

Un dólar fuerte rara vez es una buena noticia para las economías de mercados emergentes

Daño colateral

Cosechadora de trigo.

Pablo Druck, Nicolás E. Magud y Rodrigo Mariscal

CUANDO la economía estadounidense crece, otras economías deberían beneficiarse de la fuerte demanda de exportaciones generada por la mayor economía del mundo, no solo directamente, sino también por la demanda del resto del mundo, también favorecido por una mayor demanda en Estados Unidos. Pero para los mercados emergentes, especialmente los exportadores netos de materias primas, la pujanza económica de Estados Unidos es a menudo un arma de doble filo.

Analizando datos correspondientes a 1970–2014, observamos que durante períodos de apreciación del dólar —que duran entre seis y ocho años y generalmente ocurren cuando crece la economía estadounidense— el crecimiento del PIB real en los mercados emergentes se desacelera, aun cuando el crecimiento de Estados Unidos esté impulsando la demanda mundial. En cambio, durante períodos de depreciación del dólar —que duran alrededor de nueve años— a las economías de mercados emergentes les va mejor.

Puede parecer contraintuitivo que cuando la mayor economía del mundo está creciendo y atrayendo importaciones, incluidas las provenientes de mercados emergentes, esas economías se perjudiquen. Pero el efecto a la baja que ejerce la apreciación del dólar en los precios mundiales de las materias primas al parecer supera los efectos dinamizadores de una economía estadounidense sólida. A medida que el dólar se aprecia, los precios en dólares de las materias primas tienden a caer, reduciendo los ingresos de las economías de mercados emergentes y ralentizando el aumento de su demanda interna. El resultado es una desaceleración del crecimiento del PIB real en ese tipo de economías.

Efecto depresivo

Los efectos depresivos de un dólar más fuerte ocurren aun cuando crezca la demanda externa de los productos de las economías de mercados emergentes cuyas monedas, al depreciarse, abaratan sus exportaciones. Es decir, aun cuando las exportaciones

netas crezcan más, la desaceleración del crecimiento de la demanda interna es proporcionalmente mayor, lo que determina un menor ritmo de producción interna agregada. Esto ocurre aun cuando se tome en cuenta la creciente influencia ejercida por China en los precios de las materias primas, particularmente desde fines de la década de 1990. Asimismo, más allá de los efectos de un dólar más fuerte y un crecimiento más rápido del PIB real de Estados Unidos en la actividad de los mercados emergentes, el alza de las tasas de interés de Estados Unidos que termina acompañando el crecimiento de su economía, reduce *aún más* el crecimiento en aquellas otras economías. Estos efectos son más fuertes en los países con menor flexibilidad cambiaria. Aunque las economías exportadoras netas de materias primas son las más afectadas, los países que deben importar capital para la inversión o insumos para la producción interna también se ven afectados. Eso sucede porque el precio de la mayoría de tales importaciones se cotiza en dólares. Además, los costos de endeudamiento aumentan al subir las tasas de interés, afectando a las empresas que contraen deuda para financiar inversiones.

En el último año los mercados emergentes han sufrido los efectos de un dólar en alza y precios de las materias primas en baja. La persistencia esperada de un dólar fuerte y el aumento previsto de las tasas de interés de Estados Unidos tenderán a frenar más el crecimiento de las economías de mercados emergentes en el corto plazo.

¿Por qué este protagonismo del tipo de cambio del dólar? En parte, porque la mayoría de las transacciones internacionales, incluidas las relativas a las materias primas, se negocian en dólares, la moneda que sirve de hecho como medio de pago, reserva de valor y unidad de cuenta a nivel mundial. Y, quizá con excepción de China (de todos modos, un importador de materias primas), las economías de mercados emergentes no pueden afectar mucho el tipo de cambio multilateral de Estados Unidos. Por ello, si bien la evolución

de Estados Unidos afecta a todas las economías de mercados emergentes, lo que acontezca en estas últimas tiene escaso efecto en el primero. Además, la política macroeconómica de Estados Unidos toma poco en cuenta a las economías en desarrollo. Eso significa que el tipo de cambio real de Estados Unidos será probablemente más relevante para una economía de mercado emergente que sus propios términos de intercambio, es decir, el precio relativo de las exportaciones de un país respecto de sus importaciones. El dólar es, en definitiva, el motor que impulsa la dinámica de los mercados emergentes: los términos de intercambio son solo el vehículo.

Efectos del dólar real

El efecto del tipo de cambio real del dólar en las economías de mercados emergentes puede observarse en un panorama década por década de los efectos en el PIB de América del Sur. La historia es similar en otras regiones.

