

6.1

Tipo de  
Cambio y  
Mercado de  
Divisas

6.2

Regímenes  
Cambiaros

6.3

Tasas de  
Interés y  
Riesgo País

6.4

Las  
Expectativas  
y la Paridad  
de Tasas de  
Interés

6.5

Determinantes y  
Consecuencias  
de los Flujos de  
Capitales

6.6

Vulnerabilidad  
Financiera  
y Crisis de  
Balanza de  
Pagos

6.7

Opciones  
y Desafíos  
de Política

6.8

Resumen

6.9

Preguntas de  
repasso

6.10

Bibliografía

# FINANZAS INTERNACIONALES

¿Cuál es la importancia que tiene el tipo de cambio en el funcionamiento de una economía abierta? ¿Cómo funciona el mercado de divisas? ¿Cuál es la relación que existe entre el tipo de cambio nominal y el tipo de cambio real? ¿Cuál es la relación entre el tipo de cambio y la competitividad? ¿De qué dependen las fluctuaciones del tipo de cambio? ¿Qué tipos de regímenes cambiarios pueden adoptar los países? ¿Para qué sirven las reservas internacionales? ¿Qué son las intervenciones del Banco Central en el mercado de cambios? ¿Qué es el riesgo país y de qué manera su nivel afecta a una economía que necesita obtener financiamiento en los mercados internacionales? ¿Qué factores inciden sobre los movimientos internacionales de capitales? ¿Por qué ocurren cambios tan dramáticos en los movimientos financieros entre un país y el exterior? ¿Por qué se considera que los flujos de capitales internacionales pueden afectar la estabilidad macroeconómica? ¿Qué es una crisis de Balanza de Pagos? ¿Cuáles son las ventajas y los inconvenientes que tiene el control de los movimientos internacionales de capitales sobre una pequeña economía abierta?



## Sistemas cambiarios

# Devaluación

## Burbujas financieras

## SUDDEN STOPS

*Dolarización*

Tipo de cambio nominal

Tipo de cambio real

*Paridad de Tasas de Interés de Fisher*

*Efecto contagio*

Arbitraje de Tasas de Interés

## Flotación sucia

*Tasa de interés internacional*

## OVERSHOOTING

Crisis de balanza de pagos

Corrida bancaria

Intervenciones del Banco Central

Cobertura de riesgo cambiario

## RIESGO PAÍS

## RIESGO CAMBIARIO

Sistema de tipo de cambio fijo

Sistema de tipo de cambio flexible

# INTRODUCCIÓN

Existen dos precios que influyen de manera decisiva sobre la dinámica de las relaciones económicas y financieras de un país con el resto del mundo. Ellos son el tipo de cambio y la tasa de interés. El tipo de cambio es la cotización de la moneda de un país (por ejemplo, el peso uruguayo) en términos de una moneda extranjera (por ejemplo, el dólar de Estados Unidos). El tipo de cambio es útil porque permite calcular el precio de los bienes o servicios de un país en términos de la moneda del otro país o, lo que es lo mismo, comparar el precio de un bien medido en una misma moneda de denominación. La tasa de interés puede ser descrita, en términos generales, como “el precio del dinero”: es el costo de endeudarse en dinero por unidad de tiempo, o el retorno de invertir en un activo financiero (dinero o capital).

Un aspecto central del estudio de las finanzas internacionales es analizar y entender los factores que inciden sobre el tipo de cambio y la tasa de interés en una economía abierta. También buscan entender el impacto que la evolución de estas variables tienen sobre el

funcionamiento de una economía, y los flujos de bienes, servicios y capitales entre países.

La primera sección de este capítulo analiza el funcionamiento de los mercados de cambios y su papel en el análisis de la macroeconomía. Se establece la distinción entre tipo de cambio nominal y tipo de cambio real. En la segunda sección se presentan distintos esquemas de política que pueden adoptar los países para manejar o influir sobre el tipo de cambio de mercado. En la tercera sección se estudia el proceso de determinación de las tasas de interés a las que puede obtener financiamiento una economía abierta, y el papel fundamental de la calidad crediticia soberana (riesgo país). En la sección 4 se analiza el papel de las expectativas en la determinación de la tasa de interés y se establecen las relaciones de arbitraje fundamentales que vinculan las tasas de interés domésticas con las internacionales.

En la quinta sección se analizan los factores determinantes de los flujos de capitales internacionales y las consecuencias que éstos tienen sobre el funcionamiento

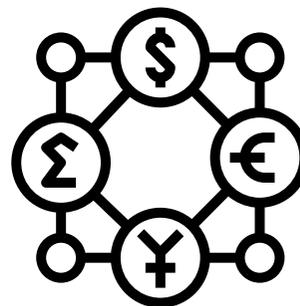
macroeconómico de una pequeña economía abierta como la uruguayo. En particular, los flujos de capitales hacia economías emergentes como la uruguayo suelen ser muy volátiles, con algunos períodos de exuberancia seguidos de interrupciones súbitas, por razones a veces ajenas a estas economías. Ese ir y venir de los capitales hacia países emergentes genera desafíos permanentes para el manejo macroeconómico y financiero. En la sección 6 se analiza las vulnerabilidades financieras de una economía ante cambios súbitos en el acceso a crédito internacional y la gestación de las crisis de balanza de pagos. A su vez, en esta sección se analiza la forma en que las crisis de balanza de pagos influyen sobre la eficacia de las políticas macroeconómicas y sobre las condiciones de acceso al financiamiento internacional de una economía. En la sección 7 se analizan algunas opciones de política económica para aprovechar los beneficios del comercio de activos financieros, y al mismo tiempo mitigar los efectos potencialmente desestabilizadores de los movimientos internacionales de capitales.

# 6.1

## TIPO DE CAMBIO Y MERCADO DE DIVISAS

Tanto el comercio internacional como las transacciones financieras entre países normalmente requieren del intercambio entre diferentes monedas. Es muy inusual que una operación de comercio exterior, o una transacción financiera internacional se pacte en pesos uruguayos, pues no es una moneda comúnmente aceptada en el resto del mundo. Si bien en el mundo hay más de 180 monedas diferentes, la mayoría de las transacciones internacionales se realizan fundamentalmente en dólares, euros o yenes (moneda de Japón).

Por lo tanto, los exportadores que reciben ingresos en dólares deberán obtener los pesos con los cuales comprar insumos, pagar salarios y cumplir con sus obligaciones tributarias, entre otras transacciones que requieren el uso de la moneda nacional. Los importadores, por su parte necesitarán comprar dólares para cerrar sus operaciones comerciales con el exterior, al tiempo que venden sus productos en el mercado doméstico, en muchos casos en moneda nacional. Los exportadores e importadores constituyen dos actores fundamentales de los mercados de divisas participando como oferentes y demandantes, respectivamente de moneda extranjera.



En el mundo hay más de 180 monedas diferentes, aunque la mayoría de las transacciones internacionales se realizan en dólares, euros o yenes.



## 6.1.1

# TIPO DE CAMBIO NOMINAL Y TIPO DE CAMBIO REAL

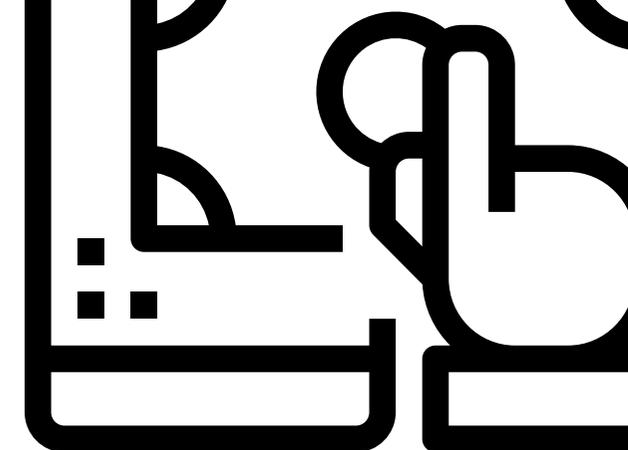
El **tipo de cambio nominal** es la cotización de una moneda nacional en términos de una moneda extranjera. Generalmente se expresa a través del número de unidades de moneda nacional que se debe pagar para adquirir una unidad de moneda extranjera (aunque hay países como Inglaterra en donde el tipo de cambio se expresa como unidades de moneda extranjera por cada libra esterlina).

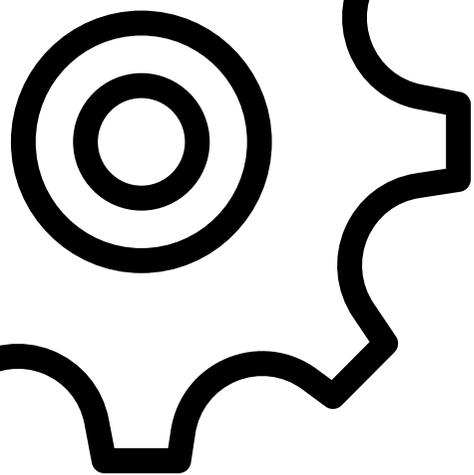
En Uruguay, cuando se habla del tipo de cambio nominal (o precio de la divisa) se suele hacer referencia a la cantidad de pesos que son necesarios para adquirir un dólar de Estados Unidos. Sin embargo, el concepto de tipo de cambio involucra el precio de cualquier moneda extranjera expresada en términos de moneda nacional. Existe, por ejemplo, un tipo de cambio para la moneda de Argentina (el peso argentino) y otro para la moneda de Brasil (el real).

Se dice que la moneda nacional se deprecia cuando aumenta el tipo de cambio nominal, es

decir, cuando se necesita una cantidad mayor de pesos para obtener un dólar. Cuando el tipo de cambio nominal experimenta una suba abrupta e importante (ya sea por una medida del gobierno o fuerzas del mercado), se la refiere como "devaluación del peso", o simplemente, que el peso "se debilita".

Un tipo de cambio nominal más alto, es decir, un mayor precio del dólar, no necesariamente implica que el dólar tenga un mayor poder adquisitivo respecto a los bienes y servicios de una economía. Un bien cualquiera (por ejemplo, un par de zapatos o una hamburguesa) podría aumentar de precio simplemente porque todos los demás precios están aumentando y no por ello se debería decir que se encareció en relación a otros bienes. De igual forma, un tipo de cambio más alto puede venir acompañado de precios internos más altos y podría ocurrir que los precios expresados en dólares fueran los mismos. En esta hipotética situación el dólar mantendría el mismo valor en términos del poder adquisitivo de los bienes y servicios





en la economía. Por lo tanto, el tipo de cambio nominal proporciona información limitada acerca de si el dólar está "caro" o "barato" en un determinado país.

Para reflejar de forma más adecuada el valor real (o el poder adquisitivo) del dólar en un determinado país, se utiliza la variable **tipo de cambio real** (TCR). El TCR resulta de la comparación de los precios vigentes en dos economías expresados en la misma moneda:

$$\text{TCR} = \frac{\text{TCN} \times P^*}{P}$$

donde **P** es el precio promedio de una canasta representativa de bienes y servicios en la economía local, TCN es el tipo de cambio nominal de la moneda nacional de dicho país respecto al dólar y **P\*** es el precio promedio en dólares vigente en Estados Unidos.

En el numerador de esta expresión se multiplica el tipo de cambio nominal por el precio en dólares del bien externo, para obtener el precio del bien externo expresado en moneda nacional. En el denominador se encuentra el precio del bien interno, naturalmente expresado

en moneda local. Una vez que ambos precios están expresados en la misma unidad (es decir, pesos) es posible compararlos, dividiendo el precio del bien externo por el del bien interno. Puede apreciarse que este cociente es un **precio relativo**. En definitiva, el tipo de cambio real establece la relación a la cual es posible intercambiar los bienes producidos localmente por los bienes producidos en el resto del mundo.

La consideración del siguiente ejemplo puede ayudar a entender la relación entre el tipo de cambio nominal y el tipo de cambio real. Considérese que un mismo bien (un alfajor de chocolate) se produce en Uruguay y en Estados Unidos. El alfajor en Estados Unidos se vende a 1 dólar, mientras que en Uruguay se vende a \$30. Para poder comparar ambos precios es necesario expresarlos en una moneda común, para lo que se utiliza el tipo de cambio nominal. Si se supone que el dólar cotiza a \$30 en el mercado de cambios uruguayos, es posible intercambiar cada alfajor uruguayo por un alfajor importado, pues ambos valen la misma cantidad de pesos (es decir, la relación de intercambio es de 1 a 1). Si se eligiera el dólar como unidad de cuenta, la conclusión sería exactamente la misma.

¿Qué sucedería si en Uruguay el tipo de cambio nominal subiese de 30 a 33 pesos, sin que se vieran modificados los precios de los alfajores en ambos países? En este caso, el alfajor de Estados Unidos pasaría a valer 33 pesos, encareciéndose respecto al alfajor uruguayo que continúa a \$30. La relación de intercambio pasaría a ser de 1,1 unidades de alfajores uruguayos por cada alfajor importado desde Estados Unidos. Si el alfajor fuera el único bien existente en ambas economías el TCR sería 1,1. Puesto de otra manera, tras un aumento del tipo de cambio del 10 por ciento, el precio en dólares del alfajor uruguayo se abarató en aproximadamente 10 por ciento en relación al alfajor importado, ya que pasó de valer 1 dólar a valer 0,91 dólares (30/33).

Si el tipo de cambio y el precio en Estados Unidos se mantuvieran constantes, pero el precio del alfajor en Uruguay subiera a \$32, el alfajor uruguayo pasaría a costar 1,06 dólares, con lo que se encarecería respecto al precio del alfajor importado desde Estados Unidos. En este caso, el TCR disminuiría hasta situarse en 0,94.

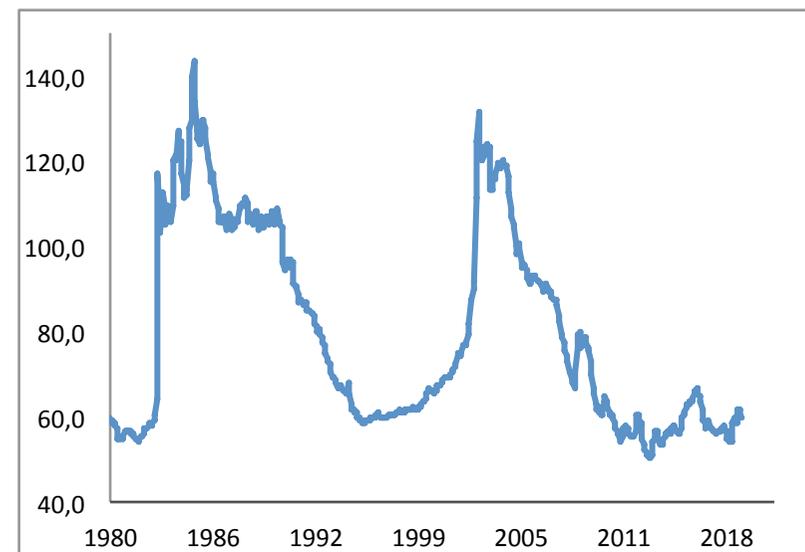
En el Gráfico 6.1 se presenta la evolución del tipo de cambio real de la moneda nacional uruguaya con respecto al dólar, es decir, el tipo de cambio real bilateral entre Uruguay y EE.UU. En los últimos 40 años, el tipo de cambio real ha tenido fuertes oscilaciones. Puede apreciarse, por ejemplo, que en los períodos 1985-1995 y 2004-2013 el valor real del dólar disminuyó sostenidamente (es decir,

el precio del "bien" dólar se abarató respecto al precio promedio de la canasta de bienes y servicios domésticos). Lo que es lo mismo, se trata de períodos en que los precios de los bienes y servicios en Uruguay se encarecieron medidos en dólares.

Por el contrario, en diciembre de 1982 y en la primera mitad de 2002 ocurrieron episodios de fuertes depreciaciones de la moneda nacional que revirtieron abruptamente la trayectoria del TCR. En el Gráfico 6.1 puede observarse que durante esos episodios el TCR aumentó rápidamente hasta ubicarse en valores considerablemente superiores al nivel promedio de las últimas cuatro décadas. Este tipo de eventos se producen como consecuencia de la "sobrerreacción" (**overshooting**) del tipo de cambio nominal durante períodos de crisis económicas



GRÁFICO 6.1  
Tipo de Cambio Real Bilateral con Estados Unidos  
Índice 100 = Enero 2005



Fuente: CINVE en base a Banco Central del Uruguay, Instituto Nacional de Estadística.

## 6.1.2 TIPO DE CAMBIO REAL Y PRECIOS DE CONSUMO

Los bienes y servicios transables son aquellos que pueden intercambiarse con el resto del mundo, es decir, que pueden exportarse o importarse.

Hasta el momento se ha asumido que el poder adquisitivo del dólar cambia de la misma manera respecto a todos los bienes de la economía, lo cual es una simplificación. Para entender con más profundidad el concepto de tipo de cambio real, es necesario introducir la definición de dos tipos de bienes y servicios consumidos en una economía que son de naturaleza diferente: transables y no transables.

