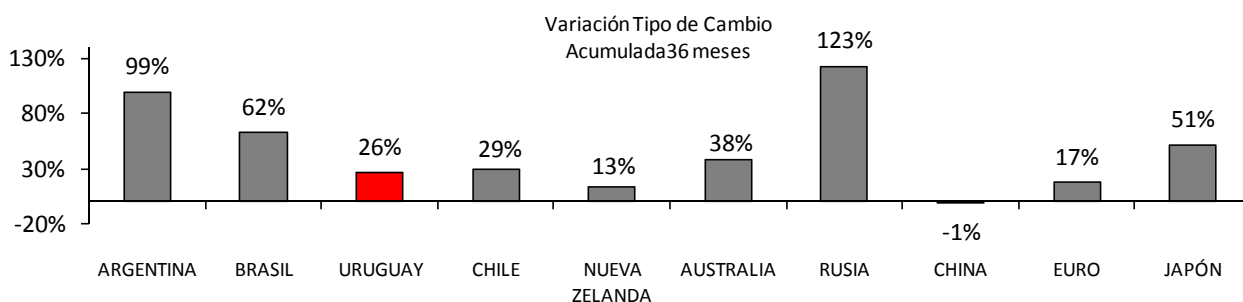
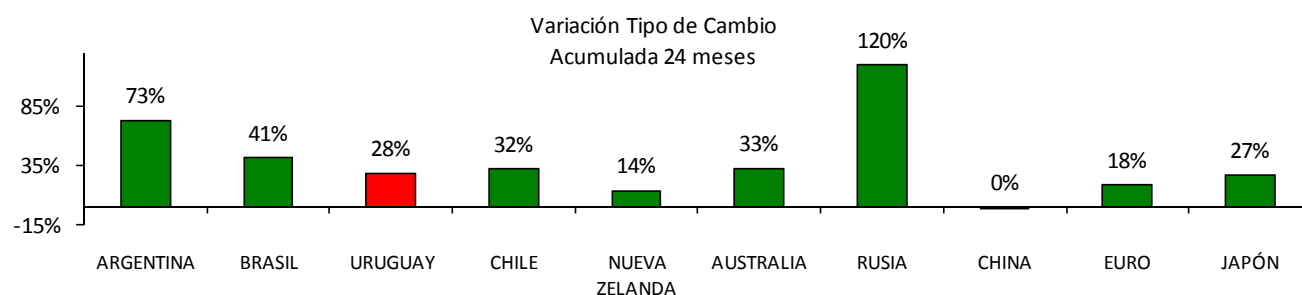
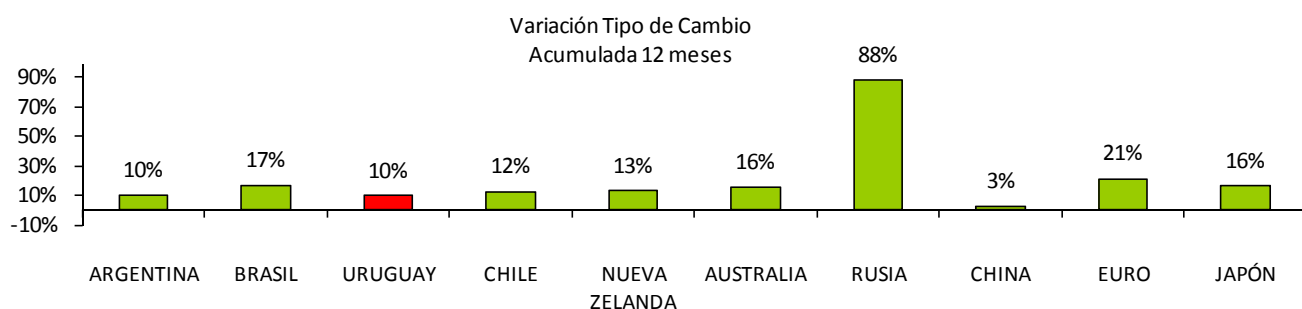


**Informe Especial  
Febrero de 2015**

**COMPETITIVIDAD AFECTADA POR EL TIPO DE CAMBIO**

En los últimos meses se ha dado un movimiento importante en la cotización de monedas a nivel mundial. Analizando los últimos doce meses, **las principales monedas relevantes para Uruguay (peso argentino, real de Brasil, peso chileno, dólar de Nueva Zelanda, dólar australiano, rublo ruso, yuan de China, Euro y yen de Japón) se han depreciado frente al dólar de Estados Unidos en un 14% en promedio, mientras que el peso uruguayo lo hizo un 10%.**



