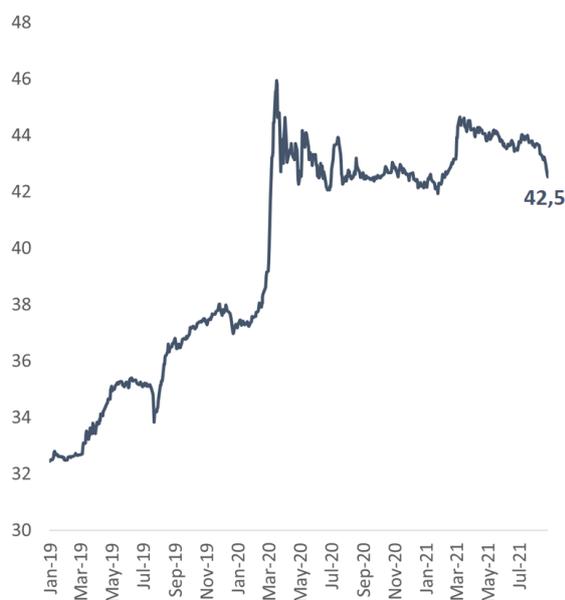


## Dólar se debilita en el mercado local: tendencias e implicancias

En la última semana, el tipo de cambio nominal presentó una significativa evolución a la baja en Uruguay, consolidando una tendencia de debilidad que viene experimentándose desde el mes de marzo. En concreto, la cotización del dólar respecto al peso uruguayo finalizó la semana en 42,53 UYU/USD, el nivel más bajo desde el 8 de febrero. De esta forma, en lo que va del año la depreciación de la moneda uruguayana respecto al dólar disminuyó a 0,4%, siendo esta una de las monedas de mejor desempeño relativo entre las emergentes.

### Tipo de cambio nominal

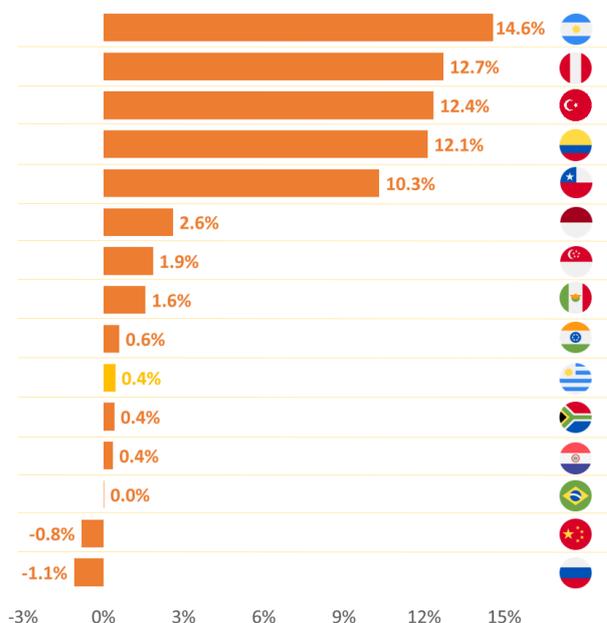
(pesos uruguayos por dólar)



Fuente: Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay

### Dólar vs monedas emergentes

(variación nominal; acumulado 2021)



A continuación, analizamos las tendencias globales y locales que afectan la cotización de la moneda norteamericana, así como sus potenciales efectos en la actividad, la inflación y la competitividad de la economía.

- **Tendencias globales:**

Los fundamentos globales de la economía son consistentes con un tipo de cambio relativamente débil. En particular, la política monetaria por parte de la Reserva Federal de Estados Unidos ha adquirido un sesgo ultra expansivo desde el inicio de la pandemia, el cual al momento se mantiene

sin variaciones. Por tanto, el escenario actual es de abundante liquidez global y tasas de interés en niveles históricamente bajos.

Por su parte, la recuperación de la economía mundial muestra signos de fortaleza a pesar del surgimiento de nuevas

variantes más contagiosas de COVID-19. Esto último es importante dado que la moneda estadounidense suele mantener un comportamiento contracíclico del nivel global de actividad.