Los bienes y servicios **transables** (comercializables internacionalmente) son aquellos que pueden intercambiarse con el resto del mundo, es decir, que pueden exportarse o importarse. La mayor parte de las mercaderías son transables, como por ejemplo, automóviles, lana, carne y electrodomésticos. Con el advenimiento de la era digital, varios tipos de servicios (por ejemplo, software y consultorías legales) también se han vuelto comercializables internacionalmente. Los precios de este conjunto de bienes y servicios consumidos

internamente por una economía tienden a converger con los de otros países (medidos en la misma moneda). La razón fundamental para esta relativa homogeneidad de precios de los transables es que, si el valor interno de estos bienes y servicios aumentara muy por encima de lo que valen en el exterior, en principio sería más conveniente importarlos más baratos desde el exterior. Lo opuesto le sucede a un agente extranjero. Por ello, el precio de los bienes transables suele estar alineado entre países.

En la práctica, sin embargo, pueden existir ciertas diferencias en los precios de los bienes transables entre países, dadas las fricciones y costos de intermediación que existen en el comercio internacional (como ser costos de transporte, aranceles a las importaciones, regulaciones o restricciones cambiarias). Esta desalineación en el precio de un mismo bien transable en dos países distintos será mayores cuanto más distantes estén los países que comercian y más proteccionistas

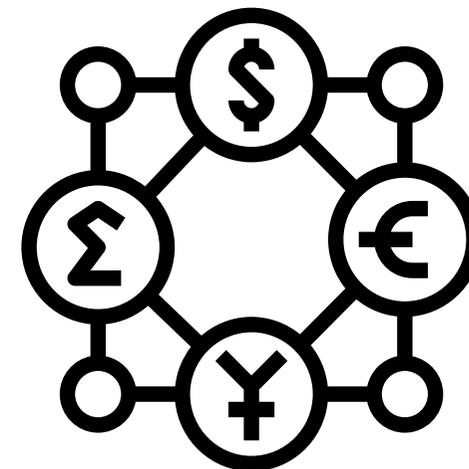
y erráticas sean sus políticas comerciales, entre otros factores. No obstante, en general los precios internos de estos bienes tenderán a moverse en línea con los precios externos, porque esos factores (transporte, aranceles, etc.) tienden a ser una proporción fija de los precios externos.

Por otro lado, existe un conjunto de bienes y servicios consumidos internamente pero que no son comercializables a nivel internacional (denominados **no transables**). Estos bienes suelen ser más intensivos en la utilización de mano de obra, y normalmente se asocian a la actividad del sector productor de servicios. Los precios internos de estos bienes pueden experimentar variaciones importantes respecto a los precios vigentes en otros países. La determinación de los mismos está principalmente vinculada con la demanda y oferta interna, ya que no pueden ser importados ni exportados.

Teniendo en cuenta la diferencia existente entre los procesos de formación de precios, se puede plantear otra forma de visualizar las variaciones del valor real del dólar, asimilándolas a variaciones en el precio relativo entre los bienes transables (cuyo valor está dado por el mercado internacional) y los no transables (cuyo valor se determina internamente y por lo tanto es menos sensible a cambios en el tipo de cambio nominal). A este precio relativo también se le suele denominar tipo de cambio real:

$$\text{TCR} = \text{PT} / \text{PNT}$$

donde **PT** representa el precio interno representativo de los bienes y servicios transables, y **PNT** el de los no transables, vigentes en determinado país.



# 6.1.3

## EL TIPO DE CAMBIO REAL Y LA COMPETITIVIDAD

El tipo de cambio real es una medida frecuentemente utilizada al analizar la **competitividad en precios** de la producción nacional frente a la extranjera. Una suba en el tipo de cambio real implica que la producción local se abarata respecto a la extranjera, es decir, se vuelve más competitiva en precios (asumiendo todos los demás factores constantes). Cuando el TCR baja, la competitividad en precios empeora y los productos del país se hacen más caros respecto a los producidos en el exterior, medidos en la misma moneda. Es por ello que el valor del TCR desempeña un papel fundamental a la hora de determinar la rentabilidad del sector exportador e importador. La **competitividad global de la economía**, sin embargo, es un concepto más complejo y multidimensional, ya que en ella inciden fundamentos de mediano y largo plazo como la productividad de la mano de obra y el capital, el acceso a los mercados externos, la infraestructura y el costo del

transporte, la carga impositiva, los costos de los servicios públicos y el clima de negocios.

Para fijar ideas, supongamos que dos empresas (A y B) producen alfajores en Uruguay. Estas empresas están evaluando la posibilidad de exportar su producción a Estados Unidos. Como supuesto simplificador, se asume que ambas empresas no importan insumos para producir y sus costos internos de producción no se ven afectados por las variaciones del tipo de cambio nominal. A la empresa A, que es más eficiente, le cuesta \$20 producir cada alfajor, mientras que a la empresa B le cuesta \$28. Con un tipo de cambio a \$30 por dólar, y asumiendo que en el mercado externo un alfajor se vende a 1 dólar por unidad, las dos empresas encuentran competitivo y rentable exportar. En concreto, con este nivel del tipo de cambio la empresa A obtiene una ganancia de \$10 por alfajor y la empresa B obtiene \$2 por alfajor.

Si al año siguiente el tipo de cambio y los precios internacionales permanecen en el mismo nivel, pero los precios internos aumentan un 10%, se produce un incremento en los costos internos de producción de las empresas que estaban exportando a Estados Unidos. El aumento de precios internos lleva a que el costo interno de la empresa A aumente a \$22 y el de B a \$30,8. Claramente en el nuevo escenario la empresa B ya no es competitiva. Los costos internos de producción superan el precio que recibe en el mercado de Estados Unidos (medido en pesos) y solo podría exportar experimentando una pérdida, por lo que decidirá no hacerlo. A su vez, la actividad de exportación resultará menos rentable para la empresa A, por lo es probable que reduzca sus ventas al exterior (y por consiguiente, habrá menos ingresos de divisas a la economía).

En este ejemplo, el tipo de cambio real cayó porque aumentaron los precios internos sin



que se modificasen los precios internacionales ni el tipo de cambio nominal. Si, por el contrario, los precios internacionales también hubiesen aumentado un 10%, el tipo de cambio real se hubiera mantenido constante. En este caso, ambas empresas recibirían \$33 por cada alfajor exportado, de modo que la empresa A obtendría una ganancia de \$11 y la empresa B una ganancia de \$2,2.

Este ejemplo ayuda a entender por qué para evaluar en qué medida se afecta la competitividad en precios de los bienes producidos en el país no basta con mirar la evolución del precio del dólar, sino que también hay que tener en cuenta la evolución de los precios internos y los precios en el exterior.

Supóngase ahora que existe otra empresa uruguaya que importa y vende en el mercado local el alfajor producido en Estados Unidos.

Esta empresa fija el precio de venta en el mercado uruguayo aplicando un margen del 15% sobre el costo de importación. Si el dólar vale 30 pesos, entonces el precio de venta al público del alfajor importado será de \$34,5 pesos (asumiendo que no paga aranceles u otros costos de intermediación). Es claro que, en este caso, la empresa importadora no podrá competir con la producción nacional que se vende a \$30 en el mercado interno. Si el tipo de cambio nominal bajara a \$25 pesos el importador fijará un precio de venta de \$28,75, que surge de multiplicar el precio en dólares del alfajor por el tipo de cambio y su margen de ganancia. El precio del alfajor importado resulta ser más barato que la producción local, por lo que ésta puede verse desplazada por la competencia del producto importado.

En definitiva, en períodos en que el tipo de cambio real es más alto, el poder adquisitivo

En períodos en que el tipo de cambio real es más alto, el poder adquisitivo del dólar aumenta en la economía y la producción local se abarata en relación al resto del mundo.

del dólar aumenta en la economía y la producción local se abarata en relación al resto del mundo, favoreciendo así al sector exportador de bienes y servicios y la industria nacional que compite con las importaciones. Por el contrario, en circunstancias en que el tipo de cambio real es más bajo, suelen verse beneficiados los sectores importadores y las actividades de servicios prestados internamente. En resumen, los movimientos de corto plazo del tipo de cambio real afectan la rentabilidad de los distintos sectores de actividad de una economía, por lo que las fluctuaciones de esta variable tienen impacto sobre la distribución de ingresos y asignación de recursos entre los mismos.

## Competitividad mejoró por cuarto mes consecutivo por suba de dólar

El Índice de Tipo de Cambio Real subió en abril y los datos preliminares de mayo muestran que la tendencia se mantiene, lo que mejora la posición de los bienes uruguayos en el exterior



Federico Comesaña  
@fcomesana

La competitividad en precios de la economía uruguayo tendió a estabilizarse en general en los últimos dos meses. La suba del dólar permitió recuperar posiciones respecto a los países de extraregión, mientras que se moderó la pérdida de competitividad respecto a las economías del vecindario.

El Índice de Tipo de Cambio Real (ITCR-EO) tuvo en abril su cuarto mes de aumento consecutivo y los datos preliminares de mayo muestran que la tendencia se mantiene durante el quinto mes del año.

El indicador mostró una mejora de 1,4% en abril respecto al mes anterior, aunque todavía se encuentra 7,4% por debajo de igual mes del año pasado.

La caída de la competitividad en precios de los últimos 12 meses estuvo vinculada a la región (-15,1%). En particular, el tipo de cambio real bilateral con Argentina cayó 22,7% mientras que con Brasil el deterioro fue de 7,1%.

La fuerte suba del dólar en Argentina –que duplicó su cotización– superó con creces una inflación de 56% interanual. Eso hizo que la producción argentina se abarate para los uruguayos, mientras que los productos y servicios locales –como el turismo– se encarecieron para los consumidores del vecino país.

Respecto al resto del mundo hubo una ganancia de competitividad en precios de 3,6%. La mayor ventaja se dio respecto a Estados Unidos, con un aumento de 6,8% en el indicador bilateral.

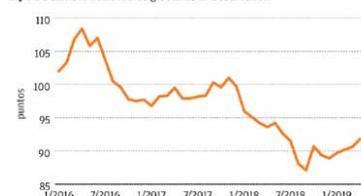
### Los empresarios y el gobierno

El ITCR-EO sigue la evolución de la competitividad en precios de la economía. Para eso, no solo toma en cuenta la evolución del tipo de cambio en Uruguay respecto a lo que pasa con las monedas de los principales socios comerciales del país, sino además considera la evolución de los precios al consumo en las distintas economías.

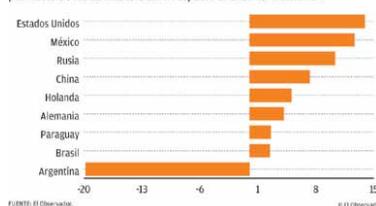
Un aumento del indicador implica que Uruguay se abarata respecto a los países de referencia y eso no solo facilita la inserción de los productos locales en los mercados más importantes para el país, también repercute en lo inmediato en los márgenes



Tipo de cambio real. Índice global de El Observador.



Por socio comercial. Variación % de la competitividad en precios en el promedio de los 12 meses a abril respecto al año móvil anterior.



que reciben los productores locales que compiten con productos elaborados en el exterior.

La evolución de la competitividad en precios es una de las principales preocupaciones de los sectores exportadores, que entienden que un dólar más alto aliviaría el encarecimiento de la producción local y viabilizaría proyectos que hoy están detenidos. En un reciente informe

### La competitividad con Argentina cayó 22,7% en los últimos 12 meses

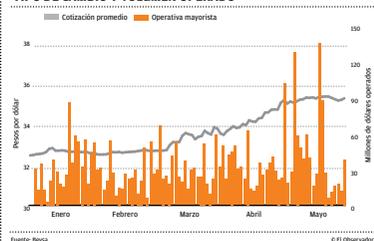
divulgado por la Confederación de Cámaras Empresariales, los técnicos de la gremial señalaron que el dólar en Uruguay se ve afectado por un "atraso cambiario" de entre 20% y 25%.

Por su parte, desde el gobierno las autoridades se muestran cómodas con el nivel del tipo de cambio y la competitividad en precio. El presidente del Banco Central, Alberto Graña, dijo este miércoles durante un almuerzo organizado por la Asociación de Dirigentes de Marketing que la evolución del tipo de cambio real en el último año es "razonable y adecuada" y destacó que el dólar en Uruguay "ha acompañado a los socios relevantes", salvo por el caso de Argentina.

Al respecto dijo que "Argentina es un país en crisis" y por lo tanto, "no puede ser el referente de a dónde van las monedas de la región". Acompañarlo, "sería un grave y profundo error", enfatizó.

## AFAP coparon opción de recompra de letras y el BCU quedó conforme

TIPO DE CAMBIO Y VOLUMEN OPERADO



Fuente: Bviva y El Observador

El Banco Central (BCU) quedó conforme con la operación de recompra de letras de regulación monetaria (LRM) que cerró este miércoles por US\$ 446,5 millones. Tal como estaba previsto, la transacción fue acaparada por las AFAP y bancos, que tomaron la opción de llevarse el 90% de esos fondos en dólares y no en pesos.

El BCU informó este jueves el resultado de la operación. De un total de instrumentos elegibles por un valor nominal de \$ 119.323,38 millones, se recibieron ofertas por \$ 17.057 millones (unos US\$ 483 millones, equivalentes a 14,3% del total). Finalmente el BCU, terminó aceptando propuestas por un monto aproximado de valor efectivo (equivalente a US\$ 446,7 millones), de los cuales el 87,6% millones será abonado en dólares estadounidenses. La semana pasa la autoridad monetaria había anunciado que la operación recompra de letras en pesos con vencimientos no mayores al 31 de diciembre de 2019, sería hasta un valor nominal de hasta \$ 35 mil millones (unos US\$ 992 millones).

De acuerdo, el BCU el mayor volumen de ofertas recibidas –y valores adjudicados– provino de las AFAP, que se quedaron con el 77,7% del monto adjudicado, "pudiendo obedecer esto a una reasignación de sus portafolios. Dichas instituciones han constituido una de las principales fuentes de la demanda de dólares en el mercado de cambios doméstico en el último mes".

En un segundo escalón quedaron los bancos con un monto adjudicado del 20,2%, mientras que 1,9% fue para residentes y otro 0,2% para otras instituciones. "El resultado de la operación de recompra se considera satisfactorio en la medida en que cumple con los objetivos que la motivaron: (a) evitar que eventos externos se transmitan en forma desordenada a los mercados de dinero y de cambios; (b) poner a disposición de los agentes económicos una alternativa que viabilice el cambio de sus portafolios, y (c) reducir el nivel de endeudamiento del Banco Central del Uruguay, obteniendo un bene-

ficio sobre su resultado operativo y situación patrimonial", dice el comunicado de la autoridad monetaria.

### Graña y las AFAP

Durante la disertación que realizó el presidente del BCU, Alberto Graña, este miércoles en ADM dejó entrever alguna sorpresa por la actitud que tomaron las AFAP al demandar una abultada suma de dólares en el mercado, lo que obligó a la autoridad monetaria a realizar fuertes intervenciones diarias para evitar una disparada del tipo de cambio.

"Nos hemos dirigido una vez más al mercado a decirles a todos los actores que si quieren dólares: ¿por qué no hacemos algo un poquito menos tosco que todo este ruido en el mercado? ¿Por qué hacer las cosas de una manera tan primitiva y no echando mano a otro tipo de instrumentos?", disparó Graña.

En su presentación, el titular del BCU mostró que las AFAP realizaron solo en mayo la mayor compra de dólares (más de US\$ 300 millones) del último año y medio. La

### Las AFAP incrementaron su demanda de dólares en las últimas semanas

otra operación abultada se había registrado en julio de 2018 cuando demandaron más de US\$ 250 millones. Para un mercado pequeño como el uruguayo, cualquier intervención de esa magnitud le imprime una fuerte presión alcista al tipo de cambio. El BCU debió vender reservas por el equivalente a US\$ 571 millones de sus reservas en las primeras tres semanas de mayo para contener el avance del billete verde, hasta que ofreció la operación de recompra de letras a pasada semana.

La vicepresidenta de República AFAP, Jimena Pardo, consideró como "muy oportuna" la opción que ofreció el BCU de recompra de letras. "Participamos activamente (por la licitación) y fue por un volumen importante. Quedamos conformes", afirmó Pardo.

31 DE MAYO 2019

# PARIDAD DE PODER DE COMPRA Y EL ÍNDICE BIG MAC

La teoría de la Paridad de Poderes de Compra (PPC) se basa en la noción de que, en el largo plazo, los tipos de cambio nominales se deberían ajustar de tal forma que una canasta idéntica de bienes y servicios en dos países distintos, costasen lo mismo si se miden en una moneda común.

El índice Big Mac, creado por la revista *The Economist* en 1986, evalúa de manera simple si el precio relativo de las monedas locales de los países respecto al dólar, se encuentran en los niveles consistentes con la PPC. Para esto, se compara el precio en dólares de la hamburguesa Big Mac de McDonald's en varios países del mundo, respecto al precio de venta en Estados Unidos. La hamburguesa Big Mac es un producto icónico conocido mundialmente, y se vende en casi todos los países. Es perfectamente homogéneo ya que se elabora de acuerdo a un estándar internacional. En este caso concreto, según la paridad del poder adquisitivo, cuanto más alto sea el precio de una Big Mac en la moneda local en determinado país, más alto debería ser el tipo de cambio (expresado en unidades de moneda local por dólar estadounidense), de forma de alinear el precio de la hamburguesa en dólares a nivel internacional.



