

22 de Junio de 2018

## Notas sobre el dólar a nivel global

Nos tomamos un descanso del mercado local para retomar lo que está pasando en el mundo. Recordar que un pequeño cambio de ánimo en el escenario global fue uno de los motivos que iniciaron la corrida. La decisión de recategorizarnos en el club de emergentes esperamos que ayude a revertir el pesimismo y la desconfianza local para lograr estabilizar el dólar, lo que no pudo lograr el Gobierno. A medida que el mercado de cambios pueda estabilizarse, el precio de los activos (bonos y acciones) recuperará parte del terreno perdido. Dicho esto, creo que en el corto plazo debemos olvidarnos de las valuaciones en dólares que se alcanzaron en enero de este año, tanto en renta fija como en renta variable. Estamos en la puerta de una fuerte contracción en el nivel de actividad empujada principalmente por una caída del salario real. La contracción económica traerá incertidumbre política, lo que en teoría debería ponerle un techo más bajo a las cotizaciones. Hoy estamos todavía bien por debajo de ese techo.

### Un mundo globalizado

Como bien sabemos, las tasas de interés y la paridad del dólar a nivel global son variables determinantes para las economías emergentes. En primer lugar, cuanto más alta es la tasa de interés internacional (*fed fund USA* y *Main refinancing operations UE*) más exigentes se ponen las condiciones crediticias para las economías emergentes. En segundo lugar, la fortaleza del dólar suele estar inversamente asociada al precio de las materias primas y a los flujos de capitales hacia las economías en desarrollo. A su vez, estas dos variables suelen estar mutuamente relacionadas. A mayor tasa de interés en Estados Unidos mayor es la fortaleza de su moneda.

Durante las últimas semanas, el sacudón en las economías emergentes estuvo asociado a estas variables. Básicamente, al miedo por una mayor tasa de interés internacional y un dólar más fuerte. La simple amenaza, un simple amague como veremos, provocó una reversión en los flujos de capitales que se dirigían a las economías emergentes. A mayor vulnerabilidad económica,

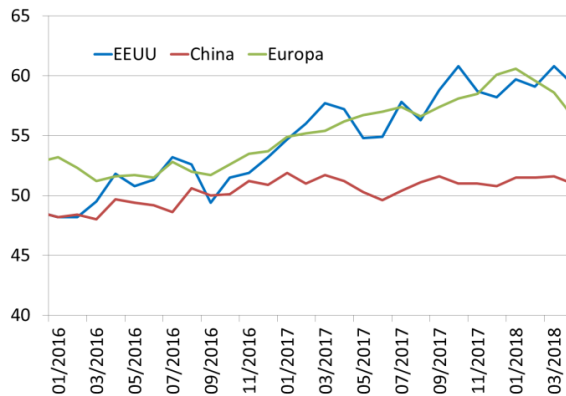
más agresiva y dolorosa fue la salida de capitales. Los que más sufrieron fueron Turquía, Rusia, Brasil y Argentina. A continuación, unas breves notas sobre las variables más relevantes para entender la dinámica del dólar. Como veremos, hay una diferencia abismal entre entender y pronosticar, más todavía cuando las señales son contradictorias.

### El ritmo de la economía global

A continuación dejamos dos cuadros para seguir el ritmo de la economía global. En primer lugar las estimaciones de crecimiento para el 2018. Las estimaciones (FMI WEO) muestran para este año que la economía global marcha no sólo a buen ritmo, sino que además exhibe un crecimiento difundido. La inmensa mayoría de los países está creciendo, un buen síntoma para la economía global. Si bien la reciente volatilidad en varias economías puede llevar a actualizar las estimaciones, los datos de alta frecuencia por el momento no muestran un brusco cambio en la tendencia. En el segundo cuadro detallamos el índice PMI. Actúa como indicador que anticipa el ciclo económico, un PMI por encima de 50 refleja expansión del sector manufacturero, por debajo una contracción. Como se observa, a partir de marzo el indicador anticipa una desaceleración en Europa, pero todavía se ubica por encima de los 50. En cambio China, Estados Unidos y Japón se mueven a buen ritmo positivo. Los datos de mayo para Estados Unidos incluso muestran una aceleración en el nivel de actividad, anticipando un segundo trimestre bien por encima del 3%. Reflejo de la buena marcha de la economía Norteamérica, el S&P recuperó casi toda la pérdida de principios de año anticipando muy buenos balances para el segundo trimestre.

