gastar más de su propia moneda para adquirir una misma cantidad de bienes. En sentido contrario, cuando el dólar se debilita, el poder adquisitivo de quienes demandan materias primas se incrementa, lo cual

hace aumentar su demanda y consecuentemente sus precios. En particular, es **relevante observar el precio relativo YUAN/USD dado que China es desde hace mucho tiempo el principal comprador de materias primas en el mundo**.

En tercer lugar, **el dólar también manifiesta un desempeño a contraciclo de las condiciones financieras internacionales**. En contextos de alta liquidez (tasas bajas, expansiones monetarias no convencionales, grandes estímulos fiscales, etc), el dólar tiende a debilitarse, mientras cuando imperan condiciones más restrictivas el dólar tiende a fortalecerse.

EVOLUCIÓN HISTÓRICA DEL DÓLAR A NIVEL GLOBAL



Fuente: Investing

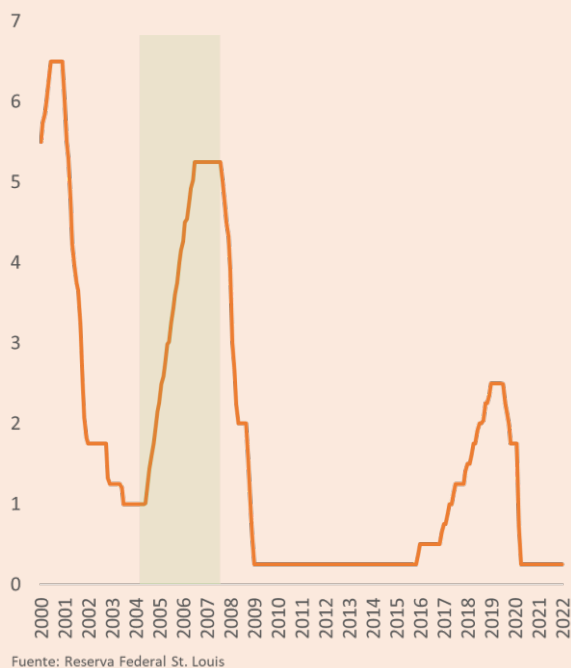
- **LOS CICLOS ECONÓMICOS SUELEN REPETIRSE EN SUS FUNDAMENTOS: ¿CÓMO LLEGAMOS AL 2022?**

Para constatar estos hechos estilizados basta analizar el comportamiento del dólar en los últimos 20 años, donde se desprenden los ciclos económicos por los que atravesó la economía global desde entonces. Si bien los ciclos no tienen duración definida ni ocurren con una regularidad, suelen tener en sus fundamentos factores de contacto con el pasado. Al respecto, podemos realizar un breve repaso para contextualizar como llegamos al 2022.

Desde **2002-03 y hasta fines de 2007** la economía global experimentó un ciclo de elevado crecimiento (en promedio 4,8% anual), con aumentos generalizados de precios de las materias primas y condiciones financieras por parte de la Reserva Federal de Estados Unidos que paulatinamente se fueron volviendo gradualmente menos laxas en sintonía con la recuperación post crisis del sector tecnológico a inicios de siglo y el aumento de la inflación.

Pese a ello, el dólar tendió a debilitarse frente a las principales monedas desarrolladas y emergentes (entre ellas, el yuan chino), en buena medida porque el aumento de tasas fue internalizado por los mercados y las expectativas de inflación de largo plazo estuvieron ancladas en el entorno de 2,5%.

TASA DE POLÍTICA MONETARIA EN EE.UU.
(rango superior, en %)



Dicho período se interrumpió con la **crisis financiera de 2008-09**. Típicamente, durante las crisis la moneda estadounidense es vista como activo refugio y se valoriza frente al resto de las divisas.

Posteriormente, **la salida de la crisis fue con políticas monetarias ultra-expansivas:** tasas de interés históricamente bajas y otros estímulos no convencionales para estimular la recuperación (programas de inyección de expansión cuantitativa, uso del balance de los bancos centrales). En ese contexto, el dólar se mantuvo estable en niveles históricamente bajos respecto al resto de las monedas globales y particularmente profundizó su debilitamiento frente a la moneda china. La contracara de dicho proceso, fue una revaloración adicional de los precios de las materias primas, el alto dinamismo económico global (4,0% en promedio) y el permanente flujo de capitales hacia las economías emergentes.