Década de 1970: Este fue un período de depreciación del dólar. La política monetaria de Estados Unidos fue expansiva, con bajas tasas de interés reales (descontada la inflación) que oscilaron en torno al 2 por ciento. La actividad económica de ese país atravesó dos recesiones y un período de alta inflación y lento crecimiento (comúnmente denominado estanflación). América del Sur registró un fuerte crecimiento de su PIB real (más de 6 por ciento en promedio), en medio de dos fuertes subidas del precio del petróleo (en 1973 y 1979) junto con precios más altos de las materias primas en un plano más general.

Década de 1980: Como consecuencia de la alta inflación en Estados Unidos, la Reserva Federal, su banco central, endureció la política monetaria a principios de la década de 1980. Las tasas de interés reales llegaron al 8 por ciento. Como resultado, el dólar se apreció y los precios de las materias primas cayeron. La economía de Estados Unidos entró en recesión, pero se recuperó con rapidez y creció vigorosamente durante el resto de la década. En América del Sur el crecimiento fue tan mediocre que el período se conoce como la “década perdida” para la región. Además, el alza de las tasas de interés de Estados Unidos causó un fuerte aumento en el costo del financiamiento internacional, que en muchos casos provocó una crisis de deuda soberana, en América Latina y en algunas otras economías en desarrollo.

Década de 1990: A la recesión de 1993 siguió un período sostenido de fuerte crecimiento en Estados Unidos, uno de los más largos de la historia reciente. Las tasas de interés reales fueron más altas que en la década de 1970, aunque más bajas que en la de 1980. El dólar se fortaleció progresivamente. Los precios de las materias primas se debilitaron mayormente. El crecimiento del PIB real en América del Sur fue de alrededor de 3 por ciento, inadecuado para las economías de mercados emergentes y menor que el esperado dadas las reformas estructurales que la región adoptó en los primeros años de la década para estimular el crecimiento.

Década de 2000: La década comenzó con bajas tasas de interés reales, un dólar en descenso y sólidos precios de las materias primas gracias a la fuerte demanda externa, particularmente desde China. América del Sur registró un auge, creciendo a una tasa de alrededor de 4½ por ciento, hasta la crisis financiera mundial de 2008–09.

Década de 2010: El dólar ha estado nuevamente apreciándose, especialmente desde mediados de 2014. Los precios de las

materias primas se han debilitado, y se prevé que permanezcan débiles en el mediano plazo. A juzgar por lo ocurrido en las últimas cuatro décadas y media, las economías de mercados emergentes enfrentan ahora un período de bajo crecimiento del PIB real, al menos más bajo que cuando el dólar se había debilitado y los precios de las materias primas eran elevados. De hecho, últimamente la actividad económica en los mercados emergentes se ha venido desacelerando, y el dólar, que se apreció alrededor de 15 por ciento entre junio de 2014 y julio de 2015, aparece nuevamente como uno de los factores que está frenando el crecimiento en las economías de mercados emergentes, cuyas perspectivas han sido revisadas a la baja varias veces por el FMI (2015) y por el mercado en términos más generales en los últimos meses.

Crecimiento más atenuado

A partir de las experiencias de las economías de mercados emergentes y en desarrollo, hemos documentado algunas generalizaciones amplias acerca de lo acaecido en promedio, usando datos anuales para 63 de esos países durante 1970–2014:

- Los períodos de apreciación del dólar coinciden con un crecimiento más lento del PIB real en todas las regiones de mercados emergentes (gráfico 1). Durante períodos de depreciación del dólar, a esas economías les va mucho mejor, especialmente en las regiones que son exportadoras netas de materias primas. Concretamente, observamos un fuerte comovimiento en América Latina (particularmente entre los países de América del Sur que son exportadores netos de materias primas), las economías emergentes de Europa, y Oriente Medio y el Norte de África y, en menor medida, en las economías emergentes de Asia.

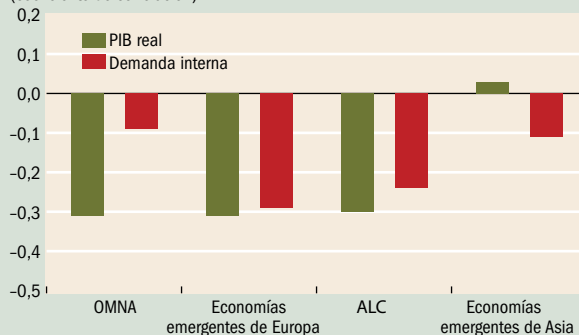
- Cuanto más se fortalece el dólar, tanto más se debilita la demanda interna en las economías de mercados emergentes. La

Gráfico 1

De la mano

Cuando el dólar se aprecia, la tasa de crecimiento del PIB real (descontada la inflación) y de la demanda interna se desacelera en las economías de mercados emergentes de la mayoría de las regiones del mundo.