Esta tendencia pareciera que se “viralizó” a finales de 2014. A fines de noviembre, el Banco de Japón anunció que extendería su flexibilización cuantitativa, de manera de debilitar el yen frente a otras monedas y así mejorar su competitividad frente a otros países. En los meses siguientes, los bancos centrales de China, Corea del Sur, Singapur, etc., comenzaron a flexibilizar sus políticas monetarias de manera de no perder competitividad frente a Japón.

Por su parte, Canadá, Suiza, Rusia, India y Australia han reducido sus tasas de interés de manera de inyectar más dinero en la economía y así reducir el “valor” de sus monedas. El Banco Central Europeo (BCE) pondrá en marcha en marzo de 2015 un programa masivo de compra de bonos por valor de al menos USD 1,3 billones. **Estas medidas logran entre otras cosas, debilitar las respectivas monedas frente al dólar, y de esa manera ganar competitividad frente a otros países.**

Las expectativas económicas a nivel mundial estaban puestas en un incremento de tasas por parte de la Reserva Federal de Estados Unidos para finales de 2015, fortaleciendo aún más el dólar. Sin embargo, las medidas tomadas por los diferentes bancos centralistas podrían demorar la suba de tasas y aplicarla más lentamente, para evitar una apreciación excesiva del dólar.

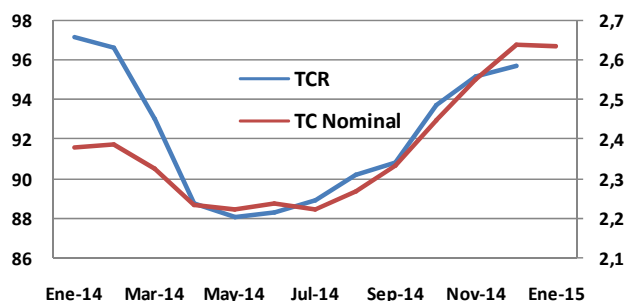
Una manera de analizar la apreciación del dólar frente a las otras monedas es a través del **Índice Dólar** (DTWEX), en el cuál se compara la variación del dólar frente a una canasta de las principales monedas del mundo. **En los últimos 12 meses este índice se incrementó en algo más del 16%, significativamente mayor que el 10% de apreciación de esta divisa en nuestra economía.**

**Índice Dólar frente a las principales monedas del mundo**



### Brasil: Tipo de cambio real y nominal

TCR Jun 1994 = 100, TCN R\$ / USD



En **Brasil** la situación no ha sido muy diferente en lo que refiere a la evolución de su moneda frente al dólar. Si bien a inicios de 2014 la cotización del dólar cayó, acompañada por una pérdida de competitividad en el primer semestre del año, desde mediados de año el tipo de cambio volvió a subir en Brasil registrando niveles que no se alcanzaban desde inicios de 2005.

Esta volatilidad del dólar se basa en que la economía de Brasil se encuentra sin crecimiento, con una inflación por encima del rango establecido por el Banco Central de Brasil, y con expectativas que mantienen esta tendencia. Esto afectó el ingreso de capitales al país, y por ello la suba del tipo de cambio desde mediados de 2014.

No obstante, esta suba del tipo de cambio está afectando la ya elevada tasa de inflación, por lo que las autoridades iniciaron medidas para evitar que el dólar “se siga disparando”. Las medidas se basan en la intervención en el mercado de cambios, así como la suba de la tasa de referencia Selic que desde inicios de 2015 se encuentra en 12,25% promoviendo el ingreso de capitales al país.

### ¿Qué pasó en Uruguay?

Bajo una mirada de corto plazo, **la evolución del dólar en Uruguay si bien mantiene la tendencia de las principales monedas, ha distado en la intensidad de las variaciones que han sucedido tanto a nivel regional como más allá.**

Desde junio de 2002, en Uruguay se utiliza el régimen de meta de inflación, controlando por parte del BCU los agregados monetarios. En octubre de 2007 se decidió pasar a usar como instrumento de política monetaria la Tasa de Política Monetaria (TPM), que era definida por la autoridad monetaria. Luego, a partir de junio de 2013 se volvió a implementar como instrumento de política monetaria los agregados monetarios.