GRÁFICO 6.2.A  
**Precio de una Big Mac**  
 (en U\$S Julio 2018)

El Grafico 6.2.A muestra los precios en julio de 2018 de la hamburguesa Big Mac en distintos países del mundo, expresado en dólares. En ese momento, una hamburguesa Big Mac en Estados Unidos costaba 5,5 dólares. Con estos datos, podemos utilizar la doctrina de la PPC para predecir los tipos de cambio nominales en los distintos países. Por ejemplo, en ese mes una Big Mac en Uruguay costaba 145 pesos, y el tipo de cambio nominal promedio era de 31.15 pesos por dólar. Por lo tanto, en ese momento la hamburguesa en Uruguay costaba 4,65 dólares (145/31.15), es decir, era aproximadamente 15% más barata que en Estados Unidos. Si el tipo de cambio, contra-factualmente, hubiese estado en 26,4 pesos por dólar, entonces la hamburguesa habría costado lo mismo en dólares en Uruguay ( $5,5 = 145/26,4$ ) que en Estados Unidos. Por tanto, de acuerdo al índice Big Mac, el tipo de cambio nominal en Uruguay se encontraba aproximadamente un 18% por encima ( $31.15/26.4$ ) del valor

que alinearía el precio en dólares de la famosa hamburguesa en ambos países. La gráfica 6.2.B muestra el Índice Big Mac a nivel internacional, esto es, la diferencia porcentual entre el tipo de cambio nominal en julio 2018 de cada país con el dólar, respecto al que igualaría el precio en dólares de la Big Mac entre dicho país y en Estados Unidos en ese mes.

En la práctica, existen varias razones por las cuales se podría esperar que el precio en dólares de una Big Mac no fuese el mismo entre países: el bien no es comercializable internacionalmente, y se elabora localmente con estructuras de costos, regulatorias e impositivas muy diferentes. Por ello este índice nunca tuvo como objetivo ofrecer una aproximación precisa de la desalineación de los tipos de cambio, sino que se construyó para que sea una manera simple de entender la aplicación de la teoría.

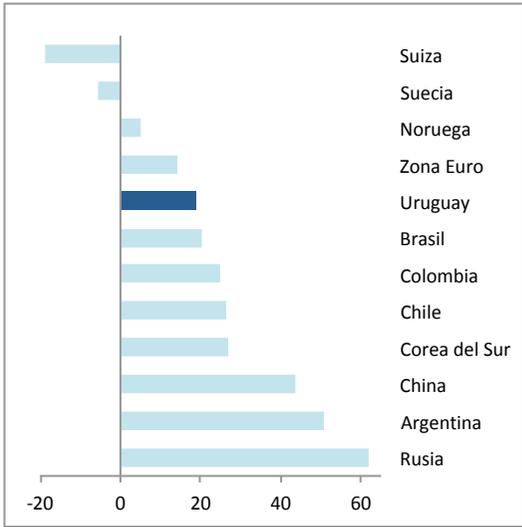
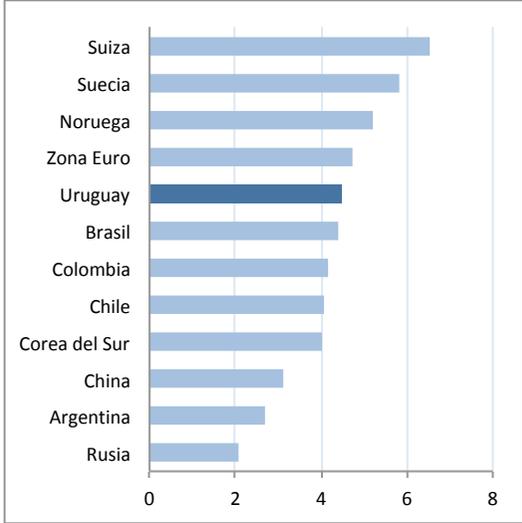


GRÁFICO 6.2.B  
**Índice Big Mac**  
 (en %)



Fuente: The Economist, 2018

# MERCADOS

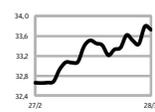
## MERCADO CAMBIARIO

Fuente: Bvsa, BCU, BROU, INE y Encuesta de Expectativas Económicas de El Observador.

### DÓLAR EEUU

Interbancario		
Última operación <b>\$ 33,65</b> (-0,44%)	Dólar fondo <b>\$ 33,724</b> (-0,2%)	Dólar billete <b>\$ 33,724</b> (-0,2%)
Al público		
Compra <b>\$ 32,95</b>	Venta <b>\$ 34,35</b>	

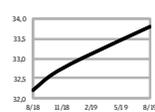
### EVOLUCIÓN DEL DÓLAR



### PESO ARGENTINO

Interbancario <b>\$ 0,803</b> (-0,29%)	Compra <b>\$ 0,49</b>	Venta <b>\$ 1,09</b>
--	--------------------------	-------------------------

### DÓLAR PROYECTADO



### REAL DE BRASIL

Interbancario <b>\$ 8,875</b> (-0,72%)	Compra <b>\$ 8,01</b>	Venta <b>\$ 9,31</b>
--	--------------------------	-------------------------

### UNIDAD INDEXADA

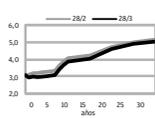
Interbancario <b>\$ 37,859</b> (-0,47%)	Compra <b>\$ 36,1</b>	Venta <b>\$ 39,68</b>
---	--------------------------	--------------------------

Cotización 28/3  
**\$ 4,131** (0,03%)

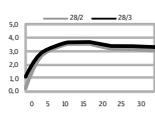
## CURVAS DE RENDIMIENTO Y RIESGO PAÍS

Fuente: Bvsa.

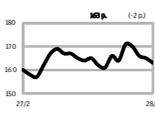
### CURVA EN DÓLARES



### CURVA EN UI



### RIESGO PAÍS



## MERCADO LOCAL DE CAPITALLES (BONOS, ON Y FF)

Fuente: Bvsa.

SERIE	ÚLTIMA OPERACIÓN	PRECIO S/ CUPÓN	TASA CUPÓN	TIR
BONOS				
BONO GLOBAL \$ 06/22 9,875%	28/3/2019	99,25	9,90%	10,10%
BONO GLOBAL \$ 03/28 8,5%	28/3/2019	87	8,50%	10,80%
GLOBAL 06/37 EN PESOS(U)	28/3/2019	102,2	4%	3,50%
BONOS DEL TESORO EN UI S.02 4%	28/3/2019	102,08	4,00%	1,50%
GLOBAL 07/30 EN PESOS(U)	28/3/2019	103,7	4%	3,60%
GLOBAL 12/28 EN PESOS(U)	28/3/2019	106,6	4%	3,50%
GLOBAL 04/27 EN PESOS(U)	28/3/2019	105	4,20%	3,40%
BONO T. 02/2020 E 9,75%	28/3/2019	106,22	9,80%	2,80%
BONO T. 02/2020 E 9,75%	28/3/2019	106,22	9,80%	3%
BONO T. 07/2019 F 7,05%	28/3/2019	101,28	7%	2,90%
BONO T. 02/2020 F 9,75%	28/3/2019	106,22	9,80%	2,80%
BONO GLOBAL 06/2019 7% EU	28/3/2019	101,62	7,00%	0,30%
OBLIGACIONES NEGOCIABLES Y FIDEICOMISOS FINANCIEROS				
F.F. OSE I S.2 UI 06/2040	28/3/2019	101,37	3,50%	3,40%
F.F. T. COLECTIVO SUBURBANO 2	28/3/2019	104,74	5%	-3,40%
F.F. NUEVO CASMU 2025	28/3/2019	113,97	6%	1,40%
F.F. CASA GALICIA S1 2026	28/3/2019	110,22	4,50%	2%
F.F. CVU I SERIE 1 (UI)	28/3/2019	1179	5,50%	4%
F.F. CVU I SERIE 2 (USD)	28/3/2019	100,75	4,90%	4,90%
F.F. CVU I SERIE 3 (UI)	28/3/2019	102,5	4%	3,50%
F.F. CVU I SERIE 4 (USD)	28/3/2019	102,58	4,90%	5%
F.F. CASMU II S1 2027	28/3/2019	112,43	4,50%	1,70%
F.F. FLORIDA I INTEGRACION A	28/3/2019	105	7,00%	6,00%

## MERCADO LOCAL DE CAPITALLES (LETRAS)

Fuente: Bvsa.

LETRA	LICITACIÓN	EMISIÓN	PLAZO (DÍAS)	TASA
LRMMN 13193	26/03/2019	27/03/2019	714	10,21%
LRMMN 13180	27/03/2019	27/03/2019	79	8,79%
LRMMN 13199	25/03/2019	25/03/2019	35	7,72%
LRMMN 13198	22/03/2019	22/03/2019	182	10%
LRMMN 13197	21/03/2019	22/03/2019	371	10%
LRMMN 13193	19/03/2019	20/03/2019	721	10,29%
LRMMN 13180	20/03/2019	20/03/2019	86	8,57%
LRMMN 13167	18/03/2019	18/03/2019	25	7,80%
LRMMN 13194	14/03/2019	15/03/2019	350	10,25%

## MERCADOS INTERNACIONALES

Fuente: Reuters.

ACTIVO	VARIACIONES (EN %)			
	CIERRE	DÍA	MES	AÑO
MONEDAS				
Euro (contra dólar)	1,122	0,06	-1,28	-2,13
Real	3,901	0,02	4,00	0,54
Peso Arg	43,59	-0,57	11,51	15,69
Libra	1,304	0,09	-1,55	2,34
Yen	110,62	0,01	-0,66	0,34
Yuan	6,738	0,18	0,70	-2,00
Franco suizo	0,996	-0,05	-0,31	1,39
Peso chileno	681,31	0,04	3,94	-1,67
Peso mexicano	19,335	0,05	0,35	-1,51
Dólar canadiense	1,344	-0,01	2,03	-1,50
Dólar australiano	0,708	0,04	-0,23	0,41
Dólar NZ	0,678	0,00	-0,46	0,86
BOLSAS				
Dow Jones	25,625,6	0,36	-0,77	10,25
S & P 500	2,805,4	0,36	1,11	12,31
Nasdaq	7,308,2	0,17	3,14	15,65
Londres (FTSE 100)	7,234,3	0,56	2,26	7,52
París (CAC 40)	5,296,5	-0,09	1,07	11,96
Francofort (DAX)	11,428,2	0,08	-0,76	8,23
Buenos Aires (Merval)	37,176,0	0,00	-1,78	11,24
San Pablo (Bovespa)	94,633,1	2,70	-1,25	7,40
COMMODITIES				
Oro (Onza Troy Londres)	1,290,2	1,50	1,74	-2,85
Petróleo Brent (Barril)	67,8	0,01	-2,64	-13,07
Petróleo WTI (Barril)	59,3	0,19	-3,51	-15,58
Trigo (100 bushels)	463,8	1,24	-2,43	-2,57
Soja (100 bushels)	889,3	-0,20	0,93	-3,63
Mais (100 bushels)	374,0	-0,07	-3,21	-0,40
Arroz sin limpiar (cwt)	10,9	1,97	-4,89	-4,90
Ganado (Live Cattle/ 100 libras)	126,5	-0,22	2,71	0,00

## HISTÓRICO DIARIO DE MONEDAS

Fuente: Bvsa, BCU, BROU e INE.

FECHA	DÓLAR DE EEUU				PESO ARGENTINO				REAL DE BRASIL				EURO				UI
	INTERBANCARIO		PIZARRA		INTERBANCARIO		PIZARRA		INTERBANCARIO		PIZARRA		INTERBANCARIO		PIZARRA		
	COTIZ.	VAR. %	COMPRA	VENTA	COTIZ.	VAR. %	COMPRA	VENTA	COTIZ.	VAR. %	COMPRA	VENTA	COTIZ.	VAR. %	COMPRA	VENTA	
18/03	33,412	-0,11	32,68	34,08	0,836	-0,12	0,55	1,15	8,986	-0,65	8,22	9,52	37,879	0,04	36,16	39,76	4,118
19/03	33,210	-0,60	32,55	33,95	0,820	-1,91	0,54	1,14	8,956	-0,33	8,20	9,50	37,698	-0,48	36,06	39,65	4,119
20/03	33,326	0,35	32,61	34,01	0,818	-0,24	0,53	1,13	8,963	0,08	8,30	9,60	38,147	1,19	36,39	40,02	4,121
21/03	33,362	0,11	32,68	34,08	0,824	0,73	0,53	1,13	8,949	-0,16	8,20	9,50	37,874	-0,71	36,22	39,82	4,122
22/03	33,616	0,76	32,90	34,30	0,820	-0,49	0,52	1,12	8,945	-0,04	8,03	9,33	37,974	0,26	36,28	39,87	4,123
25/03	33,507	-0,32	32,80	34,20	0,818	-0,24	0,51	1,11	8,916	-0,32	8,09	9,39	37,908	-0,17	36,22	39,81	4,127
26/03	33,435	-0,21	32,75	34,15	0,815	-0,37	0,50	1,10	8,869	-0,53	8,07	9,37	37,705	-0,54	36,06	39,64	4,128
27/03	33,791	1,06	33,10	34,50	0,805	-1,23	0,48	1,08	8,939	0,79	7,97	9,27	38,037	0,88	36,37	39,97	4,130
28/03	33,724	-0,20	32,95	34,35	0,803	-0,25	0,49	1,09	8,875	-0,72	8,01	9,31	37,859	-0,47	36,10	39,68	4,131

## HISTÓRICO MENSUAL DE PRECIOS

Fuente: Elaboración propia con base en INE y Bvsa.

MES	DÓLAR		INFLACIÓN		INFLACIÓN EN DÓLARES		INFLACIÓN MAYORISTA		UNIDAD REAJUST.
	CIERRE	PROMEDIO	MENSUAL	12 MESES	MENSUAL	12 MESES	MENSUAL	12 MESES	
mayo 2018	31,091	30,560	0,81	7,21	-7,28	-2,44	4,70	10,79	1,066,99
junio 2018	31,466	31,366	0,99	8,11	-0,22	-2,10	3,37	12,57	1,071,71
julio 2018	30,553	31,146	0,60	8,41	3,60	0,24	1,55	13,56	1,072,44
agosto 2018	32,339	31,326	0,67	8,31	-4,89	-3,38	0,10	13,12	1,073,10
septiembre 2018	33,214	32,866	0,50	8,26	-2,15	-5,54	-0,11	12,93	1,081,54
octubre 2018	32,827	32,886	0,23	8,00	1,41	-4,09	0,14	10,66	1,083,08
noviembre 2018	32,181	32,535	0,36	8,05	2,38	-2,74	-1,37	12,11	1,088,52
diciembre 2018	32,390	32,198	-0,38	7,96	-1,03	-4,13	-1,92	9,95	1,095,32
enero 2019	32,475	32,582	2,17	7,39	1,90	-6,18	2,82	10,68	1,099,42

## CALENDARIO DEL MES DE UNIDAD INDEXADA

Fuente: INE.

FEBRERO/MARZO DE 2019													
DOMINGO	LUNES	MARTES	MÉRCOLES	VIERNES	SÁBADO								
3	4,0151	4	4,0146	5	4,0141	6	4,0172	7	4,0203	8	4,0233	9	4,0264
10	4,0295	11	4,0326	12	4,0357	13	4,0388	14	4,0419	15	4,0450	16	4,0481
17	4,0512	18	4,0543	19	4,0574	20	4,0605	21	4,0636	22	4,0668	23	4,0699
24	4,0730	25	4,0761	26	4,0793	27	4,0824	28	4,0855	1	4,0886	2	4,0918
3	4,0949	4	4,0981	5	4,1012								

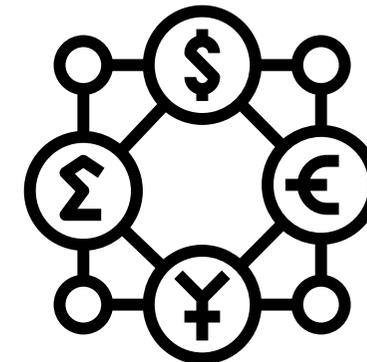
## HISTÓRICO ANUAL

Fuente: INE y Bvsa.

AÑO	SALARIO MÍNIMO	BPC	DÓLAR CIERRE	DÓLAR PROMED.
2014	8,960	2,819	28,495	28,378
2015	10,000	3,052	28,251	28,641
2016	11,150	3,340	28,849	28,674
2017	12,265	3,611	28,980	28,911
2018	13,430	3,848	--	--

29 DE MARZO 2019

## 6.1.4 OFERTA Y DEMANDA EN EL MERCADO DE DIVISAS



El precio del dólar, como todos los demás precios de la economía, se determina en un mercado donde interactúan oferentes y demandantes, tanto del sector público como del sector privado. Se trata, sin embargo, de un mercado con características muy distintas a otros, ya que las transacciones se encuentran estrechamente vinculadas con las relaciones comerciales y financieras con el resto del mundo. En términos generales, la oferta (demanda) de divisas en una economía está compuesta por todas aquellas partidas que originan créditos (débitos) en transacciones de la cuenta corriente o acumulación de pasivos (activos) respecto al resto del mundo en la cuenta financiera.