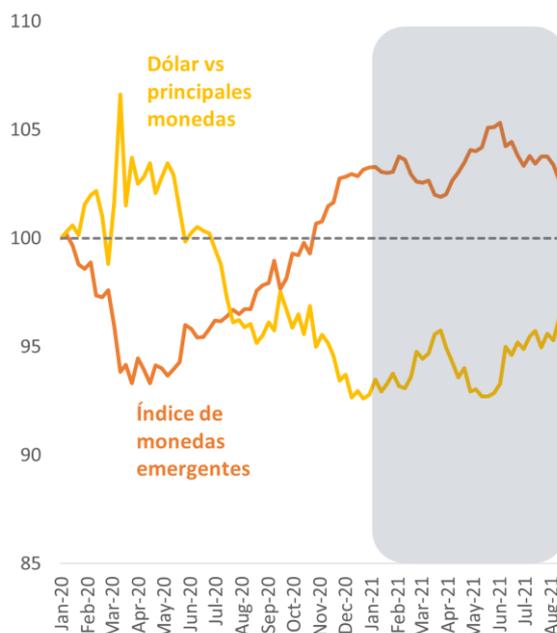
No obstante, conviene realizar algunos comentarios relevantes. Por un lado, la Reserva Federal ha comenzado a discutir hace algunos meses el inicio de un proceso de normalización monetaria que se basa en dos elementos: i) la economía recuperó los niveles pre-pandemia y el empleo muestra gran dinamismo; ii) se intensificaron las presiones inflacionarias. En este sentido, en el día de hoy el Pte. de la FED, argumentó que sería apropiado comenzar la reducción de los programas de compras de activos este año, aunque prevén un escenario de tasas de interés sin subas hasta 2023.

Al respecto, más importante que las propias decisiones de la FED son las reacciones de los mercados y los inversores anticipándose a dichas acciones. De hecho, desde marzo en adelante, la discusión se ha centrado en el momento y el timing en que la FED giraría hacia una política monetaria menos expansiva. Dicho motivo imprime una volatilidad mayor que en otras circunstancias, afectando con mayor dureza a aquellos países emergentes con fundamentos macroeconómicos más débiles o con procesos socio-políticos inestables vía salida de capitales y debilitamiento de sus monedas.

En el gráfico siguiente se observa cómo desde marzo el dólar a nivel global ha presentado una trayectoria más volátil que en los meses previos donde se había observado un claro debilitamiento del

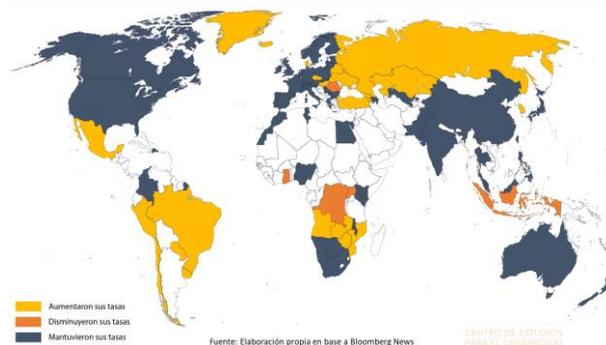
mismo y un fortalecimiento de las monedas emergentes. En el último bimestre, dichas tendencias se habrían revertido parcialmente a pesar de la suba de tasas de interés en buena parte del mundo emergente ante el incremento de las presiones inflacionarias.

**Desempeño global de las monedas**  
(100=Ene-20; frecuencia semanal)



Fuente: Investing

**Cambios en la tasa de política monetaria durante 2021**



Fuente: Elaboración propia en base a Bloomberg News

CENTRO DE ESTUDIOS PARA EL DESARROLLO

### • Tendencias locales

Cómo describíamos en nuestro [Boletín Macroeconómico N° 13](#), hace algunas semanas el Banco Central del Uruguay dio inicio a un proceso gradual de suba de tasas de interés con el objetivo de converger la inflación y las expectativas de los agentes hacia el rango meta establecido. Al respecto, argumentábamos que este

proceso de suba gradual de tasas podría eventualmente inducir una apreciación real y profundizar el hecho de que el tipo de cambio nominal creciera menos que la inflación.