(coeficiente de correlación)



Fuente: Banco de Pagos Internacionales; Banco de la Reserva Federal de St. Louis, *Real Narrow Effective Exchange Rates for the United States*, y FMI, informe WEO.

Nota: El coeficiente de correlación muestra la concordancia entre la apreciación del dólar y el PIB real y la demanda real en las diversas regiones. La apreciación del dólar se mide por el tipo de cambio real efectivo con cada una de las regiones. Las tasas de crecimiento son promedios móviles de tres años. El PIB real se calcula como el promedio ponderado por paridad de poder adquisitivo de los países agrupados en cada región. La demanda interna es igual a consumo privado + consumo público + inversión privada + exportaciones netas. ALC = América Latina y el Caribe. OMNA = Oriente Medio y Norte de África. El período abarca 1970–2014.

demanda interna, que es un importante factor de impulso de la actividad económica, parece ser afectada por el poder adquisitivo del tipo de cambio efectivo real (véase el recuadro), y es a través de ella que el tipo de cambio efectivo real de Estados Unidos se transmite a la actividad económica de las economías de mercados emergentes y en desarrollo. El impacto en la demanda interna parecería ser menor en el caso de los países de Oriente Medio, Norte de África y las economías emergentes de Asia, y mayor en América Latina y las economías emergentes de Europa.

- Los períodos de tasas de interés más altas en Estados Unidos tienden a acompañar a un dólar más fuerte, y viceversa. Esas tasas más elevadas incrementan los flujos de capital hacia Estados Unidos porque los inversores buscan mayores rendimientos, lo cual hace que el dólar se aprecie.

- Las tasas de interés más altas en Estados Unidos se asocian con un crecimiento más fuerte de esa economía, aunque no siempre es así. Un crecimiento más fuerte termina finalmente generando presiones inflacionarias a medida que la demanda interna se aproxima a la capacidad de la economía de producir bienes y servicios con eficiencia. El alza de los precios induce a la Reserva Federal a ajustar la política monetaria elevando las tasas de interés, lo cual aumenta los costos de endeudamiento para las empresas y las personas y mitiga así las presiones inflacionarias al reducir el crecimiento del crédito, lo cual deprime la actividad económica. Sin embargo, ha habido unos pocos períodos en los que la relación entre la actividad económica y las tasas de interés en Estados Unidos no fue tan estrecha.

- Cuando el dólar está en un ciclo de apreciación, el precio de las materias primas se debilita, lo cual a su vez reduce el crecimiento de los mercados emergentes.

El ciclo del dólar

Como ya se ha dicho, un canal importante para el efecto negativo que ejerce un dólar más fuerte en los mercados emergentes es la caída de los precios en dólares de las materias primas. Cuando las

exportaciones de esos bienes tienen un menor poder adquisitivo medido en dólares, se reduce el ingreso real de un país. La demanda interna caerá, como también lo hará el producto económico. Lo contrario ocurre durante períodos de debilidad del dólar.

Durante el período 1970–2014, observamos tres ciclos de apreciación y tres de depreciación (gráfico 2). Las depreciaciones del dólar real fueron, en promedio, más fuertes y más prolongadas que los ciclos de apreciación real. La apreciación real promedio es de 3,2 por ciento anual, con una duración promedio superior a seis años (ocho años si no se incluye la actual apreciación en proceso del dólar); el promedio de la depreciación real anual es de 3,8 por ciento, con una duración media cercana a los nueve años. Además, estos ciclos son persistentes. Un período de apreciación real tiene una probabilidad 83 por ciento mayor de estar seguido de otro período de apreciación que por uno de depreciación. En el caso de una depreciación real, la probabilidad de continuación es de alrededor de 88 por ciento.

Para dar más sustento a nuestras observaciones utilizamos un análisis de eventos, que procura relacionar en el tiempo cómo se comporta el PIB en las economías de mercados emergentes, según esté el dólar en un ciclo de apreciación o de depreciación.

Ese análisis mostró que, con excepción de América Central y México, el PIB real es menor en todas las regiones durante períodos de apreciación del dólar. Este patrón se observa en el caso de

Gráfico 2

Altibajos

El dólar pasa por ciclos de largo plazo en los que su valor se aprecia y deprecia en relación con la mayoría de las demás monedas.