Una exportación representa, naturalmente, una salida de bienes o servicios del país, pero al mismo tiempo representa un ingreso de divisas, que se vuelcan al mercado de cambios. Por su parte, una importación representa una compra de bienes en el exterior que deben ser pagados en dólares, de modo que el importador necesita comprar dólares para adquirir esos bienes. Las importaciones representan, entonces, parte de la demanda de divisas en el mercado de cambios. De la misma manera, las transacciones financieras con el resto del mundo juegan un papel clave en el mercado de divisas: un aumento del endeudamiento externo representa una entrada de dólares al país a cambio de una

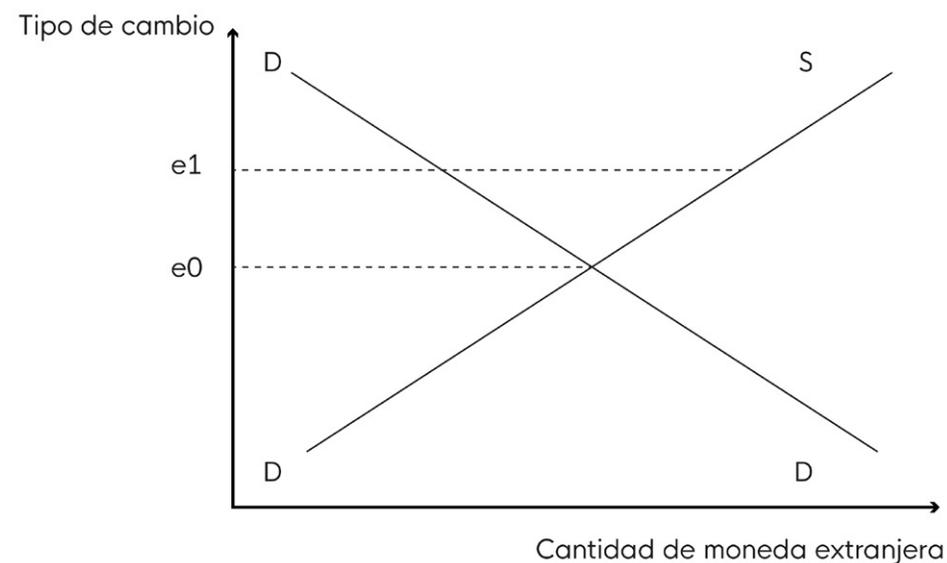
promesa de repago en el futuro, al igual que las empresas extranjeras que ingresan capitales al país para invertir en la construcción de una fábrica en Uruguay. Un ingreso de capitales es, entonces, parte de la oferta de dólares, mientras que una salida de capitales es una demanda de dólares.

En los mercados de divisas suelen participar también especuladores, que compran o venden moneda extranjera esperando que suba o baje el tipo de cambio, a efectos de realizar una ganancia puramente financiera.



Para arrojar luz sobre el funcionamiento del mercado de divisas se puede recurrir a un modelo de oferta y demanda que se describe de forma esquemática en el Gráfico 6.3. En el eje de las abscisas se miden las cantidades de moneda extranjera (dólares) mientras que en el eje de las ordenadas el tipo de cambio nominal (el precio del "bien" dólar). Si se suponen dados los precios en moneda nacional de todos los bienes y servicios de consumo y los precios de los insumos que se comercializan en la economía, es razonable pensar que la oferta de divisas es una función creciente del tipo de cambio (**SS**) y que la demanda de divisas es una función decreciente del tipo de cambio (**DD**).

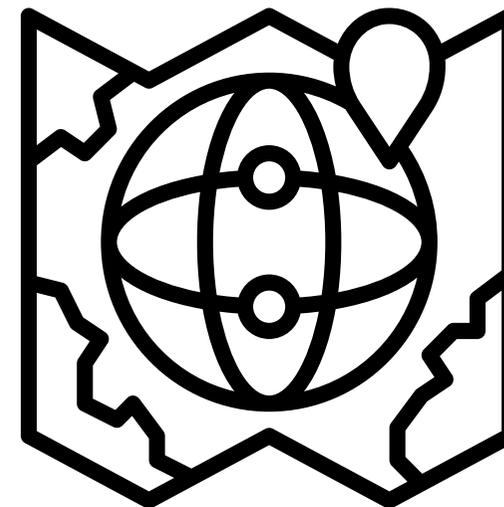
GRÁFICO 6.3  
Equilibrio en el mercado de divisas



---

En este marco, cuanto más alto sea el precio del dólar (tipo de cambio), y siempre que todo lo demás permanezca constante, más baratos serán para los extranjeros los bienes y servicios producidos en Uruguay y, por ende, mayor será el volumen de las exportaciones uruguayas y el ingreso de dólares originado en el gasto que los turistas extranjeros realizan en nuestro país. Por lo tanto, si el tipo de cambio aumenta, previsiblemente aumenten las exportaciones de Uruguay y, por consiguiente, aumenta la cantidad ofertada de dólares en el mercado de divisas. Inversamente, cuando el tipo de cambio es más elevado se incrementan los precios de las importaciones medidas en la moneda local, haciéndolas menos competitivas respecto a la producción doméstica, y se encarecen los viajes de los residentes al exterior, lo que en conjunto reduce la cantidad demandada de divisas en el mercado.

El tipo de cambio actúa como regulador de las cantidades demandadas y ofrecidas del sector público, el sector privado y el Banco Central. El valor de equilibrio del tipo de cambio (**e0** en la gráfica) es aquél que iguala la oferta y la demanda de divisas. Si el tipo de cambio es demasiado alto (**e1**), se genera un excedente de oferta, es decir, la cantidad ofrecida excede a la demandada. Si el tipo de cambio es demasiado bajo, se produce escasez de la divisa, es decir, la cantidad ofrecida es menor que la cantidad demandada. El mercado de divisas es constantemente atraído hacia su equilibrio gracias a las fuerzas de la oferta y la demanda. Los participantes en el mercado de divisas buscan constantemente el mejor precio que puedan obtener: cuando venden, desean cobrar el precio más alto posible y cuando compran, desean pagar el menor precio posible.



# ¿CÓMO FUNCIONA EL MERCADO DE CAMBIOS EN URUGUAY?

En el mercado de cambios se ejecutan las transacciones de compra-venta de moneda extranjera. Al igual que en otros mercados, toda transacción se caracteriza por un monto y un precio. El mercado de cambios más usual es el de contado o spot, donde el precio y cantidad pactada queda efectivizada de acuerdo a las condiciones de mercado del momento en que se realiza. Es normal observar dos precios (o "puntas") para la moneda extranjera, uno de compra (bid) y otro de venta (ask). La diferencia entre ambos se conoce como margen o spread y representa la ganancia del intermediario financiero en la operación. Esta diferencia es normalmente mayor cuanto menos profundo es el mercado, o cuanto mayor es la volatilidad del tipo de cambio en cuestión.

Las transacciones **spot** se realizan en dos mercados: el minorista y el mayorista. El mercado minorista funciona principalmente a través de las casas de cambio y bancos. Por otra parte, existe un mercado mayorista, llamado interbancario, que involucra transacciones de mayor envergadura entre bancos y otras instituciones financieras. Gran parte de la operativa interbancaria se da a través de terminales de computadoras ("pantallas") de la Bolsa Electrónica de Valores S.A. (BEVSA). En ellas aparecen, de forma anónima, las distintas ofertas de compra y venta. Cuando alguien desea aceptar alguna de las ofertas que allí aparecen, simplemente la marca y el sistema

informático realiza automáticamente la transacción (lo que se conoce como "pinchar la punta contraria"). Dado que las ofertas no están identificadas, la institución financiera sólo conoce la identidad de su contraparte una vez que la transacción fue concretada. Al final de cada jornada, el Banco Central del Uruguay establece el precio de cierre del tipo de cambio como el precio promedio ponderado de lo operado en BEVSA.

Además del mercado spot, es posible que las partes contratantes pacten de antemano un monto y un precio de compra-venta y fijen por adelantado la fecha de la liquidación de la operación, por ejemplo, uno, dos o tres meses después.

Este es el denominado mercado a término o **forward**. Estas operaciones le brindan a los participantes del mercado la posibilidad de eliminar la incertidumbre respecto a la evolución del tipo de cambio futuro. Por ejemplo, una empresa importadora que vende a sus clientes con un plazo de cobro de tres meses, podría fijar el precio de compra del dólar con el mismo plazo de anticipación, dándole certeza sobre el costo en moneda nacional al momento de reponer su mercadería importada. De esta forma, elimina el riesgo de tener que comprar la moneda extranjera, tres meses después, a un precio mucho más alto que el previsto en su momento (**riesgo cambiario**).

El precio del dólar forward se fija en función del diferencial de tasas de interés en pesos y dólares vigentes al momento de acordar la operación, y queda determinado a través de una **relación de arbitraje**. Para entender dicho concepto, supongamos que una persona que tiene 100 pesos el 1° de enero de 2019 está evaluando dos estrategias de inversión distintas. Por un lado, puede invertir sus pesos en un activo denominado en moneda nacional por un año, y al final del 2019 recibirá el monto invertido más el retorno en pesos. Alternativamente, puede llevar adelante una estrategia en tres etapas: (i) usar esos pesos para comprar dólares al tipo de cambio spot (del comienzo de 2019), (ii) invertirlos en un activo en dólares por el plazo de un año, y (iii) transformar el principal y las ganancias en dólares que recibirá al fin del 2019 a pesos uruguayos, a un tipo de cambio en el futuro pactado de antemano. El tipo de cambio forward es aquél que hace que el inversor sea **indiferente** entre llevar adelante una u otra estrategia, es decir, el que implica que no existan **ganancias de arbitraje**.

Las operaciones *forward* pueden realizarse bajo dos modalidades de liquidación: *full delivery* (donde las partes intercambian los montos brutos pactados, en dólares y pesos uruguayos, respectivamente, en la fecha estipulada), o *non-delivery* (o liquidación neta, en cuyo caso, sólo una parte entrega a la otra la diferencia neta que surge de la comparación entre la cotización oportunamente pactada y el tipo de cambio de cierre del día de liquidación).

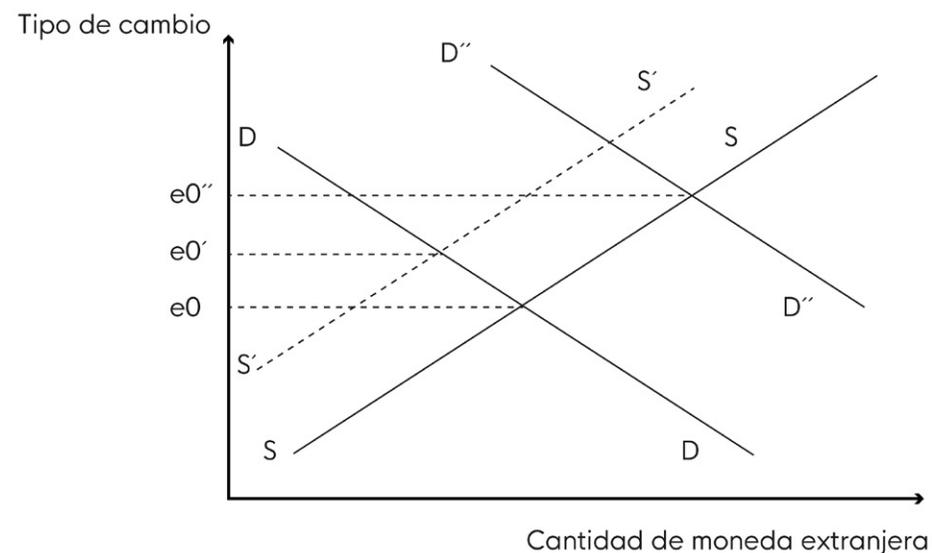
La operativa del mercado *spot* y *forward* muestra que el sector privado no financiero es un oferente neto de dólares. Del otro lado del mercado, las empresas del sector público en su conjunto es un demandante neto de divisas, que utilizan para cubrir las importaciones de insumos (fundamentalmente petróleo) y para el pago de sus obligaciones en moneda extranjera.

## 6.1.5 LAS FLUCTUACIONES DEL TIPO DE CAMBIO

Existen múltiples eventos económicos y geopolíticos que impactan en las relaciones económicas y financieras entre países y que, potencialmente, pueden afectar el valor de equilibrio del tipo de cambio. El sencillo esquema descrito permite ilustrar la forma en que algunos de estos acontecimientos inciden sobre el equilibrio de mercado de divisas, al provocar desplazamientos de las curvas de oferta y de demanda<sup>1</sup>.

Una **caída de la demanda de exportaciones** de parte de un socio comercial relevante provocaría una caída en la oferta de dólares en la economía, para cada nivel del tipo de cambio. En nuestro esquema, la curva que representa la **oferta** de divisas, se desplaza a la izquierda (véase Gráfico 6.4). Ello ocasiona un incremento

GRÁFICO 6.4  
Estática comparada en el mercado de divisas



<sup>1</sup>El precio de equilibrio del mercado de cambios que se representa en los Gráfico 6.3 y 6.4 corresponde al tipo de cambio nominal. No obstante, debe tenerse en cuenta que las alzas y caídas del precio de equilibrio provocadas por los factores que se analizan en esta sección también dan lugar a cambios en el nivel de equilibrio del tipo de cambio real, toda vez que el ajuste de precios de los bienes y servicios en una economía no es instantáneo.

del tipo de cambio de equilibrio al valor  $e_0'$ . Este podría ser el caso de la caída de exportaciones uruguayas a Brasil tras la devaluación del real en enero de 1999, o luego de la crisis económica y financiera que enfrentó Argentina en 2001. Por el contrario, cuando Uruguay fue declarado libre de aftosa o cuando se amplió el cupo de las exportaciones de carne a Europa, se produjo un aumento de las exportaciones de carnes que desplazó la oferta de dólares hacia la derecha, lo que provocó una reducción del tipo de cambio de equilibrio.

Un **aumento del precio internacional de los bienes importados** podría ocasionar un desplazamiento hacia la derecha de la curva de demanda de divisas, repercutiendo en un alza del valor de equilibrio del mercado de cambios ( $e_0''$ ). Esto ocurre típicamente cuando aumenta el precio internacional de bienes que el país importa y que no puede sustituir fácilmente, como es el caso del petróleo. El alza en el precio del petróleo genera un aumento del valor de las importaciones y una mayor demanda de dólares.

La concreción de un **proyecto de inversión de gran magnitud financiado con fondos propios** puede requerir un incremento de las

importaciones de maquinarias y de insumos, lo que supone un desplazamiento hacia la derecha de la curva de demanda. Este acontecimiento provocaría un aumento de la demanda de dólares y un alza en el valor de equilibrio del tipo de cambio.

El inicio de la **explotación de un recurso natural no renovable destinado a la exportación** provocaría un desplazamiento hacia la derecha de la curva de oferta de divisas y reduciría el valor de equilibrio del tipo de cambio. Esta sería la situación que emergería si se comenzaran a explotar yacimientos de gas o de petróleo o si se desarrollara un nuevo proyecto de minería de gran porte. Este fenómeno, conocido como "enfermedad holandesa", haciendo referencia al proceso de desindustrialización que padeció Holanda como consecuencia de la expansión de su dotación de recursos naturales aptos para la producción, provocando un aumento extraordinario de las exportaciones que hizo caer el tipo de cambio de equilibrio.

Una **reducción de la tasa de interés internacional** que amplíe la brecha (el diferencial) entre la tasa de interés local y la tasa de interés externa podría incentivar a inversores – nacionales y extranjeros – a

adquirir activos financieros domésticos, por ejemplo, notas del tesoro domésticas. Dado que los agentes necesitarían pesos para comprar estos activos, volcarían dólares a la plaza lo que implicaría un desplazamiento hacia la derecha de la oferta de divisas, provocando una reducción del valor de equilibrio del tipo de cambio.

Una **crisis bancaria** que lleva a la bancarrota de uno o más bancos puede generar una pérdida de confianza en el sistema financiero y en la moneda de un país, e inducir a los ahorristas a retirar sus depósitos y a invertir los fondos en el exterior. Esta salida de capitales provocaría un desplazamiento hacia la izquierda de la curva de oferta, con el consiguiente aumento del tipo de cambio de equilibrio.

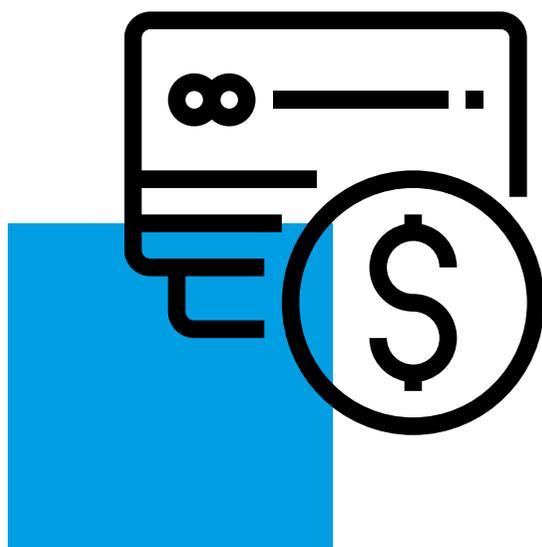
Estos son sólo algunos ejemplos que ilustran cómo un esquema teórico sencillo, basado en las leyes de oferta y demanda, proporciona una herramienta útil para contestar preguntas que se plantean habitualmente al analizar las fluctuaciones en los mercados de divisas.