PRECIOS DE LAS MATERIAS PRIMAS

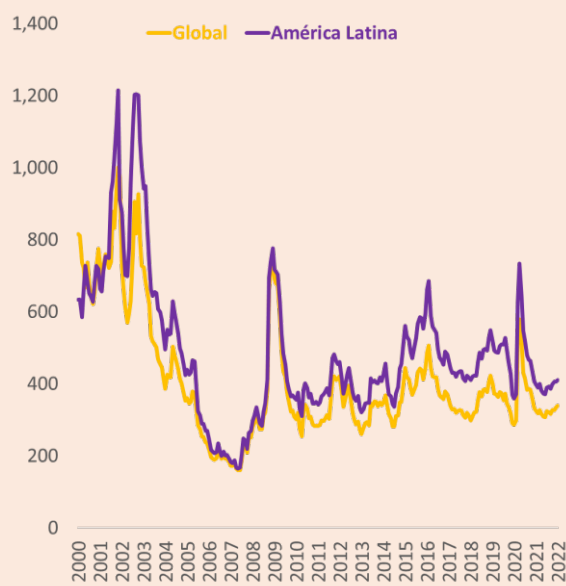
(índice 2016=100)



Fuente: Fondo Monetario Internacional

ÍNDICE EMBI ASOCIADO AL RIESGO

(diferencial de tasas entre bonos en USD emitidos por países no desarrollados y bonos del Tesoro de EE.UU.; en puntos básicos)



Fuente: JP Morgan

Dicho ciclo comenzó a madurar hasta **2013-14**. Desde entonces y **hasta el surgimiento de la pandemia en 2020, las condiciones financieras cambiaron radicalmente**. La Reserva Federal de Estados Unidos anunció por 2013 una reducción sorpresiva de las políticas acomodaticias que provocó que los inversores en bonos respondieran a la perspectiva de una futura caída en sus precios, vendiéndolos, lo cual deprimió su precio y disparó consecuentemente un alza significativa en sus rendimientos. En aquel entonces, la fuerte suba de las tasas de mediano y largo plazo se propagó por las demás clases de activos, afectando negativamente a la renta variable y a las materias primas. En contrapartida, el dólar tendió a fortalecerse y las monedas emergentes a debilitarse, en particular el yuan chino. Para las economías emergentes significó un período de bajo crecimiento, aumento de las primas de riesgo y en derivada problemas fiscales y de deuda.

Si bien dicho ciclo tuvo vaivenes con la Guerra Comercial China-Estados Unidos en el medio, las principales economías tendieron a desacelerar su crecimiento: Europa por factores más de tipo estructural y muy golpeada institucionalmente post crisis del Euro; China producto de un cambio en su modelo de crecimiento basado en la inversión y las exportaciones hacia uno enfocado en el consumo interno; y Estados Unidos muy dependiente de políticas monetarias y fiscales (reforma tributaria incluida) expansivas para sostener su ritmo de crecimiento.

Nuevamente, dicho ciclo fue interrumpido por una **recesión causada por un factor externo como el COVID**, aunque no por ello, las condiciones globales dejaban de ser propicias para una corrección abrupta.

La pandemia trajo rápidamente un fuerte auge del dólar durante marzo y abril de 2020 denotando el pánico en los mercados por la irrupción del COVID. Nuevamente **la respuesta desde la política económica fue**

totalmente acomodaticia, pero en mayor magnitud que en 2008 y con canales de transmisión con mayor potencia que en aquel entonces (liquidez no se quedó en el sistema financiero, sino que llegó a las empresas y los hogares).

Desde entonces, la economía presentó una recuperación sostenida liderada por China y Estados Unidos.

Ello es consistente con un **alto dinamismo de la demanda externa de materias primas y consecuentemente elevados precios**. Adicionalmente, la moneda China ha tendido a fortalecerse frente al dólar, lo cual ha acentuado la revalorización de los precios internacionales de las materias primas. Allí hay dos hechos estilizados: alto crecimiento global y debilidad del dólar; altos precios de las materias primas y debilidad del dólar. Asimismo, las condiciones financieras a nivel internacional todavía tienen una tónica expansiva, lo cual refuerza la relativa debilidad de la moneda estadounidense a pesar de una mayor volatilidad desde el segundo semestre de 2021.