1970-78 1979-85 1986-92 1993-2001 2002-11 2012-presente
 ↓ Depreciación del dólar ↑ Apreciación del dólar

Fuente: Cálculos de los autores.

Términos de intercambio

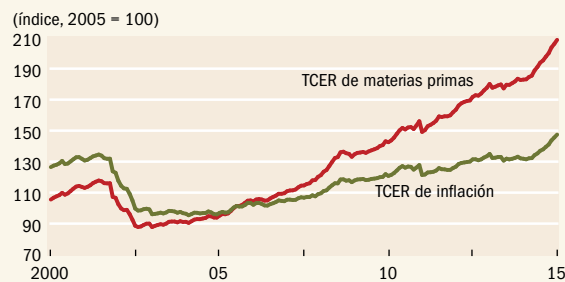
El tipo de cambio efectivo real (TCER) mide el valor de la moneda de un país en relación con las monedas de los países con los cuales aquel comercia, ajustado por inflación. Es una medida del poder adquisitivo.

Para determinar el TCER, el tipo de cambio nominal de un país con cada socio comercial se multiplica por el índice de precios al consumidor de dicho país, ponderado por el porcentaje de exportaciones de cada uno de los socios comerciales y luego se divide por el índice de precios al consumidor del país.

Para construir un índice que refleje el poder adquisitivo de una economía, su TCER puede ser ajustado para arrojar el tipo de cambio real efectivo de los términos de intercambio de las materias primas. Los índices ponderados de precios al consumidor incluidos en el TCER son reemplazados por los términos de intercambio de las materias primas ponderados por el comercio correspondientes a cada país. Los términos de intercambio se miden como los precios de exportación de un país divididos por los precios de importación. Cuando los precios de las materias primas aumentan, el TCER de las materias primas aumenta más que el TCER normal, y viceversa. El gráfico muestra cómo se comparan los dos indicadores del poder adquisitivo en México y América del Sur desde 2000 a 2015.

El poder de las materias primas

Al aumentar los precios de las materias primas a partir de 2007, el poder adquisitivo en términos de materias primas comenzó a superar el poder adquisitivo medido por la inflación relativa en América Latina.



Fuente: Cálculos de los autores.

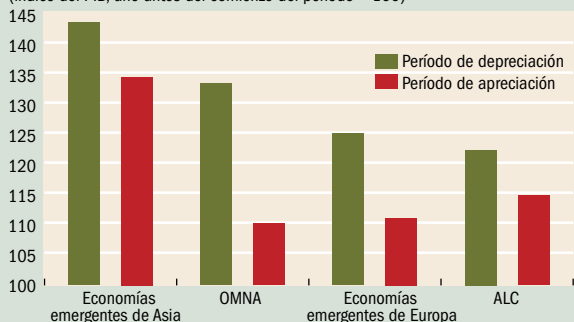
Nota: El tipo de cambio real efectivo (TCER) mide el valor de la moneda de un país en relación con las monedas de los países con los cuales este comercia, ajustado por la inflación de precios al consumidor. El TCER de las materias primas ajusta el valor del TCER basado en la inflación para reflejar el poder adquisitivo en términos de precios de las materias primas. Los países medidos son Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, México, Paraguay, Perú, Uruguay y Venezuela.

Gráfico 3

Freno para el PIB

En la mayoría de las regiones el PIB real crece menos durante períodos de apreciación del dólar que en períodos de depreciación.

(índice del PIB, año antes del comienzo del período = 100)



Fuentes: FMI, informe WEO, y cálculos de los autores.

Nota: El dólar se calcula en términos del tipo de cambio efectivo real con respecto a cada región.

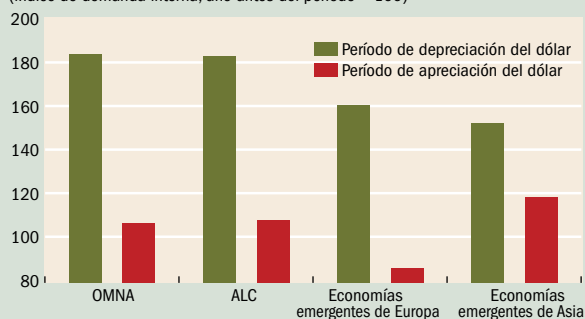
El PIB real regional se calcula como el promedio ponderado por paridad de poder adquisitivo de los países agrupados en cada región. ALC = América Latina y el Caribe. OMNA = Oriente Medio y Norte de África. El PIB se calcula como un promedio regional. El período abarca 1970-2014.