	2016	2017	Projections	
			2018	2019
<b>World Output</b>	<b>3.2</b>	<b>3.8</b>	<b>3.9</b>	<b>3.9</b>
<b>Advanced Economies</b>	<b>1.7</b>	<b>2.3</b>	<b>2.5</b>	<b>2.2</b>
United States	1.5	2.3	2.9	2.7
Euro Area	1.8	2.3	2.4	2.0
Germany	1.9	2.5	2.5	2.0
France	1.2	1.8	2.1	2.0
Italy	0.9	1.5	1.5	1.1
Spain	3.3	3.1	2.8	2.2
Japan	0.9	1.7	1.2	0.9
United Kingdom	1.9	1.8	1.6	1.5
Canada	1.4	3.0	2.1	2.0
<b>Emerging Market and Developing Economies</b>	<b>4.4</b>	<b>4.8</b>	<b>4.9</b>	<b>5.1</b>
China	6.7	6.9	6.6	6.4
India <sup>3</sup>	7.1	6.7	7.4	7.8
Emerging and Developing Europe	3.2	5.8	4.3	3.7
Latin America and the Caribbean	-0.6	1.3	2.0	2.8
Brazil	-3.5	1.0	2.3	2.5
Mexico	2.9	2.0	2.3	3.0
Middle East, North Africa, Afghanistan, and Pakistan	4.9	2.6	3.4	3.7

Fuente: WEO FMI de Abril 2018.



Fuente: Elaboración propia en base a Purchasing Manager's Index.

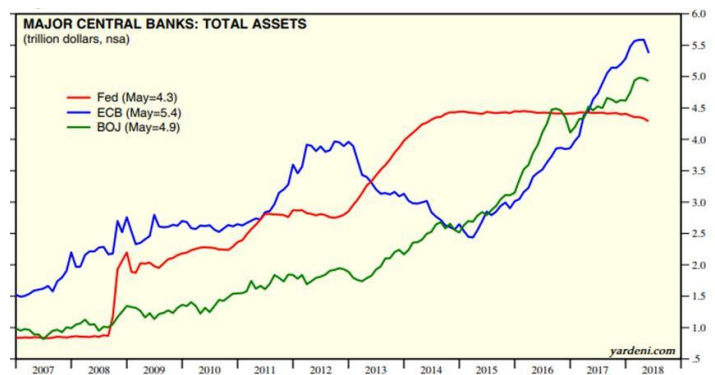
Mientras la economía global se mueva en estos niveles sin grandes tropiezos, menores son las probabilidades de una abrupta apreciación del dólar. Hay dos factores de riesgo a monitorear.

En primer lugar, la guerra arancelaria y sus potenciales efectos sobre el comercio internacional. El Banco Mundial estima una posible pérdida del 9% en el comercio mundial en un escenario donde las tarifas suben hasta los topes permitidos por la OMC. El mundo cuando comercializa crece, cuando no comercializa se paraliza. Recomiendo leer [esta nota](#) de Federico Steinberg, el mejor docente que tuve en comercio internacional, donde advierte sobre los riesgos de una eventual guerra comercial. A principios de julio entrarán en vigor aranceles para las importaciones chinas a EEUU por valor de 200.000 millones dólares. China no se quedará atrás y podrá implementar aranceles más altos, una depreciación de su moneda o las barreras no arancelarias.

La segunda cuestión importante es el riesgo geopolítico en Europa. En estas semanas la incertidumbre vino de Italia y en menor medida de España. Pero en el último tiempo tuvimos otras fuentes de incertidumbre como el Brexit, el referéndum de Crimea, la crisis Griega, etc. De presentarse algún cisne negro en el camino, el dólar se fortalecerá y las economías emergentes sentirán el cimbronazo.

## Diferentes etapas en la expansión monetaria

Otra cuestión clave en la paridad del dólar es la política monetaria de los Bancos Centrales. En este punto vemos una gran diferencia entre la FED y el BCE. La Reserva Federal comenzó gradualmente a normalizar la política monetaria desde el 2016, subiendo las tasas de interés de corto plazo e interrumpiendo la expansión de su balance. En cambio, el viejo continente mantiene las tasas de corto plazo en cero y todavía continúa expandiendo su balance. Esto provoca que el rendimiento de los títulos soberanos coticen con un claro spread, mientras un treasury americano a 10 años rinde cerca del 3%, un bono Alemán tiene una TIR menor al 0.5%. En un escenario optimista donde los riesgos geopolíticos del bloque común no pasan a mayores, recién a fines de año el BCE comenzaría a normalizar su política monetaria.



Fuente: blog.yardeni.com

¿Este diferencial de rendimientos no debería seguir fortaleciendo el dólar? No es del todo claro. Si bien la tasa de corto plazo que maneja la Reserva Federal viene subiendo desde el 2016, las tasas de mercado (10 años) se mueven muy por debajo. Esto hace que el rendimiento de los bonos cortos se acerque al rendimiento de los títulos largos y la curva se aplane. El aplanamiento de la curva le pondrá un techo a la suba de tasas, difícilmente la Reserva Federal convalide una reversión de la curva. Recordar que siempre que la curva se invirtió, unos trimestres después la economía norteamericana entró en recesión.