- **DETERMINAR EN QUÉ PARTE DEL CICLO ESTAMOS ES CLAVE PARA EL DESEMPEÑO FUTURO DEL DÓLAR**

Este escenario parece consolidarse, aunque no sabemos hasta cuándo; esa es la gran pregunta **¿en qué parte del ciclo estamos? No es una respuesta trivial.**

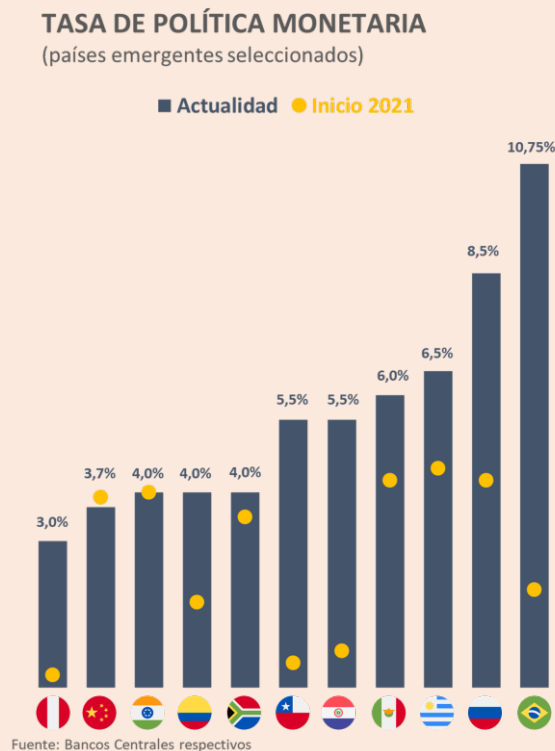
La novedad del 2021 que se acentúa en el comienzo del 2022 son la **intensificación de presiones inflacionarias a nivel global no registradas desde al menos 40 años.**

Ello generó que los bancos centrales en el mundo hayan discutido en buena parte del

año pasado sobre el inicio y el ritmo de un proceso de normalización monetaria.



Las economías emergentes, sin mucho margen de acción, actuaron en consecuencia y comenzaron a subir tasas de interés (Uruguay incluido).



Las economías desarrolladas, allanaron el camino para una suba gradual de tasas en

2022 y más importante, los mercados lo han internalizado. Por dicho motivo, no necesariamente una suba de tasas por parte de la FED podría implicar un relativo fortalecimiento del dólar. Podría ser un escenario similar al comentado entre 2003 y 2007.

Quizá el mayor costo de haber subestimado la persistencia inflacionaria por parte de la FED venga por el lado del costo a pagar en términos de actividad (hoy con un dinamismo relevante, en particular del mercado laboral) para lograr disminuir la inflación.

Podría haber mayores riesgos de aterrizajes forzados de la economía estadounidense que deriven eventualmente en algún proceso recesivo. En cualquier caso, la propia desaceleración económica mitigaría la inflación. De hecho, **el aplanamiento de la curva de tasas de interés en Estados Unidos es un síntoma de que dicho escenario podría ocurrir en el corto plazo.**

• IMPLICANCIAS PARA URUGUAY

En lo que va del año, el dólar en Uruguay ha disminuido un 3,6%. Dicha racha bajista ha estado alineada con lo que ha sucedido en el mundo emergente desde inicios de 2022.

TIPO DE CAMBIO NOMINAL

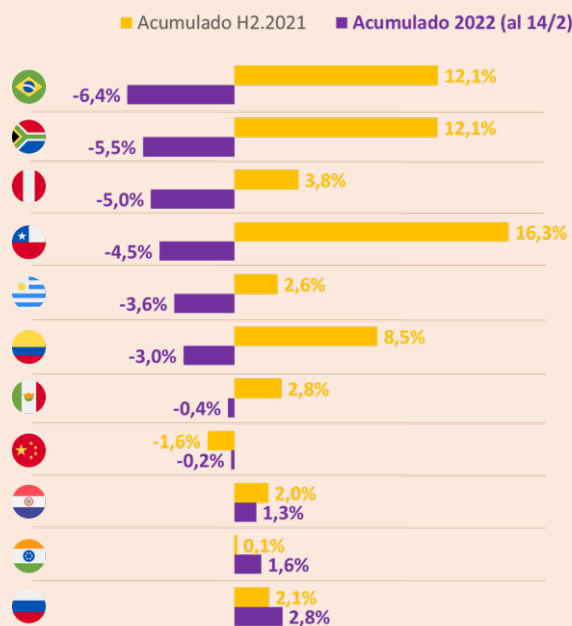
(pesos uruguayos por dólar)