# 6.2

## REGÍMENES CAMBIARIOS

La forma que funciona el mercado de divisas en una economía depende de múltiples factores legales y regulatorios que conforman lo que se denomina régimen cambiario o sistema cambiario. El tipo de sistema cambiario está definido por dos aspectos fundamentales: (i) el modo bajo el cual el Banco Central organiza la actividad del mercado de cambios, o sea, a la manera en que se reglamenta el acceso y operativa en el mercado de divisas, y (ii) el esquema de participación (o "intervención") del Banco Central en dicho mercado, ya que las autoridades monetarias tienen la capacidad de incidir tanto sobre el nivel y volatilidad del tipo de cambio, así como sobre la cantidad de moneda extranjera transada en el mercado. El estudio de las características más relevantes de dichos regímenes y de los efectos que ellos tienen sobre el funcionamiento de las economías representa un aspecto clave del análisis macroeconómico de economías abiertas y de las finanzas internacionales.

Las transacciones de compraventa de divisas pueden ser realizadas en forma libre y voluntaria por los agentes del mercado, como es el caso actualmente de Uruguay. No obstante, han existido, y existen en la actualidad, países que implantaron controles rigurosos sobre el funcionamiento del mercado de cambios. La intervención pública puede llegar a la eliminación parcial o total de la libertad de los particulares, empresas e instituciones financieras para efectuar transacciones con divisas. Es precisamente por ello, que los controles de cambios suelen generar escasez de divisas en el mercado formal y venir acompañados de **mercados negros** o **paralelos**, donde se comercializan divisas en forma ilegal, a un precio típicamente por encima del fijado oficialmente. La existencia de modalidades de operativa informal en los mercados de divisas provoca ineficiencias que pueden llegar a distorsionar de manera severa la asignación de los recursos entre las diferentes actividades de una economía.





## 6.2.1 TIPOS DE CAMBIO FIJOS Y FLEXIBLES

En forma muy simplificada se puede decir que existen dos casos extremos en que el mercado de divisas opera de manera diametralmente opuesta. Estos casos límite se denominan régimen de tipo de cambio fijo y régimen de tipo de cambio flexible.

En un régimen de **tipo de cambio flexible** -también conocido como de flotación pura- el Banco Central no interviene en el mercado de divisas y, por tanto, existe una flotación libre del precio de las divisas. Bajo estas condiciones, tanto el precio como las cantidades transadas se determinan por el libre juego de la oferta y demanda de moneda extranjera que realizan los agentes en la economía, tanto públicos como privados, pertenecientes al sector de intermediación financiera o a otros sectores de actividad.

En un régimen de **tipo de cambio fijo** la autoridad monetaria se compromete a mantener fijo el precio de la moneda extranjera en términos de la moneda local.

Por tanto, el Banco Central está dispuesto a comprar y vender la cantidad de moneda extranjera que sea necesaria para mantener el precio de la divisa. En este caso, la capacidad del Banco Central de sostener la cotización del tipo de cambio ante presiones de devaluación depende del nivel de reservas que posea, ya que debe poner en juego su stock de reservas internacionales para mantener la cotización de la divisa a un nivel predeterminado.

En la práctica es poco frecuente que los países adopten esquemas puros de flotación o fijación del tipo de cambio. En general, el Banco Central se reserva la posibilidad de intervenir en la operativa del mercado, dando lugar a lo que se conoce como regímenes de **“flotación sucia”**. Los esquemas existentes combinan diferentes grados de compromiso (explícitos o implícitos) con el mantenimiento de un determinado valor del tipo de cambio, con distintas frecuencias e intensidades en la disposición de los bancos centrales a intervenir en el mercado.

Cuanto mayor es el grado de intervención en el mercado de cambios, menor es la capacidad del Banco Central para controlar la cantidad de dinero de la economía. De hecho, en un sistema extremo

de tipo de cambio fijo el Banco Central pierde el control sobre la oferta monetaria, pues debe emitir el dinero necesario para comprar toda la moneda extranjera que se le ofrezca al precio fijo prefijado, o se ve forzado a reducir la cantidad de dinero que circula en la economía toda vez que vende divisas para asegurar el mantenimiento del tipo de cambio. Dicho de otro modo, al fijar el precio de la moneda nacional en relación a la moneda extranjera, la autoridad monetaria deja de controlar la cantidad de pesos que circulan en la economía, la que queda determinada por la preferencia de los agentes. En un sistema puro de flotación del tipo de cambio el Banco Central tiene autonomía en materia de política monetaria (puede decidir qué cantidad de dinero circula en la economía), pero a cambio, debe permitir que el precio de divisa varíe en función de las preferencias de los participantes en el mercado.

**Cuanto mayor es el grado de intervención en el mercado de cambios, menor es la capacidad del Banco Central para controlar la cantidad de dinero de la economía.**



## 6.3 TASAS DE INTERÉS Y RIESGO PAÍS

La tasa de interés que pagan los títulos del gobierno que emite el país en los mercados externos (típicamente en dólares) es una de las tasas de interés más importantes de la economía, ya que sirve de referencia para el costo de financiamiento de otros agentes públicos y privados. Cuando un país comercia libremente activos con el resto del mundo (es decir, existe **libre movilidad de capitales**) las tasas de interés en estos instrumentos financieros se encuentran estrechamente relacionados con las tasas de interés en los mercados financieros internacionales.

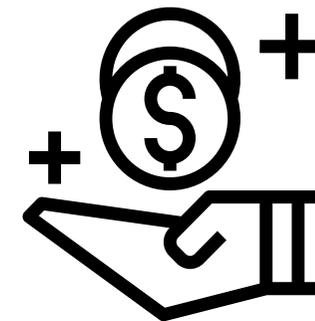
De esta manera, las tasas de interés en dólares pueden expresarse como suma de dos componentes:

$$i^* = r^* + \delta,$$

donde  $i^*$  es la tasa de interés del bono del gobierno,  $r^*$  es la tasa de interés internacional **libre de riesgo** y  $\delta$  es la **prima de riesgo de crédito soberano**. La tasa de interés internacional libre de riesgo se encuentra relacionada con los títulos públicos emitidos

por los gobiernos de los países desarrollados. En la práctica, en los mercados en dólares, esta tasa de interés suele corresponder a la que pagan los bonos emitidos por el gobierno de los Estados Unidos. Generalmente, estos activos se consideran exentos de riesgo de crédito en el sentido de que, razonablemente, el mercado confía en la capacidad de este país para cumplir con las obligaciones derivadas del servicio de su endeudamiento público. La prima de riesgo de crédito de la deuda soberana de una economía es el diferencial de rendimiento sobre el bono de Estados Unidos comparable (es decir, de plazo similar) que el inversor exige para cubrirse ante la probabilidad de incumplimiento en la condiciones de repago, ya sea por la no voluntad o incapacidad del país deudor honrar sus obligaciones.

El riesgo país depende de la reputación de un país ante la comunidad inversora como buen pagador, y la vocación y voluntad demostrada de honrar las obligaciones contraídas aun en situaciones extremas.



El riesgo de incumplimiento de las obligaciones del Estado depende en gran medida de las expectativas de crecimiento económico y del nivel y de la forma en que evoluciona el stock de deuda pública de la economía. Cuanto mayor sea el crecimiento del PIB mayores serán los ingresos del Estado y mayor será la holgura para poder repagar la deuda. El riesgo país depende, también, del nivel de endeudamiento contraído. Cuanto más endeudado se encuentre un soberano, o cuanto más rápido esté creciendo su nivel de endeudamiento, es probable que el mercado perciba mayores dificultades para que el Estado pueda enfrentar los pagos futuros de intereses y devolver el capital de la deuda. En este contexto, los inversores pretenderán cobrar más interés para compensarse por ese riesgo.

Entre otros determinantes importantes del riesgo país se encuentra la confianza que inspiren las políticas que llevan adelante las autoridades. En la medida en que se perciba que el gobierno está gastando sistemáticamente por encima de sus ingresos, o que está tomando medidas que

podrían perjudicar su capacidad de generar ingresos en el futuro, mayor será la tasa de interés que deberá pagar para acceder al financiamiento de mercado. Parece razonable pensar que la predisposición de los agentes extranjeros para prestarle a un país no es infinita. Si la deuda crece muy rápidamente en relación a los ingresos públicos, puede ocurrir que quienes han abierto crédito al país comiencen a dudar acerca de la voluntad o de la capacidad de repagar las deudas y de cumplir con los compromisos asumidos.

El riesgo país también depende de la reputación de un país ante la comunidad inversora como buen pagador, y la vocación y voluntad demostrada de honrar las obligaciones contraídas aun en situaciones extremas. En un país en el que el cumplimiento de los contratos de largo plazo no se percibe como algo seguro, la tasa de interés a la que podría obtener crédito el gobierno a nivel internacional va a ser más alta, de modo en que se compense al inversor por el riesgo de incumplimiento.

El riesgo país no sólo refleja fenómenos internos o idiosincráticos a la economía. El diferencial de rendimiento que debe pagar un determinado país para acceder al mercado global puede depender en ciertas ocasiones de la coyuntura de los mercados internacionales o de la situación macroeconómica imperante en los países desarrollados, o países vecinos. Por ejemplo, cuando existe abundancia de recursos en los mercados internacionales es probable que un país emergente deba pagar tasas de interés más bajas, mientras en períodos de crédito restringido, las tasas de interés tenderían a ser más elevadas.

El indicador de riesgo país de los bonos internacionales en dólares emitidos por los países emergentes se conoce como EMBI *spread* (diferencial EMBI).

Tal como se observa en el Grafico 6.5, el riesgo país de Uruguay aumentó bruscamente durante la crisis del 2002 y, en menor medida, la crisis global 2008-2009. Sin embargo, el diferencial EMBI se ha reducido fuertemente desde 2010, alcanzando mínimos históricos durante el último periodo, y muy por debajo del promedio tanto de América Latina como de

los países emergentes en su conjunto. Por ejemplo, cuando Uruguay emitió un bono en dólares a 10 años en 2015 que pagó el 4,5% anual, la tasa de interés que pagaba un bono a 10 años emitido por los Estados Unidos en ese momento era del 2% anual. Por tanto, se puede decir que Uruguay pagó un 2,5 % de prima de riesgo.<sup>2</sup>

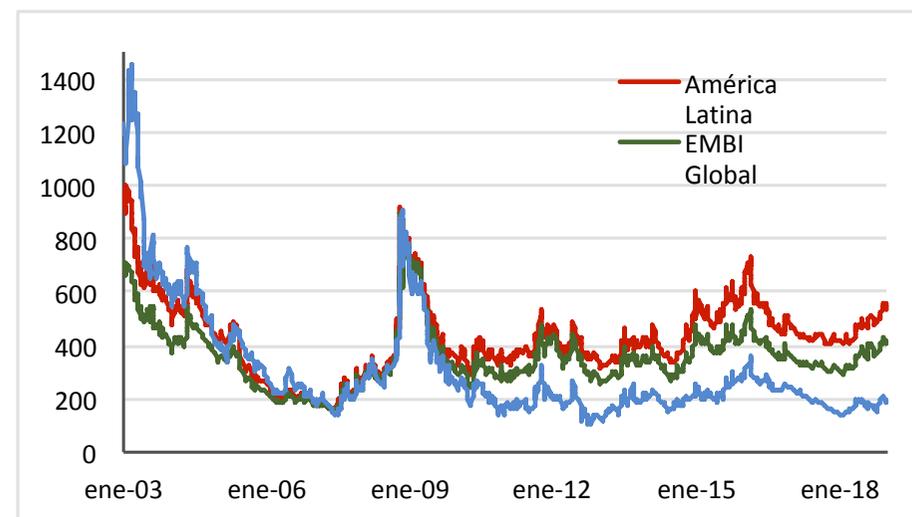
El riesgo país tiende a ser una referencia fundamental para el resto de las tasas de interés de la economía. Cuando el tomador

de préstamo no es el Estado uruguayo sino un particular o una empresa privada, el nivel de riesgo puede ser distinto, pero típicamente existe una relación entre la probabilidad de que un Estado no cumpla puntualmente con sus pagos de deuda y la probabilidad de que el sector privado de ese país enfrente problemas similares. Por lo tanto, cuando los agentes privados toman créditos, las tasas de interés aplicables, también, se encuentran afectadas por el riesgo país.

<sup>2</sup> En la jerga del mercado se dice que Uruguay pagó 250 puntos básicos de riesgo país, ya que el valor de referencia del 1% corresponde con 100 puntos básicos.

GRÁFICO 6.5

**Índice de Riesgo Soberano**  
EMBI en puntos básicos



Fuente: Bloomberg

# 6.4

## LAS EXPECTATIVAS Y LA PARIDAD DE TASAS DE INTERÉS

Las expectativas desempeñan un papel esencial en macroeconomía, influyendo no solo en las decisiones futuras, sino también en el impacto esperado de las decisiones en el presente.

Las expectativas desempeñan un papel esencial en macroeconomía. Casi todas las decisiones que toman los individuos y las empresas —comprar o no un automóvil, comprar bonos o acciones, construir o no una nueva planta industrial, invertir en nueva maquinaria— dependen de sus expectativas sobre los ingresos futuros, la rentabilidad futura, las tasas de interés, la carga tributaria, el respeto a los contratos, el clima de negocios, etc. Estos ejemplos ponen de manifiesto que muchas decisiones económicas dependen no sólo de lo que ocurre actualmente, sino también de las expectativas sobre el futuro y de la probabilidad que los distintos escenarios se materialicen.

En la sección anterior se hizo referencia a las emisiones de títulos públicos en dólares. Sin embargo, el gobierno también ha realizado operaciones financieras denominadas en moneda nacional. La tasa de interés que exigirá un inversor internacional para comprar un bono del gobierno en moneda

nacional estará dado por la tasa de interés en dólares del título del gobierno (a un plazo similar) más una prima para cubrirse del riesgo de devaluación de la moneda local. Este componente se denomina riesgo cambiario, y fue aludido en el Recuadro 6.2. De esta manera, la tasa de interés nominal en pesos,  $i$ , puede expresarse como:

$$i = r^* + \delta + \mu e$$

donde  $\mu e$  es la tasa de variación esperada en el tipo de cambio. Esta relación se conoce como **paridad de la tasa de interés descubierta**, y vincula los mercados de divisas y los mercados de dinero internacionales.

Para entender los fundamentos de esta expresión, supongamos que un inversor internacional tiene un capital que quiere dedicar a inversiones financieras. Una opción que tiene es comprar un bono libre de riesgo del gobierno de Estados Unidos, que rinde una tasa de interés  $r^*$  en dólares.

El inversor puede considerar la alternativa de comprar un bono uruguayo en dólares. Como vimos, para ello exigirá el pago de una prima de riesgo representada por el riesgo país. Para contemplar la posibilidad de invertir su capital en bonos uruguayos denominados en pesos, la tasa de interés deberá compensarlo, también, por la expectativa de que la moneda nacional se deprecie en relación con el dólar, de tal manera de mantener su capacidad de compra en términos de dólares. Bajo estas condiciones, el rendimiento esperado de los activos domésticos será igual al rendimiento esperado de los activos en moneda extranjera, ajustado por el tipo de cambio.

Supongamos ahora un inversor local (por ejemplo, un fondo de pensiones) que está evaluando comprar un bono del gobierno en pesos. Típicamente, el inversor doméstico evaluará su rendimiento en términos reales de la moneda local (es decir, en términos del precio de la canasta de bienes y servicios del país). En ese caso, la tasa de interés relevante para las decisiones de inversión será la tasa de interés real en pesos,  $r$ , que puede expresarse como:

$$r = i - \pi$$

donde  $\pi$  es la tasa de inflación doméstica. Sin embargo, la tasa de interés real efectivamente recibida por invertir en el título sólo puede comprobarse una vez transcurrido el plazo del contrato, computando la inflación observada durante el período. Por lo tanto, cuando alguien otorga un préstamo debe tomar en consideración cuánto cree que los precios van a subir entre el momento que presta el dinero y el momento en que está pactada la devolución. Por tanto, la tasa de interés nominal en moneda nacional que deberá pagarse en el presente será mayor cuanto más inflación se espere ( $\pi_e$ ):

$$i = r + \pi_e,$$

Esta relación se denomina **paridad de tasas de interés de Fisher** (llamada así en honor al economista Irving Fisher) y establece que las tasas de interés nominales en cada país son iguales a la tasa de rendimiento real, más la compensación requerida por inflación esperada.