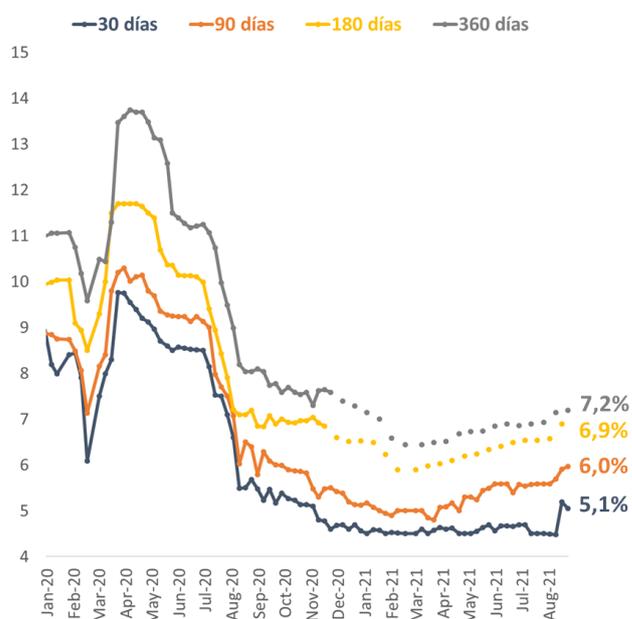
En este sentido, si bien es difícil distinguir cuál factor predominó en el comportamiento del tipo de cambio en estos últimos días, es probable que el comienzo de una instancia de política monetaria menos expansiva (importante considerar que las tasas reales permanecen en terreno negativo) haya tenido cierta influencia; no tanto por la suba en si misma (que fue moderada), sino por el anuncio de que se prevén nuevas subas consistentes con la recuperación de la actividad económica. Además, en una economía dolarizada como la uruguaya y donde las expectativas de inflación han permanecido desancladas de las metas oficiales durante mucho tiempo, podrían requerirse aumentos de tasas más pronunciados en línea con el objetivo desinflacionario.

Normalmente, el alza de las tasas de interés en moneda local vuelve más atractivos los instrumentos financieros en dicha moneda en detrimento del dólar, principalmente para grandes agentes inversores como son los bancos privados y las AFAPS. De ese modo, aumenta la demanda de pesos o lo que es lo mismo los inversores cambian de portafolio desprendiéndose de sus activos en dólares.

Al respecto, la curva de las letras de regulación monetaria (principal instrumento financiero que los inversores institucionales mantienen en sus portafolios) ha acompañado la suba de la

tasa de política monetaria (hoy en 5%). Esto se observa en un alza en el margen de los rendimientos en todos los plazos en que se colocan.

**Letras de Regulación Monetaria**  
(tasas de corte por nodos)



Fuente: BEVSA

Por último y no menos importante, mencionar los ingresos de divisas provenientes de las exportaciones, inversiones extranjeras en el país, así como para hacer frente a las necesidades fiscales. Respecto a lo primero, cómo hemos señalado en nuestro Boletín Macroeconómico N° 12, los precios internacionales de las materias primas se mantienen firmes, a lo que se suma el buen desempeño en volumen físico de los principales rubros agroindustriales. En relación a lo segundo, se están desarrollando un conjunto de inversiones extranjeras lideradas por UPM y sus obras conexas que también podrían profundizar el ingreso de capitales y deprimir el tipo de cambio. En tercer lugar, las necesidades fiscales del gobierno central han crecido desde inicios de la pandemia y la brecha entre ingresos y gastos impone la

necesidad de tomar crédito externo para financiarlo. En esta línea, **es importante diferenciar dichos ingresos de capitales con aquellos que especulativamente traen sus dólares al país para aprovecharse de una rentabilidad –diferencial de tasas de interés– mayor que en otros países (lo que se conoce como “carry trade”).**

- **Los canales de transmisión de la política monetaria y el efecto dólar**

En Uruguay se suele minimizar el rol de la política monetaria-cambiaria. De hecho, en los últimos años, la misma había estado en cierta forma subordinada a la política fiscal y desalineada de la política salarial. Sin embargo, con el cambio de instrumento monetario en setiembre de 2020 para controlar la inflación (de la cantidad de dinero a la tasa de interés), el compromiso de las nuevas autoridades del BCU en converger hacia una inflación baja y estable y a partir de las recientes discusiones en torno a la normalización monetaria a nivel global, la misma ha cobrado mayor relevancia.

Por este motivo es que hacemos una breve alusión a los llamados mecanismos de transmisión de la política monetaria y cómo el efecto del tipo de cambio en una economía dolarizada como la uruguaya puede incidir en igual o distinto sentido de lo esperado ante un cambio monetario.