Fuente: BEVSA

DÓLAR VS MONEDAS EMERGENTES

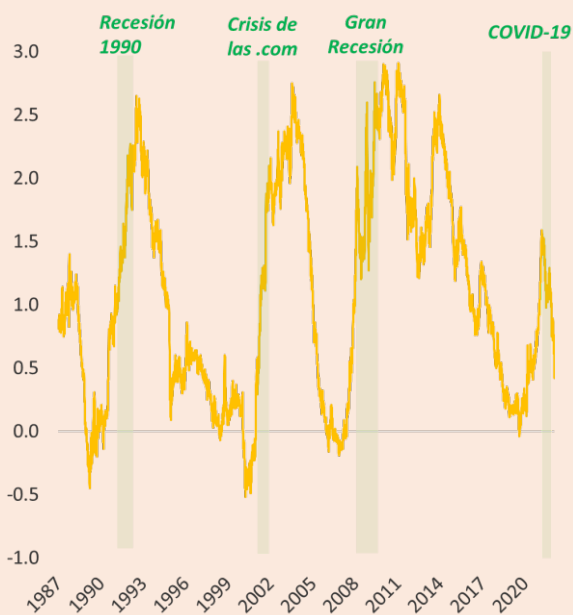
(variación porcentual)



Fuente: Investing

DIFERENCIAL DE TASAS DE INTERÉS DE LARGO VS CORTO PLAZO EN EE.UU

(en puntos porcentuales)



Fuente: Reserva Federal St. Louis

La apreciación del tipo de cambio es la contracara de precios de las materias

primas en niveles no registrados desde el boom de 2013-2014. Es decir, **hay fundamentos alineados con que el dólar se mantenga débil**: aumento del gasto/PIB, mejora de términos de intercambio y mayor productividad relativa del sector transable. **Debilidad del dólar no significa que caída en términos nominales. El escenario más plausible es que al igual que sucedió en 2021, el aumento del tipo de cambio nominal en 2022 esté por debajo de la inflación, es decir, tengamos un escenario de inflación en dólares (tal como tuvimos entre 2005 y 2014).**



Lo anterior, no necesariamente implica un problema de competitividad más allá del incremento de los costos internos medidos en dólares. En particular para los sectores que venden hacia fuera de la región o respecto de competidores en terceros mercados.

Adicionalmente, la política monetaria ha girado hacia un sesgo menos expansivo y se

ubicará en terreno neutral hacia mitad de año, lo cual refuerza dicho escenario.

En ese sentido, es importante señalar dos cosas aspecto. Primero, **no se han observado fenómenos de carry trade** porque las tasas subieron en la mayoría de los emergentes y siguen negativas en términos reales (los datos de tenencia de LRM por parte de inversores no residentes son contundentes al respecto). En segundo lugar, **hay que empezar a internalizar que este escenario de altos precios internacionales es transitorio, con las derivaciones que eso tiene en materia fiscal y de competitividad.**

Respecto a esto último, **en el fondo para ser competitivos se requiere una mejora de la productividad del sector no transable, tender hacia un equilibrio fiscal y promover una mayor apertura de la economía, todos temas que no deberían obviarse a pesar del buen ciclo de precios.**

Por último, mencionar que los **problemas de competitividad con Argentina y Brasil son más bien un síntoma de que ellos se "abataron mucho"** (producto de dinámicas económicas inestables) **que Uruguay se encareció demasiado.** Por ello, no parece razonable pedirle a la política monetaria que actúe subordinadamente para mitigar esa brecha cambiaria que tiende a ser algo más estructural que coyuntural.

Si bien es cierto que hay sectores afectados (como las industrias exportadoras al Mercosur), el foco no debería estar puesto en el valor del dólar sino en todos los otros costos por los cuales Uruguay es estructuralmente más caro que Argentina y Brasil.



PUBLICACIÓN QUINCENAL
SEGUINOS EN WWW.CED.UY