Teniendo en cuenta la composición de la tasa de interés nominal es posible expresar la tasa de interés real en moneda nacional de la siguiente manera:

$$r = r^* + \delta + \mu e - \pi e$$

Por otra parte, si se supone constante el nivel de los precios internacionales, la variación del tipo de cambio real dependerá de las variaciones del tipo de cambio nominal y de la inflación doméstica, por lo que:

$$pe = \mu e - \pi e$$

donde  $pe$  es la tasa de devaluación real esperada de la moneda nacional. En otras palabras, la variación esperada del tipo de cambio real es igual a la diferencia entre lo que se espera que sea la variación del precio del dólar (tipo de cambio nominal) y lo que se estima como inflación futura. Por lo tanto, es posible reescribir la tasa de interés real como:

$$r = r^* + \delta + pe$$

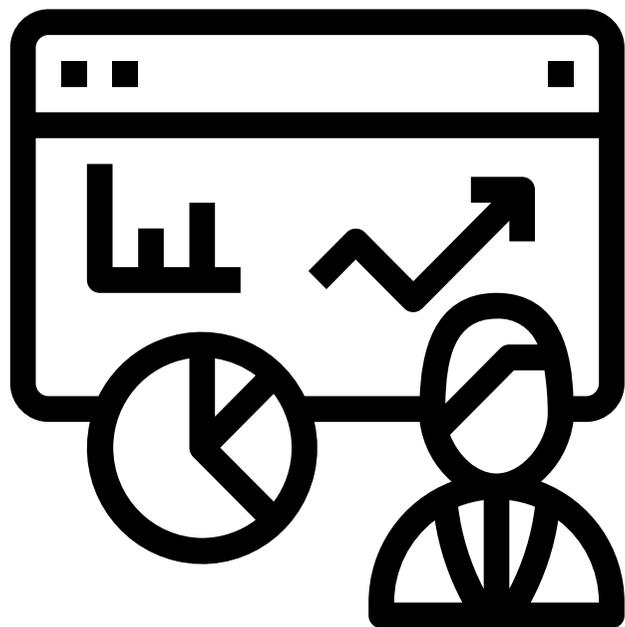
Por lo tanto, dado el nivel de tasa de interés internacional y el "riesgo país", puede afirmarse que la tasa de interés real que espera pagar quien toma un préstamo (el gobierno, un consumidor o una empresa) será más alta cuanto mayor sea la expectativa de que el tipo de cambio real sea más alto en el futuro.

La racionalidad de esta relación es que el tipo de cambio real indica cuánto valen los bienes locales en términos de dólares, por lo que cuanto más alto es el tipo de cambio real, más bajo es el precio en dólares de los bienes locales. Si quien otorga un préstamo o concede un crédito (el inversor)

está preocupado por la rentabilidad que va a obtener en dólares, la comparación relevante que realizará es con la tasa de interés de un bono libre de riesgo en dólares. En cambio, el inversor local estará interesado en saber el rendimiento en términos de una canasta de bienes y servicios al momento del repago, o sea que tendrá en cuenta la tasa de interés real en pesos. Si el inversor espera que, al momento de la devolución, los bienes y servicios domésticos sean muy baratos expresados en dólares (es decir, espera una tasa de depreciación real alta), la tasa de interés real que requerirá será necesariamente elevada.



## 6.5 DETERMINANTES Y CONSECUENCIAS DE LOS FLUJOS DE CAPITALES



En secciones anteriores se han definido algunos conceptos relacionados con los flujos de capitales y, en algunos casos, se ha hecho referencia a la influencia que tienen distintos factores sobre la dinámica de este tipo de operaciones financieras. En esta parte del capítulo se analiza de forma más sistemática la influencia de un conjunto de variables que ayudan a comprender mejor las causas y las consecuencias de los movimientos internacionales de capitales.

## 6.5.1 DETERMINANTES DE LARGO PLAZO

Al igual que en el caso de un individuo o de una empresa particular, los países tienen dos razones fundamentales para acudir al sistema financiero: para financiar inversión rentable y para sobrellevar mejor los malos tiempos. Es razonable esperar que en aquellos países que tienen menos capital (los relativamente menos desarrollados), la inversión sea más redituable. En otras palabras, allí donde el capital es más escaso, debería rendir más. Por lo tanto, en teoría, la libertad de comerciar activos financieros permitiría a un país en desarrollo alcanzar mayores tasas de crecimiento y mayores niveles de ingreso en un período de tiempo sustancialmente menor.

Sin embargo, la evidencia muestra que los capitales no han acudido a todos los países abiertos financieramente por igual. A grandes rasgos, se pueden diferenciar tres

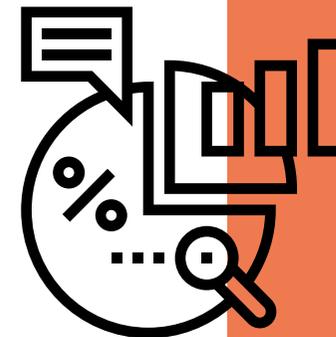
tipos de países en cuanto a su capacidad para atraer capitales privados, que se pueden caracterizar de acuerdo a las propiedades estructurales de sus economías y a las "instituciones".

Aquellos países con altos índices de corrupción, sin respeto por la propiedad privada, sin un poder judicial independiente y con fuerte conflictividad interna no logran atraer una masa significativa de capitales extranjeros. Asimismo, estos países suelen tener escasos niveles de capital humano (es decir, de educación), lo que también contribuye a generar un magro rendimiento del capital físico y financiero, creándose así una dinámica de círculo vicioso. En el otro extremo, aquellos países que con el tiempo alcanzaron instituciones más sólidas, han logrado captar un volumen importante de capitales, lo que les ha permitido acelerar la

convergencia a un mayor nivel de desarrollo. El crecimiento económico resultante fomenta a su vez la inversión en capital humano, lo cual mejora el rendimiento de los capitales que invierten en el país, lo que refuerza el ingreso de capitales y el crecimiento, creándose así un círculo virtuoso. Algunos ejemplos de estos países en las últimas décadas han sido España, Israel y Australia.

Entre estos dos extremos es posible encontrar una importante cantidad de países en los cuales el desarrollo institucional y de capital humano tiene un nivel intermedio. A este grupo pertenece Uruguay. Es común denominarlos "países emergentes" o países de ingreso medio y medio-alto. Las regiones con mayor cantidad de países emergentes son, actualmente, América Latina, el Sudeste Asiático y el Este europeo.

## 6.5.2 FACTORES INTERNOS Y EXTERNOS DE CORTO Y MEDIANO PLAZO



Las variaciones a lo largo del tiempo de las condiciones de acceso a los mercados de capitales tienen que ver con circunstancias internas de las economías y por factores externos sobre los que los países, especialmente aquellos de menor tamaño como Uruguay, tienen escasa capacidad para incidir. Cuando los cambios tienen que ver con cuestiones internas (llamados también "factores idiosincráticos"), se esperaría que los ingresos de capitales a los países tengan escasos vínculos entre sí. En cambio, si las condiciones de acceso al crédito internacional por parte de cada país son atribuibles esencialmente a factores "exógenos" y globales que los países no pueden controlar, los movimientos de capitales de las diferentes economías tienen a estar altamente sincronizados.

En principio, es posible identificar dos **causas exógenas** que ayudan a explicar

una parte importante de los movimientos de capitales en las economías emergentes. En primer lugar, la evolución de la tasa de interés internacional tiene especial significación. En general, cuando los inversores obtienen una rentabilidad acorde a lo esperado en su propio país, invirtiendo en instrumentos de bajo riesgo, tienen mucho menor incentivo para buscar oportunidades de inversión en el exterior. En segundo lugar, las salidas de capital pueden estar relacionadas con eventos sorprendidos que pueden ocurrir en una economía emergente o en algún país desarrollado. Es frecuente que, en tales circunstancias, los capitales internacionales tiendan a retirarse "en manada" de los países emergentes al percibir un mayor riesgo para sus inversiones financieras. Esto es lo que, comúnmente, se conoce como **efecto contagio**.

Una experiencia emblemática de efecto contagio es lo ocurrido como consecuencia de la crisis rusa en 1998. Este país había sido uno de los destinos favoritos de los inversionistas internacionales durante el resurgimiento de los flujos internacionales de capitales a economías emergentes en los años 90. El que Rusia haya enfrentado una crisis económica y financiera de gran magnitud despertó la sospecha de que otros mercados emergentes, que también eran destinos novedosos y preferidos por los inversionistas, podrían verse expuestos a dificultades similares. La sola sospecha fue motivo suficiente para que se redujera la disponibilidad de crédito para muchos países, aún aquellos con escasos vínculos comerciales y financieros con Rusia.

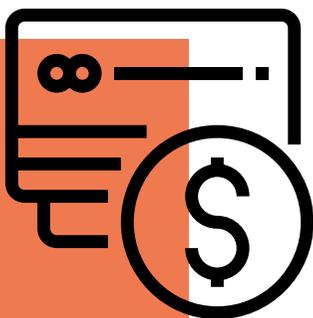
Una característica particular de los movimientos internacionales de capital a las economías emergentes es que,

con frecuencia, se ven afectados por "interrupciones súbitas" (*sudden stops*). Las características de un fenómeno de este tipo pueden entenderse tanto en términos de precios como de cantidades. La interrupción del acceso al mercado puede materializarse en un incremento significativo en la tasa de interés que debe pagar el país por los préstamos provenientes del exterior, o sencillamente por una reducción en el crédito disponible. Las dificultades que pueden enfrentar los países como consecuencia de este tipo de fenómenos pueden verse agravadas si los inversores internacionales sólo están dispuestos a continuar prestando al país a plazos más cortos y si éstos optan directamente por cancelar (o no renovar) sus inversiones.

Los países de América Latina sufrieron en varias oportunidades interrupciones súbitas de los flujos de capital. Durante los años ochenta, noventa y comienzos de la década de 2000, América Latina experimentó varias crisis económicas y financieras desencadenadas por ceses repentinos de las entradas de capitales. En 1982 este acontecimiento se precipitó a partir del aumento de las tasas de interés en Estados Unidos, que provocó un rápido regreso de los capitales financieros a ese país. En 1995 la interrupción en los flujos de capitales ocurrió como consecuencia de una grave crisis financiera que afectó en México, episodio que se conoció como "efecto tequila", cuando el peso se depreció fuertemente y el crecimiento se desplomó después de que un período de abundante afluencia

diera paso a una fuga de capitales. Entre 1997 y 1998 la crisis financiera asiática y, fundamentalmente, sus derivaciones sobre la economía rusa que registró un *default* (cesación de pagos) de su deuda soberana, tuvieron efectos relevantes sobre los flujos de capitales hacia la mayoría de los países emergentes.

Unos pocos años más tarde, Brasil (en 1998–99) y Argentina (en 2001) y Uruguay (2002) sufrieron crisis cambiarias y bancarias similares. Como se observa en la Gráfica 6.6, durante la crisis de comienzo de este siglo, las entradas brutas de capitales a la economía uruguaya pasaron en un corto lapso de saldos netos positivos a negativos, registrando salidas de capitales (es decir, desacumulación de pasivos financieros con



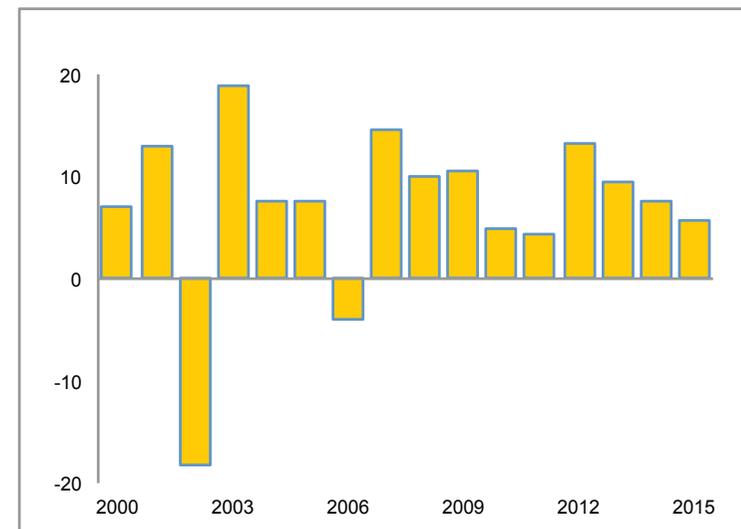
Los flujos internacionales de capital a las economías emergentes se ven afectados, con frecuencia, por “interrupciones súbitas”.



el resto del mundo) equivalentes a casi 20 puntos porcentuales del PIB en 2002- lo que muestra el enorme impacto que puede tener este tipo de fenómenos sobre el funcionamiento de una economía.

La crisis financiera mundial que azotó prácticamente a todos los países, gobiernos y hogares del mundo entre 2008 y 2009 abrió paso a políticas generalizada de intervenciones sin precedentes por parte de los bancos centrales de los países avanzados. Dichos bancos llevaron las tasas de referencia casi a cero para reactivar sus economías. Dado que las economías de Estados Unidos y Europa estaban atrapadas en un contexto de bajo crecimiento y tasas de interés muy bajas, esto llevó a los inversores a buscar oportunidades en otros mercados, donde el crecimiento y las tasas de interés eran más altos, y las condiciones económicas generales parecían más robustas. Ello se reflejó en un fuerte ingreso de capitales a los países emergentes a partir de 2010, incluyendo a Uruguay.

GRÁFICO 6.6  
Acumulación de Pasivos Externos de Uruguay  
Entradas brutas de capital, en % de PIB



Fuente: BCU

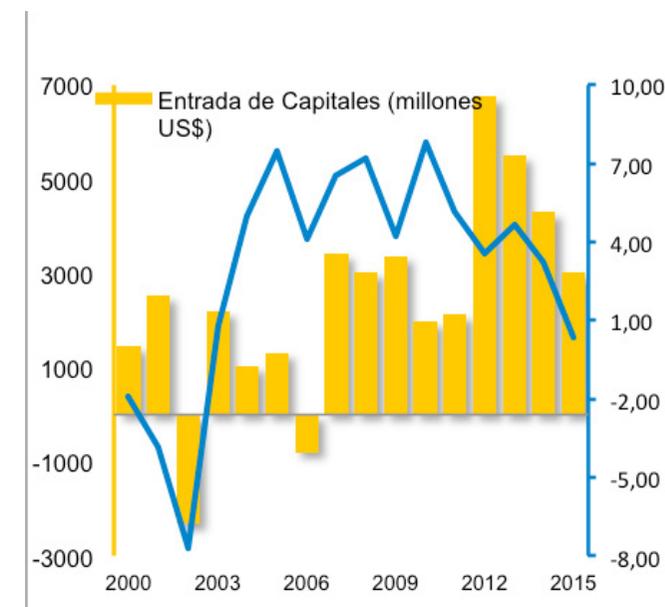
## 6.5.3 FLUJOS DE CAPITALES, ACTIVIDAD ECONÓMICA Y TIPO DE CAMBIO REAL

En las economías emergentes los flujos de capitales internacionales y la actividad económica mantienen una relación estrecha. Como puede apreciarse en el Gráfico 6.7, Uruguay no escapa a esta regla. En momentos en que se registra un importante ingreso de capitales, la actividad económica tiende a expandirse, mientras que en tiempos de salida de capitales suele observarse una retracción de la actividad económica. Básicamente esta relación se verifica a través de dos canales: el de financiamiento y el de tipo de cambio real.

La escasez de financiamiento y las consiguientes altas tasas de interés tienen un profundo impacto negativo sobre la economía. Los consumidores tienen menores incentivos para consumir. Muchas empresas no logran financiar las compras de insumos necesarios para producir normalmente y las altas tasas de interés hacen inviables proyectos de inversión que, de otro modo, serían rentables. Esto genera menos actividad en el presente y reduce el potencial de crecimiento futuro.

GRÁFICO 6.7

Flujos de Capitales y Actividad Económica en Uruguay



Fuente: BCU

Las elevadas tasas de interés generan un mayor gasto del gobierno, por pago de los intereses del endeudamiento público, lo que reduce los recursos presupuestales disponibles para atender otras necesidades. El aumento en la tasa de interés implica una menor demanda de activos (por ejemplo, de inmuebles), provocando caídas de sus precios. Esto reduce el valor de las garantías que pueden ofrecer los agentes que necesitan financiamiento, dificultando aún más el acceso al crédito para inversión.

Por el contrario, cuando hay abundantes capitales y bajas tasas de interés, se genera el efecto opuesto: mayores posibilidades de inversión, consumo y producción presente y futura. En algunos casos, la fuerte afluencia de fondos también acarrea potenciales desventajas y riesgos. La excesiva abundancia de financiamiento puede dar lugar, también, a situaciones de sobreendeudamiento en que los agentes privados y el sector público se endeudan por encima de su capacidad de repago, simplemente porque las condiciones de acceso al crédito son muy favorables. En determinadas circunstancias se pueden generar situaciones que se conocen como

**burbujas financieras**, en que los precios de los activos financieros aumentan en forma desmedida perdiendo sintonía con la realidad, sin guardar relación con el valor que realmente corresponde.