# RESUMEN ECONÓMICO

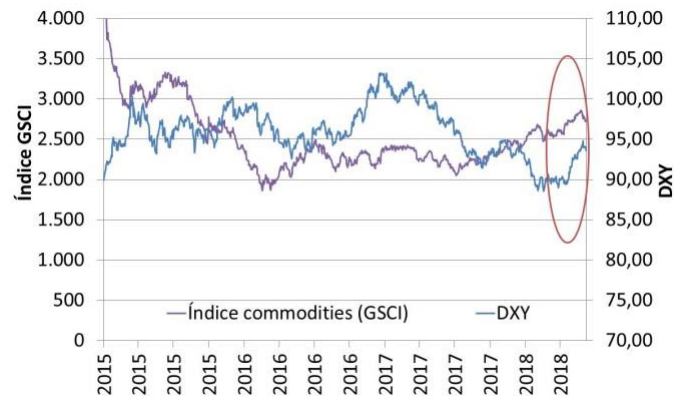
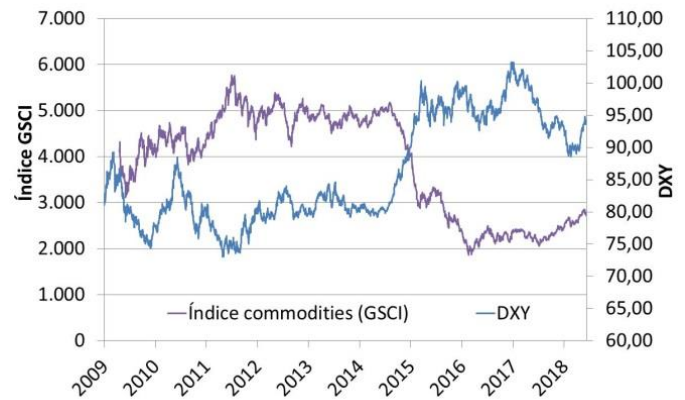


Fuente: Federal Reserve Bank of St. Louis

## El dólar y los commodities

Cada commodity es un mundo, con sus propias particularidades en su oferta y demanda. Pero todas comparten una variable a la hora de formar los precios, la cotización de dólar. Las materias primas cotizan, negocian y se comercializan mayoritariamente en dólares. Con lo cual, la debilidad en la cotización de dicha moneda se traduce en un aumento del precio nominal medido en dólares. Por el contrario, la fortaleza del dólar suele castigar el precio de las materias primas. Esta amenaza explica gran parte de la reversión de los flujos hacia algunas economías emergentes en las últimas semanas.

Sin embargo, como se puede observar en el gráfico, en esta oportunidad los commodities han resistido al fortalecimiento del dólar. Esta circunstancia se puede dar por varios motivos, el primero es que la apreciación de la divisa norteamericana fue muy gradual. En segundo lugar, si bien la extrema bonanza de la década anterior difícilmente se repita, los cambios demográficos y la todavía latente demanda de materias primas (sobre todo las nuestras) producto de las nuevas clases medias le brindan un fuerte soporte a las cotizaciones.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bloomberg.

Por último, otra cuestión fundamental es que, a contramano de los factores que destacamos hasta el momento, el mercado no espere un dólar mucho más fuerte a futuro. Y en este punto es importante el programa fiscal del Presidente Trump. Según los datos del CRFB, los recientes cambios impositivos y en los gastos presupuestados, arrojan un déficit permanente de un trillón de dólares (anglosajon) a partir del año próximo (crecerá del 3,5% en 2017 al 5,3% del PBI en 2019) y una deuda que excederá el tamaño del PBI en una década (ratio deuda/PBI crecería del 76% al 101% en los próximos diez años).

Este crecimiento del déficit público y la deuda naturalmente ejercerá presión sobre el déficit externo norteamericano. Como bien sabemos, los déficits externos consistentes actúan debilitando la moneda del país, en este caso el dólar.

Resumiendo, la dinámica del dólar a futuro creo que es incierta. Tenemos factores de corto plazo que anticipan una mayor fortaleza de la divisa, como los conflictos geopolíticos y las diferentes velocidades en las políticas monetarias. Tenemos por otro lado un mundo incierto pero que al mismo tiempo se las arregla para crecer a buen ritmo, lo que debería quitarle presión al dólar. Por último, el fenómeno Trump es determinante, no solo por las potenciales guerras comerciales sino fundamentalmente por el sendero fiscal deficitario de EEUU. En una eventual reelección del Republicano que consolide su política de estímulos fiscales, difícilmente veamos un super dólar a nivel global.

Buen fin de semana,

*Juan Battaglia*  
*Economista Jefe*

## Breve Comentario Futbolero

Este apartado quiere compartir la historia de Luka Modric ([ver acá](#)), excepcional futbolista de Croacia que nos deslumbra todos los fines de semana en el Madrid. Modric (o el niño que rompía más ventanas que las bombas serbias) creció en plena guerra de los Balcanes, fue refugiado con su familia y vio como mataron a su abuelo a los 6 años de edad. Nosotros todavía creemos que “guapeza” es ver a un técnico insultando a un rival. “Guapo” es Modric jugando al futbol.