Gráfico 4

Hay demanda

Durante períodos de depreciación del dólar, la demanda interna crece con fuerza en la mayoría de los mercados emergentes. Cuando el dólar se aprecia, el crecimiento de la demanda interna es más moderado.

(índice de demanda interna, año antes del período = 100)



Fuentes: FMI, informe WEO, y cálculos de los autores.

Nota: El dólar se calcula en términos del tipo de cambio efectivo real con respecto a cada región. La demanda interna es igual a consumo privado + consumo público + inversión privada + exportaciones netas. ALC = América Latina y el Caribe. OMNA = Oriente Medio y Norte de África. La demanda se calcula como un promedio regional. El período abarca 1970-2014.

América Latina en forma agregada, pese al efecto de América Central y México, y especialmente en el de América del Sur, un fuerte exportador neto de materias primas. También se aplica a las economías de mercados emergentes de Oriente Medio y Norte de África, así como las economías emergentes de Europa. En menor medida, también vale para las economías emergentes de Asia. En promedio, el PIB real de América Latina acumula alrededor de 7 puntos porcentuales menos durante un ciclo de apreciación del dólar que durante uno de depreciación. Las diferencias son aun mayores en Oriente Medio y Norte de África —alrededor de 21 puntos porcentuales— pero no tan drásticas en las economías emergentes de Asia, siendo comparables con América Latina al ubicarse en 7 puntos porcentuales (gráfico 3). La diferencia no es tan marcada en América Central y México, sin embargo, debido quizás a los fuertes vínculos con Estados

Unidos no relacionados con las materias primas, tales como el comercio, el turismo y las remesas. El vínculo comercial funciona a través de la demanda externa de bienes, el turismo impulsa la demanda externa de servicios y las remesas transfieren recursos desde Estados Unidos a México, América Central y el Caribe. Todo contribuye a sustentar la demanda interna y el ingreso en esas economías de mercados emergentes y en desarrollo, compensando cualquier efecto de ingreso negativo generado por un dólar más fuerte. Los países cuyas monedas están ligadas al dólar o donde este se usa como moneda de curso interno tienden a estar más sincronizados con el ciclo del dólar.

Con excepción de América Central y México, todas las regiones y subregiones experimentan un crecimiento real mucho más fuerte de la demanda interna cuando el dólar está más depreciado. En muchas de las regiones, la demanda interna de hecho cae o se mantiene invariable cuando el dólar se aprecia. Esta es una contundente indicación del impacto negativo de un dólar más fuerte en el poder adquisitivo de la demanda interna. A su vez, eso indica que el menor ingreso en dólares resultante de la caída de precios de las materias primas (efecto de ingreso) es más importante que el aumento de la actividad económica que generalmente acompaña a las exportaciones cuando la moneda nacional se deprecia (situación comúnmente conocida como efecto de reorientación del gasto, porque genera una mayor demanda externa al abaratare en dólares los bienes internos, gráfico 4).

¿Hacia dónde va el dólar?

El dólar se ha venido apreciando al menos desde mediados de 2014, y, en función de los datos históricos, hay más de 80 por ciento de probabilidad de que seguirá haciéndolo en el corto y mediano plazo, en concordancia con los ciclos de apreciación identificados de entre seis y ocho años. Eso significa que los precios en dólares de las materias primas tenderán a continuar debilitados, y la demanda interna y la reducción del poder adquisitivo en dólares implican que el crecimiento del PIB real en las economías de mercados emergentes será más lento que cuando el dólar cae.

Si la Reserva Federal comienza a elevar las tasas de interés y revierte la política extraordinaria de expansión monetaria que inició durante la crisis financiera mundial, es aún más probable que el dólar se mantenga fuerte. Los flujos de capital hacia las economías de mercados emergentes tenderán a moderarse en el mejor de los casos (y, en un escenario pesimista, podría haber fuga de capitales), lo cual podría exacerbar los efectos de la caída de precios de las materias primas. Además, los costos de financiamiento internacional aumentarían. Eso significa, en general, que las perspectivas externas para estas economías no son alentadoras. ■

Pablo Druck y Nicolás Magud son Economistas Principales y Rodrigo Mariscal es Asistente de Investigación en el Departamento del Hemisferio Occidental del FMI.

Este artículo se basa en un documento de trabajo del FMI de 2015, "Collateral Damage: Dollar Strength and Emerging Markets' Growth", preparado por Pablo Druck, Nicolás Magud y Rodrigo Mariscal.

Referencia:

Fondo Monetario Internacional (FMI), 2015, Perspectivas de la economía mundial (Washington, abril y octubre).