Los flujos de capitales también repercuten sobre la actividad económica a través de su efecto sobre el tipo de cambio nominal y real. El Gráfico 6.8 muestra que en el caso uruguayo existe una correlación negativa entre las fluctuaciones en los ingresos de capitales y del tipo de cambio. En

particular, la experiencia uruguaya de las últimas décadas indica que los períodos de altos ingresos de capitales coincidieron con niveles relativamente bajos del tipo de cambio real. Esto podría estar sugiriendo que las principales fuentes de variabilidad que ha enfrentado la economía uruguaya han sido de origen esencialmente financiero. En términos más generales, puede afirmarse, incluso, que en las economías emergentes los movimientos de capitales son un factor determinante fundamental del tipo de cambio real de equilibrio.

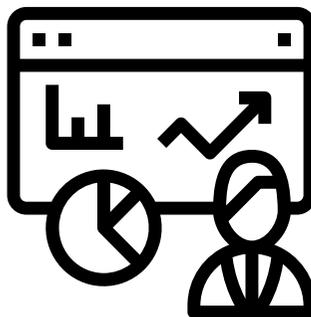
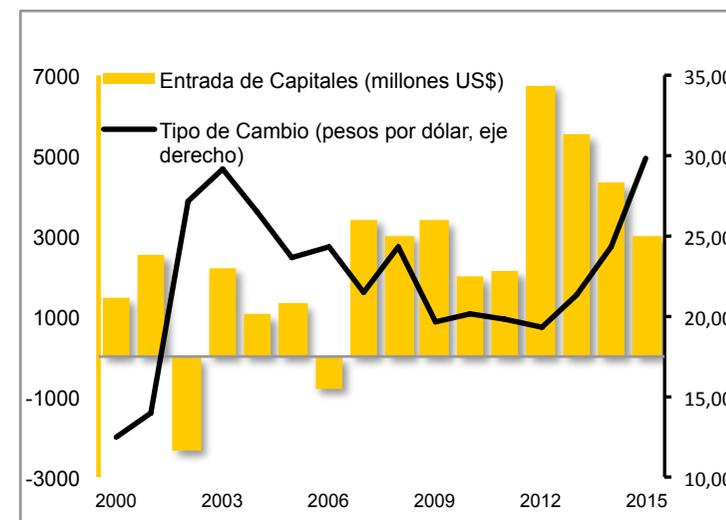


GRÁFICO 6.8

Flujos de capitales financieros y tipo de cambio en Uruguay



Fuente: BCU

Cuando la economía recibe malas noticias, por ejemplo, enfrenta una caída de la demanda externa o una salida abrupta de capitales, el tipo de cambio real tiende a incrementarse, lo que puede considerarse como una propiedad deseable, en la medida en que esta variable cumple una función de amortiguar los shocks externos. Si una economía enfrenta adversidades provenientes del exterior, el tipo de cambio real aumenta, creando una ventaja competitiva para las exportaciones del país, lo que favorece el inicio de una fase de recuperación económica.

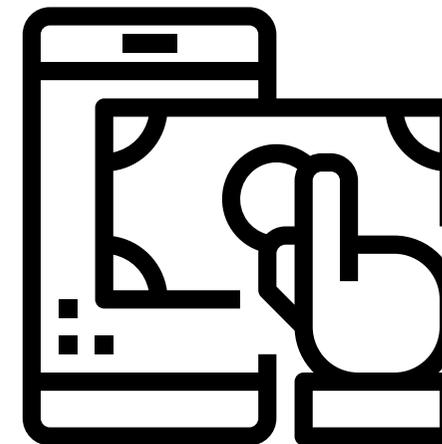
Sin embargo, la dolarización financiera puede inhibir la operación de este mecanismo estabilizador. En general, ante una devaluación real de la moneda nacional los endeudados en dólares sufren pérdidas patrimoniales que obligan a reducir consumo y la inversión, agudizando el efecto inicial de caída de actividad. Por el contrario, ante una disminución del tipo de cambio real, los agentes endeudados en dólares se ven incentivados a ampliar su consumo e inversión, puesto que el peso de su deuda (medido en bienes) disminuye. La dolarización ayuda a entender por qué el ingreso de capitales, que genera una

baja del tipo de cambio real, genera un incremento de la producción, que refuerza el vínculo entre los movimientos de capitales y nivel de actividad. Sin embargo, ello provoca que las variaciones del tipo de cambio real no cumplan su papel amortiguador y que, incluso, puedan llegar a amplificar los efectos de los shocks externos.



## 6.6

# VULNERABILIDAD FINANCIERA Y CRISIS DE BALANZA DE PAGOS



Las condiciones internas de las economías suelen tener mayor relevancia en tiempos de turbulencia, ya que las dificultades ante cambios bruscos en el acceso al crédito internacional y la consiguiente depreciación del tipo de cambio real suelen emerger mayormente en aquellos países que tienen una situación macroeconómica más frágil o vulnerable.

- Un primer indicador de vulnerabilidad es la **magnitud del déficit en cuenta corriente**. Naturalmente, aquellas economías que están recibiendo mayores flujos internacionales de capital en relación a su tamaño tienden a estar más expuestas a una reversión en el financiamiento externo que las que tienen posiciones superavitarias en la

cuenta corriente. Es frecuente observar que el déficit fiscal sea el principal determinante del déficit en cuenta corriente. La acumulación de déficits públicos es la causa del aumento del stock total de deuda externa de una economía, por lo que los países con mayores niveles de endeudamiento son los que generan más dudas acerca de su capacidad de pago en momentos de turbulencia.

- Otro aspecto importante a tener en cuenta es el **tipo de gasto que estuvo financiando los capitales que ingresan al país**. En caso que estén financiando mayoritariamente gastos de inversión (inversión extranjera directa), es más probable que la economía

pueda generar en el futuro los recursos necesarios para repagar las deudas. En cambio, si los capitales financian mayoritariamente gastos de consumo (inversión de portafolio o préstamos bancarios), es más probable que los acreedores tiendan a estar en alerta y sean más proclives a retirar sus capitales ante indicios de deterioro de la situación económica del país.

- Las **perspectivas de crecimiento de la economía** a futuro desempeñan un papel fundamental en la formación de las expectativas de los inversores internacionales. Cuanto mejores sean las perspectivas de crecimiento, mayor será la capacidad de pago de las deudas contraídas y más estables serán los flujos



de capitales. En cambio, si la economía atraviesa problemas derivados de una caída de la demanda de un país vecino o el precio de las materias primas exportadas, el incentivo para que se invierta en ella es mucho menor, en la medida en que los inversores internacionales pueden pensar que la eventual contracción de la actividad económica puede impedir el normal repago de las deudas financieras o disminuir la rentabilidad de sus inversiones en el sector real.

- Un aspecto clave al evaluar los riesgos financieros de una economía es el **grado de dolarización** de los pasivos de las empresas o el gobierno y su **plazo de madurez**. Si los agentes económicos que venden su producción en el mercado

interno perciben ingresos (o recaudan sus impuestos) en moneda nacional pero sus deudas se encuentran denominadas en dólares (lo que se conoce como **descalce de monedas en los balances**), el aumento del tipo de cambio real puede complicar la capacidad de repago de los créditos. A su vez, si los plazos son muy cortos, un corte abrupto del ingreso de capitales podría generar inmediatas dificultades para el repago de las deudas. En caso que los plazos sean más extensos, una frenada del ingreso de capitales no implicaría, necesariamente, problemas de repago, aunque sí podría plantear dificultades para incrementar la capacidad de financiamiento.

En efecto, uno de los talones de Aquiles que tuvo la economía uruguaya al comienzo del siglo XXI, fue la alta proporción de la deuda del gobierno que estaba denominada en moneda extranjera (principalmente en dólares), y cuya mayor parte estaba concentrada en vencimientos de corta madurez. Cuando sobrevino la crisis en 2002, se dio un fuerte salto en el tipo de cambio que hizo que la deuda a pagar en dólares, medida en pesos, subiese fuertemente. Al mismo tiempo, la contracción económica hizo que la recaudación del gobierno, que es mayormente en pesos, cayese en picada- por lo que el gobierno se encontró asfixiado con menos recursos para pagar una deuda "inflada", y exigido por vencimientos de corto plazo.



En ese contexto, los inversores y las agencias calificadoras pusieron en duda la capacidad del gobierno de Uruguay de hacer frente a sus obligaciones. El riesgo de incumplimiento, y el consiguiente deterioro en la calidad crediticia, hizo subir fuertemente el costo de financiamiento del gobierno (reflejado en las tasas de interés de los títulos públicos) e impidió al país tomar crédito voluntario para atender estas urgencias. Estos problemas se propagaron luego al resto de la economía.

- El **nivel de reservas internacionales netas del Banco Central** es un indicador importante para evaluar la capacidad de la economía para hacer frente a una caída temporaria del ingreso de capitales y para evitar que, en dichas circunstancias, ocurra una fuerte devaluación real que podría provocar efectos nocivos sobre el funcionamiento económico y financiero. Por tanto, las reservas internacionales en divisas son vistas como un indicador de fortaleza de

la moneda nacional: aseguran que, ante una situación de caída de la demanda de dinero y presiones a la depreciación cambiaria, el Banco Central podrá contener la depreciación, o asegurarse que se de en forma ordenada.

- El **análisis de riesgos y la fortaleza del sistema financiero** es otro aspecto clave. En concreto, si los préstamos del sistema bancario al sector privado se realizan en base a criterios extraeconómicos, es probable que los países aumenten su nivel de vulnerabilidad ante shocks que afectan a las empresas de sectores relevantes de la actividad económica. Dicho de otra manera, si los bancos otorgan préstamos en función de criterios ajenos a la capacidad de repago de los deudores o si evalúan de forma deficiente los riesgos al otorgarlos, es altamente probable que, ante un shock negativo, enfrenten serias dificultades para recuperar los créditos y para asegurar su solvencia.

Uno de los talones de Aquiles que tuvo la economía uruguaya al comienzo del siglo XXI, fue la alta proporción de la deuda del gobierno que estaba denominada en moneda extranjera.



# 6.6.1



## CRISIS DE BALANZA DE PAGOS

En términos simples, una crisis de balanza de pagos ocurre cuando el desequilibrio en la cuenta corriente genera dudas sobre la capacidad de repago de las deudas de un país, y lleva a una caída dramática y generalizada en la tenencia y demanda de activos financieros de un país por parte de acreedores externos. El aumento de las tasas de interés aparece como una consecuencia natural en este tipo de situaciones.

De acuerdo al tipo de activos financieros involucrado en el origen de las dificultades, las crisis de balanza de pagos pueden ser clasificadas como crisis bancarias, crisis de deuda o crisis cambiarias. Exploremos las características de cada una de ellas.

En el caso de los bancos, la captación de depósitos (pasivos en sus balances) constituye el soporte a partir del cual se realizan los préstamos (activos de los bancos). Si los préstamos pueden ser repagados con normalidad el banco es solvente. En cambio, si los créditos son irrecuperables se dice que el banco enfrenta un **problema de insolvencia**. Es bien sabido, por otra parte, que los bancos prestan a plazos relativamente largos en comparación con los plazos a los que captan depósitos. Si una proporción importante de los depositantes acudiera al banco a retirar sus depósitos al mismo tiempo (lo que se conoce como **corrida bancaria**), los fondos no estarían disponibles inmediatamente. En este caso,

el banco enfrentaría una **crisis de liquidez**, dando lugar a una **crisis bancaria**. Cuando la corrida de depósitos se generaliza a todo el sistema financiero, se está en presencia de **riesgos sistémicos**.

La deuda del gobierno tiene similares características a los depósitos bancarios, en la medida en que cierta porción del endeudamiento público debe ser repagada a corto plazo. En circunstancias normales, una parte importante de la deuda es refinanciada, lo que implica que los inversores conceden nuevos préstamos, renovando la confianza al gobierno. Si algunos inversores decidieran no renovar su préstamo, el Estado debería recurrir a sus



reservas o utilizar otros activos para hacer frente a los pagos correspondientes. Si todos los inversores decidieran no renovar los créditos al mismo tiempo, el repago sería imposible y el gobierno enfrentaría una **crisis de deuda**.

Cuando la autoridad monetaria se compromete a que la moneda nacional se puede intercambiar por dólares a un tipo de cambio fijo, las reservas internacionales operan como respaldo del sistema. Si los agentes de mercado perciben que el Banco Central está tratando de defender el valor de la moneda nacional a un nivel que está artificialmente sobrevalorado y por tanto es insostenible, entonces tendrán la expectativa de que el Banco Central abandonará tarde o temprano el tipo de cambio fijo, en cuyo caso desembocaría en una brusca depreciación del tipo de cambio nominal para corregir el valor relativo de las monedas. Anticipándose a esta posibilidad, los tenedores de moneda nacional buscaran

adquirir masivamente dólares en el mercado por montos superiores a los disponibles en los bancos (para guardarlos abajo del colchón, en cofres de seguridad o girarlos al extranjero). En ese caso, el Banco Central deberá intervenir haciendo uso de sus reservas. Tales medidas pueden continuar por algún tiempo, pero finalmente los bancos centrales corren el riesgo de liquidar todas sus reservas. Dado que el mercado sabe que el Banco Central estará agotando su "poder de fuego" para sostener la paridad, sobrevendrá un **ataque especulativo** contra la moneda nacional, que es un golpe de gracia al valor de la moneda. Incapaz de hacer frente a la demanda de dólares, el Banco Central no tendrá otra alternativa que aceptar una devaluación profunda para reequilibrar el mercado (**crisis cambiaria**).

La dinámica de los tres tipos de crisis de balanza de pagos descritos tiene varios elementos en común. Primero, se verifica la **profecía auto-cumplida**: si se espera una

devaluación, efectivamente la demanda de dinero en moneda nacional caerá, y la caída de reservas y la devaluación tendrán lugar. En el mismo sentido, si se generan dudas sobre la capacidad de un banco de hacer frente al retiro de depósitos, se generará pánico y una corrida bancaria que terminará validando las expectativas que la motivaron (aun cuando no necesariamente el banco tuviese problemas ante montos de retiros normales). Puesto de otro modo, en los tres casos considerados existe un problema de coordinación entre los agentes. Si todos deciden mantener la confianza en el activo, todos salen ganando.

En cambio, si la confianza desaparece, se genera una crisis en la que la sociedad en su conjunto sale perdiendo.

Segundo, las crisis de balanza de pagos están signadas por la **desconfianza en el valor de los activos** financieros domésticos, que lleva a una fuga de capitales en



la balanza de pagos. Las corridas de depósitos suelen derivar en masivas salidas de capitales, ya que el nerviosismo y la desconfianza que se genera en la economía en su conjunto inducen a los ahorristas a intentar sacar el dinero del país o cambiarlo por moneda extranjera. Las corridas contra la deuda pública implican que inversores internacionales y locales vendan sus tenencias de títulos públicos y compren activos financieros más seguros en el exterior. En ambos casos el Estado, a través del Banco Central, tiene incentivos para utilizar sus reservas para proveer liquidez a los bancos solventes para que puedan cumplir con los depositantes (“prestamista de última instancia”), así como también para el repago de la deuda pública que se vaya venciendo y así evitar el default de la deuda soberana.

Tercero, la **dolarización financiera** contribuye a amplificar el impacto macroeconómico de las crisis de balanza de pagos, y al mismo tiempo limita la efectividad de los instrumentos de política económica para estabilizar la economía. Por un lado, una alta dolarización financiera implica que existan préstamos bancarios en dólares a empresas que no generan ingresos en dólares, por ejemplo, empresas de productos no transables internacionalmente. Un aumento significativo y abrupto del tipo de cambio real puede provocar consecuencias patrimoniales muy negativas sobre los deudores en dólares, dificultando la capacidad de repago de sus obligaciones e inclusive cayendo en bancarrota. El aumento en la morosidad supone un riesgo de crédito de los bancos acreedores, que ven cuestionados sus niveles de solvencia<sup>3</sup>. Por otro lado, la alta dolarización de los depósitos bancarios limita las posibilidades del Banco Central para apoyar a los

bancos y mantener la confianza de los depositantes, ya que tal apoyo requiere de una disponibilidad de dólares que pueden exceder las reservas internacionales. Las crisis de balanza de pagos pueden tener, por tanto, consecuencias devastadoras sobre el funcionamiento de la economía.

<sup>3</sup> Una enseñanza fundamental de la crisis del 2002 en Uruguay es que el calce regulatorio de monedas en los balances de los bancos, entre los pasivos (depósitos) y los activos (préstamos), no es suficiente para cubrir el riesgo bancario de origen cambiario.

Las crisis de balanza de pagos están signadas por la desconfianza en el valor de los activos financieros domésticos.

# 6.7

## OPCIONES Y DESAFÍOS DE POLÍTICA

Un desafío que enfrentan los responsables de las políticas económicas es aprovechar las oportunidades que ofrece el comercio de activos financieros y, al mismo tiempo, mitigar los potenciales **efectos desestabilizadores de los movimientos internacionales de capitales**. La disponibilidad de financiamiento en condiciones adecuadas, a costos convenientes y con reducida incertidumbre, es un sostén fundamental para concretar proyectos de inversión, financiar el gasto público social y evitar una variabilidad excesiva en los niveles de consumo de la población.

La evidencia empírica indica que mejor forma que tiene una economía para asegurar una inserción provechosa en los mercados financieros internacionales es el **mantenimiento de fundamentos macroeconómicos y financieros sólidos**.