Ante un proceso de suba de tasas como el iniciado por la autoridad monetaria, **el mecanismo de transmisión más importante es efectivamente el canal de la tasa de interés.** En este sentido, un alza de la tasa de referencia tendería a generar movimientos en igual sentido en el resto de las tasas relevantes de la economía,

generando tasas más “costosas” para endeudarse e invertir y más “rentables” para ahorrar. De esa forma, el efecto buscado es mitigar futuras presiones inflacionarias de demanda. Sin embargo, un dólar más débil puede apuntalar el consumo (principalmente bienes durables) y con ello el nivel de actividad.

Otro de los canales de transmisión tiene que ver con las expectativas de inflación. Al respecto se busca que los agentes internalicen el sesgo de la política monetaria y anclen sus expectativas hacia el centro del rango objetivo de inflación (menor expectativa de inflación de hoy sobre mañana, incide en una menor inflación hoy). De este modo, se busca minimizar los costos reales de la suba de tasas y atemperar posibles presiones inflacionarias por el lado de los salarios.

Por último, está el canal cambiario donde una suba de tasas podría inducir cambios de portafolio y debilitar el tipo de cambio. Aunque no es el efecto buscado, una caída del tipo de cambio ayuda a reducir las presiones inflacionarias provenientes de los bienes transables. Por otro lado, una caída del tipo de cambio podría incidir sobre las condiciones de competitividad del sector externo, encareciendo nuestros productos frente al resto del mundo.

Por tanto, a la hora de evaluar los posibles efectos de cambios monetarios debe tomarse en cuenta el carácter bimonetario de la economía.

- **Dólar y competitividad: la discusión sobre el “atraso cambiario”**

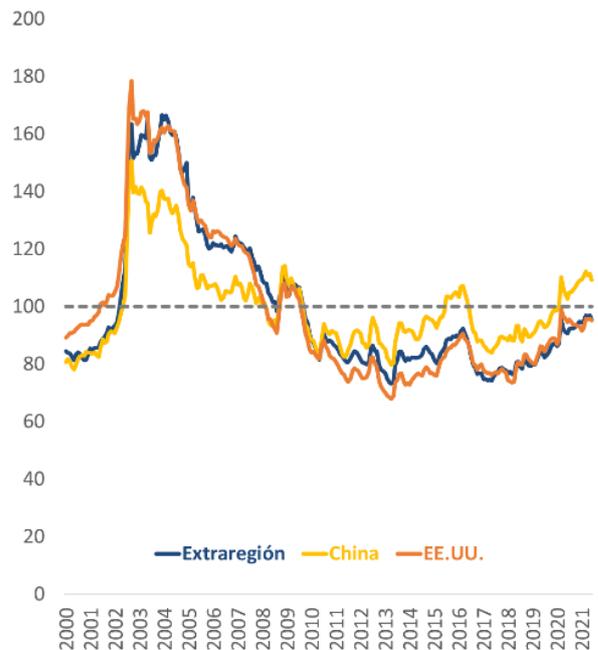
La disminución del dólar en los últimos días ha reavivado el debate sobre las implicancias en la competitividad y la posibilidad de “atraso cambiario”. En Uruguay la discusión sobre la competitividad suele estar muy relacionada a la evolución del tipo de cambio nominal (y consecuentemente del tipo de cambio real) y en función de ello se define si un sector (exportador) es más o menos competitivo.

De hecho, si una economía experimenta un gran aumento de productividad, por fundamentos, el tipo de cambio real tendería a caer. Dicho aumento de productividad haría aumentar su ingreso per cápita, disminuir su brecha frente a países desarrollados y consecuentemente sus monedas tenderían a apreciarse; y no por eso diríamos que está perdiendo competitividad sino lo contrario. Por tanto, a la hora de evaluar existencia de “atraso cambiario” es más relevante observar el tipo de cambio real de fundamentos. Según el último Informe de Política Monetaria del Banco Central el tipo de cambio real efectivo en el segundo trimestre de 2021 se ubicó en el entorno de 3% sobre su nivel de fundamentos (lo que constituiría un leve “adelanto cambiario”). Esto se explicaría por un aumento del gasto/PIB (por obras de UPM y Ferrocarril Central), mejores términos de intercambio y una mayor productividad relativa.