La estabilidad macroeconómica y la previsibilidad en el manejo de las políticas constituyen pilares fundamentales para evitar que los capitales internacionales se comporten de forma errática y que puedan provocar efectos nocivos sobre el funcionamiento de la economía. La consistencia de las políticas fiscales y monetarias, el manejo prudente del endeudamiento público, el mantenimiento de la estabilidad de precios, la solidez de su sistema bancario y la calidad institucional que asegure estabilidad política y seguridad jurídica pueden considerarse como ingredientes básicos para asegurar un fluido acceso al financiamiento externo y a bajo costo.

Aun así, algunos economistas y políticos argumentan que la libre movilidad de capitales puede tener efectos

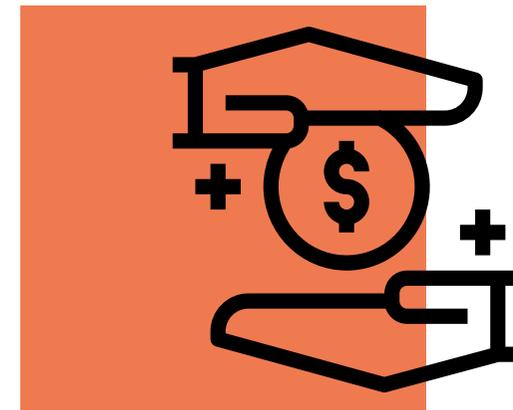
desestabilizadores, y que la respuesta de política económica más adecuada consiste en establecer una regulación restrictiva que limite los movimientos de los capitales. En la práctica, existe un amplio espectro de medidas posibles, que van desde prohibirlos absolutamente o desincentivarlos a través de la aplicación de impuestos. El Premio Nobel en Economía James Tobin propuso la aplicación de un impuesto a escala global sobre los movimientos de capitales. Esta propuesta es conocida como la "tasa Tobin". En el transcurso de la última década en los países de América Latina han proliferado los intentos de reducir los efectos desestabilizadores de la libre movilidad de capitales a través de distintos controles. Entre 2012 y 2014 Uruguay aplicó medidas regulatorias que desincentivaron el ingreso de capitales al mercado local de títulos públicos.

Otro desafío importante de política económica radica en la **volatilidad del tipo de cambio real**. La excesiva volatilidad cambiaria dificulta la formación de las expectativas y desestimula la concreción de proyectos a largo plazo. En condiciones de alta incertidumbre es difícil tomar decisiones en materia de inversiones o de incorporación de nuevas tecnologías, ya que es probable que la rentabilidad de los negocios varíe significativamente de un período a otro por circunstancias ajenas a las realidades específicas de las actividades. El comportamiento del tipo de cambio influye también sobre la formación de precios y, por ende, sobre la dinámica inflacionaria.

Como vimos, los bancos centrales de diversos países intervienen en el mercado de cambios para estabilizar el valor de la moneda en términos reales. Por ejemplo, cuando existe una abundante oferta de dólares en el mercado, el Banco Central puede intervenir comprando dólares, generando una mayor demanda y evitando una sostenida apreciación de la moneda local. De la misma manera, cuando se produce un crecimiento de la demanda de dólares en el mercado, el Banco Central puede vender dólares con el mismo objetivo.

Este mecanismo, no obstante, no puede operar indefinidamente. Cuando el Banco Central incrementa su demanda de dólares, expande la oferta de pesos. Este incremento de la cantidad de dinero, si no es totalmente

esterilizado, puede generar una suba de los precios, por lo que el tipo de cambio real termina ajustándose a través de la variación de los precios internos. Dicho de otra forma, la compra de dólares por parte del Banco Central puede aumentar el tipo de cambio nominal, pero si los precios internos aumentan en la misma proporción, el tipo de cambio real puede permanecer incambiado. En el caso contrario, cuando se verifican salidas de capitales y el Banco Central vende dólares (retrayendo la oferta de pesos), la caída de precios puede demorar en concretarse, porque los precios suelen ser rígidos a la baja, dado que muchas empresas prefieren perder ventas antes que bajar sus precios porque tienen dificultades para bajar sus costos (por ejemplo, porque no pueden reducir los salarios).





La dolarización financiera limita la efectividad de los instrumentos de política económica para estabilizar la economía.

Una forma efectiva de controlar las variaciones del tipo de cambio real es ajustar el gasto del gobierno. En períodos de fuerte ingreso de capitales o superávit de la cuenta corriente, el gobierno puede reducir su déficit (o aumentar su superávit) y, de este modo, reducir sus necesidades de financiarse en el exterior. De esta forma, se reduce el ingreso de capitales, contrarrestando en parte el efecto original. En tiempos de salida de capitales, esto es significativamente más difícil de hacer, ya que al gobierno le suele resultar difícil el acceso al crédito externo para generar mayor oferta de dólares en la economía. Otra estrategia posible es utilizar las tasas de interés. Cuando hay una creciente desconfianza en el país que deriva en una creciente salida de capitales, los gobiernos

suelen ofrecer títulos a tasas de interés más altas para incentivar a que permanezcan en el país y de esa forma, estabilizar la moneda. Esta estrategia tiene una limitante crucial: las tasas de interés tienen un efecto negativo en la demanda por crédito e inversión que puede reforzar la debilidad de la economía que probablemente fue lo que generó la crisis inicial de confianza.

El uso de los instrumentos de política económica para manejar los flujos de capitales y la volatilidad cambiaria está condicionado por lo que se conoce como la **trinidad imposible**. En términos simples, implica que un banco central puede conseguir simultáneamente sólo dos de los siguientes tres objetivos: tipo de cambio fijo, perfecta movilidad de capitales y una

política monetaria independiente. Esta imposibilidad aparece cuando un banco central intenta fijar el tipo de cambio y controlar la política monetaria (es decir, la tasa de interés) si simultáneamente permite la libre entrada de capitales. Bajo estas condiciones, la política monetaria no puede mantener su independencia y deberá acomodarse cambiando su tasa de interés. En otras palabras, el banco central tendrá que aumentar la tasa de interés para frenar la entrada de capitales y detener la apreciación de la moneda local. De esta manera, el banco hará que la economía doméstica sea menos atractiva para los inversionistas, que preferirán llevar sus dólares a otras latitudes donde las tasas de interés sean más altas para sus inversiones.



## El desarrollo de un mercado financiero de cobertura cambiaria permite a las empresas gestionar mejor el riesgo asociado a las fluctuaciones del tipo de cambio.

La mitigación de los efectos de la volatilidad del tipo de cambio sobre los negocios puede concretarse a través del desarrollo de mercados de cobertura de riesgo cambiario. El riesgo cambiario se define como la posible pérdida o ganancia que ocurre como resultado de un cambio no anticipado de la tasa de cambio. Esto es de particular relevancia para el caso de la economía uruguaya, en la cual muchas empresas presentan importantes descalces financieros en términos de plazos y monedas. Por ejemplo, una empresa multinacional instalada en Uruguay que mantiene su capital en pesos pero que debe girar utilidades a su casa matriz en su moneda de origen se beneficiaría de la compra de moneda extranjera a término para reducir la consiguiente exposición a una eventual devaluación del peso.

El desarrollo de un mercado de cobertura redundará, en principio, en diversos

beneficios micro y macroeconómicos. Por un lado, permitiría a las empresas gestionar mejor el riesgo asociado a las fluctuaciones del tipo de cambio, especialmente entre aquéllas que presentan descalces de monedas en sus balances. Así, por ejemplo, una firma exportadora con ingresos en moneda extranjera, pero que realiza pagos de insumos, salarios e impuestos en moneda nacional, podría vender divisas a término a un tipo de cambio predeterminado— a la manera de un seguro de cambio contra una eventual revaluación del peso. Para aquellas empresas importadoras o que tengan un elevado endeudamiento de corto plazo en dólares, pero sin cobertura natural de ingresos en moneda extranjera, el uso del mercado de derivados, también, contribuiría a reducir el riesgo financiero ante una devaluación de la moneda local. En general, una mejor administración del riesgo cambiario permitiría a las empresas reducir la volatilidad de sus flujos de caja

y estabilizar sus necesidades de fondeo y capacidad de repago de sus deudas, aumentando así su calidad crediticia. Ello, a su vez, contribuye a la solidez del sistema bancario y estimula el desarrollo de otro tipo de mercados, como el de capitales.

El desarrollo de un mercado financiero de cobertura cambiaria también contribuye a facilitar el manejo de la política monetaria. Por un lado, un mayor uso de mecanismos de cobertura cambiaria por parte del sector privado reduciría las presiones corporativas y políticas para la intervención del Banco Central en el mercado de divisas en períodos de fuertes entradas o salidas de capitales. Por otro lado, una mayor cobertura cambiaria a nivel empresarial podría amortiguar el impacto de los *shocks* externos sobre los costos de producción medidos en moneda local, contribuyendo a la estabilidad de precios y facilitando la gestión de la política monetaria.

## 6.8 RESUMEN



Un aspecto clave del estudio de las finanzas internacionales es analizar los factores determinantes de los flujos de capitales internacionales, y las consecuencias que éstos tienen sobre el funcionamiento macroeconómico de una pequeña economía abierta a través de los canales del tipo de cambio y la tasa de interés.

Históricamente, los flujos hacia los mercados latinoamericanos de bonos y acciones han sido especialmente volátiles, creando condiciones exuberantes durante los buenos tiempos, pero frenándose repentinamente o incluso revirtiéndose al cambiar el ánimo de los inversores. En el pasado, esas salidas fueron provocadas por razones a veces ajenas a estas economías, como ser aumentos de las tasas de interés en las economías avanzadas, una creciente aversión al riesgo en los mercados financieros mundiales y malas noticias económicas desde los mercados emergentes, como China.

Los movimientos de capitales están asociados a movimientos de algunas variables fundamentales en la economía. Cuando existe mayor confianza en cierto país, existe mayor intención de prestarle, lo cual conduce a menores tasas de interés, que inducen a los agentes a gastar por encima del ingreso (intercambiando consumo presente por futuro) generando ingresos de capitales. Por otro lado, movimientos de capitales generan descensos en el tipo de cambio real, perjudicando actividades exportadoras, pero favoreciendo aquellas actividades que requieren de insumos importados. Así, las trayectorias del tipo de cambio y la tasa de interés son esenciales para determinar la composición de la balanza de pagos y desempeñan un papel especialmente relevante a la hora de determinar los retornos de los inversores y de analizar las vulnerabilidades financieras de hogares y empresas.



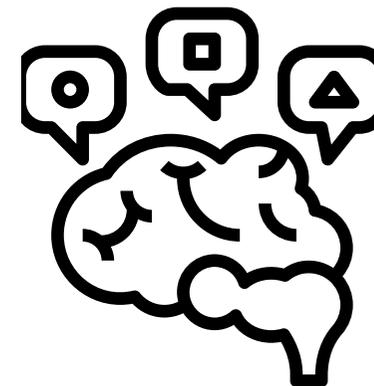
Los flujos de capital a nivel internacional pueden amplificar las vulnerabilidades domésticas de una economía. La razón es que en malos tiempos se ciernen dudas sobre la credibilidad de repago de los países cuya situación macroeconómica y financiera no es suficientemente sólida. Es común que, ante situaciones de este tipo, ocurra un aumento brusco en el ritmo de devaluación de la moneda nacional, que no pueda ser contrarrestado por la venta de reservas del Banco Central. Si la dolarización financiera es alta, las deudas serán más difíciles de pagar cuando el tipo de cambio real aumenta, por lo que la dinámica posterior a la devaluación acicatea los problemas financieros del sector privado y del gobierno. En estas circunstancias el aumento del tipo de cambio real no cumple un rol estabilizador, y la caída en la recaudación de impuestos hace que los gobiernos se vean forzados a contraer el gasto público, lo que profundizaría aún más la contracción económica. Las dificultades financieras de las empresas y del Estado generan, a su vez, dudas sobre la calidad crediticia de los deudores, y por lo tanto sobre la solvencia del sistema bancario y la sustentabilidad de la deuda pública. Cuando las vulnerabilidades de cierto país son muy

grandes, las salidas de capitales pueden adoptar una rapidez y fuerza inusuales, configurando una situación de crisis de balanza de pagos, con consecuencias significativas sobre el funcionamiento de la economía.

Este ir y venir de los capitales hacia países emergentes genera desafíos permanentes para el manejo macroeconómico y financiero, y plantean disyuntivas sobre la necesidad y conveniencia de reducir la exposición a los movimientos de capitales través de restricciones en los mercados financieros y cambiarios. Más allá de estos dilemas de política económica, la mejor forma que tiene una economía para asegurar una inserción financiera internacional provechosa es el mantenimiento de fundamentos macroeconómicos y financieros sólidos. Ello incluye la previsibilidad en el manejo de las políticas económicas, la consistencia de las políticas fiscales y monetarias, la reducción de las vulnerabilidades financieras del endeudamiento público, el mantenimiento de la estabilidad de precios, la solidez del sistema bancario y la calidad institucional que asegure estabilidad política y seguridad jurídica.

# 6.9

## PREGUNTAS DE REPASO



1.

### ¿Qué es:

- ... una "burbuja financiera"?
- ... una "fuga de capitales"?
- ... el "efecto contagio"?
- ... el "overshooting" del tipo de cambio?
- ... el "carry trade" ?
- ... una "corrida" bancaria?
- ... una flotación "sucia" del tipo de cambio?
- ... el "default"?
- ... un "ataque especulativo" a la moneda y
- ... la "profecía autocumplida"?
- ... la "Trinidad Imposible"?
- ... la "enfermedad holandesa" y cuál es su
- ... relación con el posible descubrimiento de petróleo?

2.

### ¿Qué se entiende por:

- ... "atraso cambiario"?
- ... "riesgo país", y cómo se mide?
- ... "mercado negro" de cambios?
- ... "miedo a la flotación" del tipo de cambio?
- ... "economía "emergente"?"

3.

- ¿Qué hace a un país vulnerable ante cambios bruscos en el financiamiento externo?

# 6.10

## BIBLIOGRAFÍA

**GAGLIARDI, E. (2008).**

Macroeconomía de Economías Pequeñas y Abiertas, Tomo II. Segunda Edición.

**KRUGMAN, P, OBSTFELD, M.**

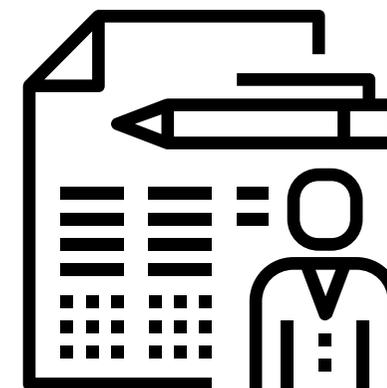
**Y M. MELITZ (2012).** Economía Internacional: Teoría y Política. Décima Edición.

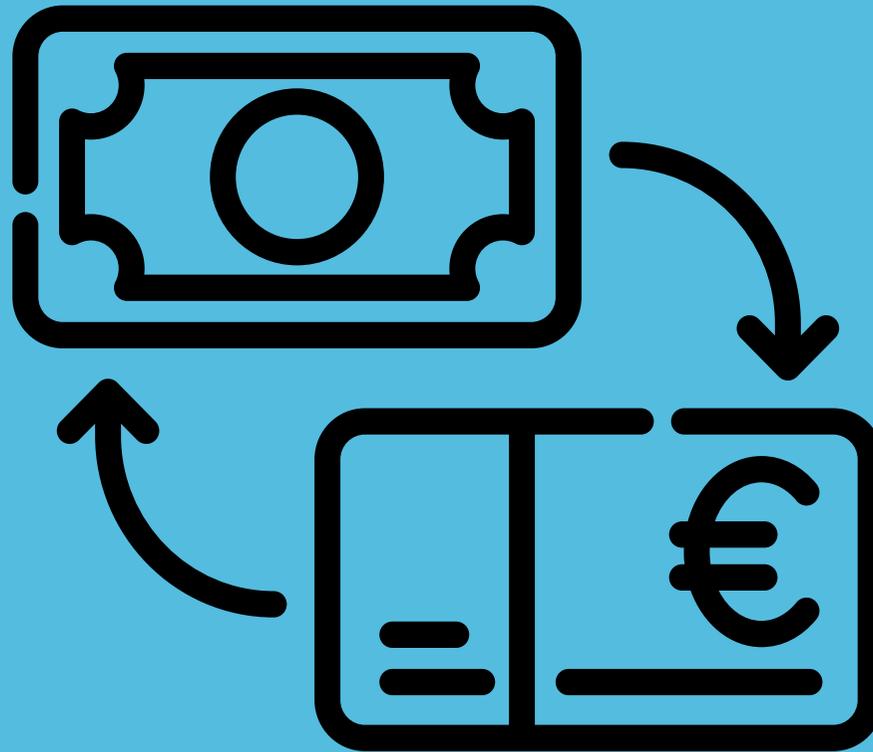
**MANKIW, N. G. (2017).** Principios

de Economía. Séptima Edición.

**TANSINI, R., EDITOR (2003).**

Economía para No Economistas. Segunda Edición.





Más capítulos del libro  
**Para Entender la Economía del Uruguay**  
en