Dado la complejidad de los modelos de TCR de fundamentos, para evaluar situaciones de desalineamiento cambiario respecto a socios comerciales o competidores muchas

veces suelen utilizarse promedios históricos de tipo de cambio real bilateral. Ello no representa un equilibrio ni su nivel de fundamentos, sino simplemente permite observar desvíos significativos.

**Tipo de cambio real extra-región**  
(índice 100=promedio 2000-2021)



\*Promedio 2000-2021 no representa un TCR de equilibrio  
Fuente: Banco Central del Uruguay

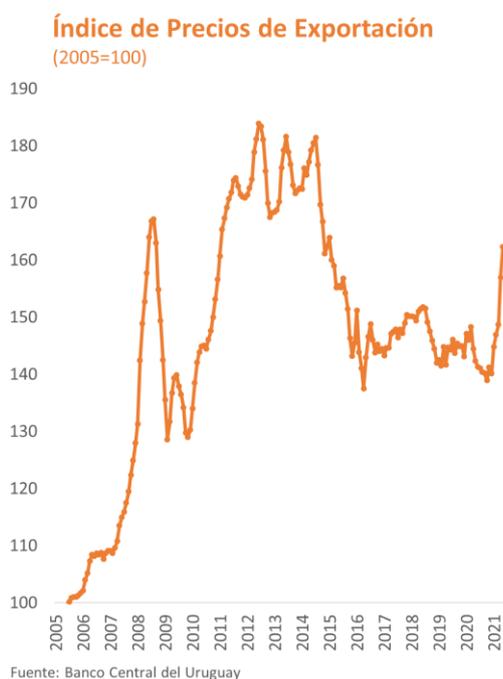
**Tipo de cambio real bilateral con la región**  
(índice promedio 1985-2020=100)



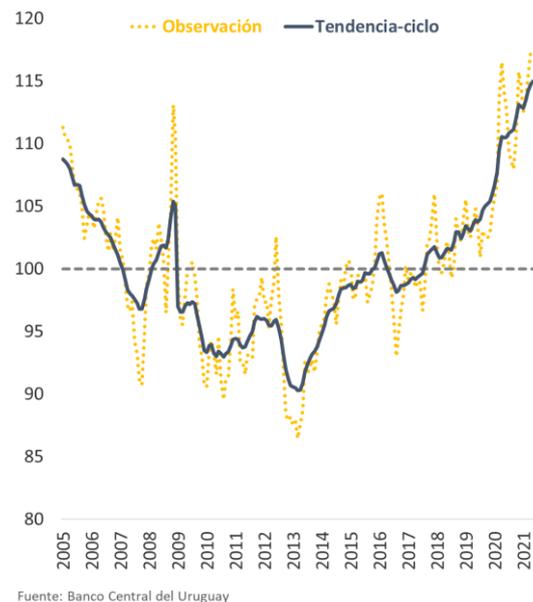
\* Promedio 1985-2020 no representa un TCR de equilibrio  
Fuente: BCB, IBGE, INDEC, Ámbito Financiero, IPC San Luis, INE y BEVSA

En este sentido, Uruguay estaría alineado con la extra-región y desalineado con la región (más producto de que ellos se abaratan por dinámicas económicas inestables en los últimos años).

Por otro lado, a la hora de un análisis integral también debe considerarse la evolución favorable del precio de las materias primas y la mejora en la rentabilidad del sector exportador de bienes, factores que han presentado una notable mejora en los últimos meses.



**Índice de Rentabilidad de la Industria Exportadora** (100=promedio 2005-2021)



Por tanto, bajo el contexto actual, la relativa debilidad del dólar no debería ser visto como una amenaza significativa para la competitividad, ya que se trata de una coyuntura diferente al del quinquenio previo. No obstante, existen algunos sectores, en particular el turismo y el comercio fronterizo, que sí podrían verse afectados por las diferencias cambiarias con la región.

Por último, mencionar que en una economía como la uruguaya (pequeña, abierta y donde el tipo de cambio fluctúa amortiguando shocks externos) la forma más genuina de evitar situaciones de “atraso cambiario” y ser competitivos es converger hacia una inflación baja y estable que permita desarrollar con mayor potencia la política monetaria para acompañar a contraciclo los shocks externos. En este sentido, la decisión de suba de tasas debe ser vista como un compromiso que la autoridad monetaria asume para transitar hacia objetivos de inflaciones más acordes a los registros internacionales.