Si bien la autoridad monetaria tiene como meta una tasa de inflación y no un régimen de control del tipo de cambio, las intervenciones en el mercado de cambios son continuas. El Sector Público compra moneda extranjera para cubrir las necesidades de importación (por ejemplo de petróleo), así como para pagar los servicios de deuda pública. Sin embargo, dada la influencia que mantiene la evolución del tipo de cambio

en la canasta básica uruguaya, y por ello en la evolución de la inflación, cuando el tipo de cambio se “dispara” o “baja” de manera importante la autoridad monetaria interviene de manera de contrarrestarlo.

Las intervenciones del BCU en el mercado de cambios se hacen a través de diferentes instrumentos. Una de las medidas es a través de las compras de dólares en la Bolsa Electrónica de Valores, BEVSA, medida muy utilizada en el primer trimestre de 2013, cuando en esos meses, el 30% de lo que se transó en BEVSA correspondió a compras del BCU, con una suma del entorno de los USD 800 millones, siendo muy superior a lo que se había transado en todo el año 2011 y 2012.

Otra manera de intervenir es a través de la Tasa de Política Monetaria, TPM, el incremento de la tasa determina una atracción a capitales extranjeros de corto plazo, por lo que al aumentar el ingreso de dólares en el mercado hace que su cotización baje.

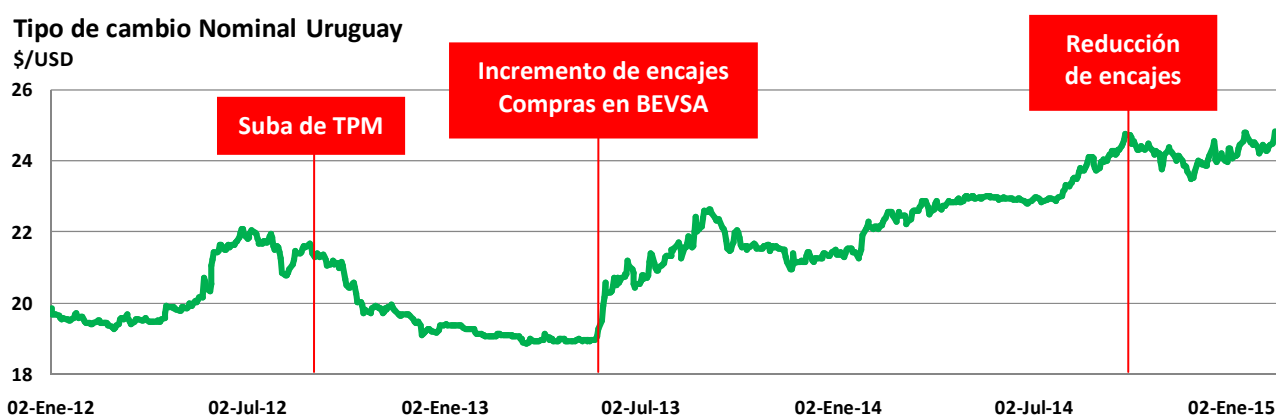
Esto es lo que ha sucedido en los últimos años. En setiembre de 2012, el Comité de Política Monetaria (COPOM) decidió incrementar su TPM en 25 puntos básicos (al 9%) de manera de permitir un mayor ingreso de capitales y con ello una reducción del tipo de cambio.

El BCU también emite las Letras de Regulación Monetaria, LRM, para poder “quitar” pesos del mercado, y de esa manera controlar la inflación. Estas LRM son atractivas para el público ya que su tasa es bastante mayor a la inflación. Cuando las tasas son elevadas, la circulación de pesos disminuye y por lo tanto se controla la inflación, no obstante, para comprar esas LRM en pesos, se deben vender dólares por lo que disminuye el tipo de cambio nominal. Si bien las mismas eran emitidas tanto en Unidades Indexadas como en pesos, desde enero de 2015 el BCU comunicó que “dejará de emitir LRM en UI hasta nuevo aviso”. No obstante, las LRM en pesos continuaron presentando una fuerte demanda, con tasas que rondan el 14%.

Desde finales de 2012 hasta mediados de 2013 la cotización de la moneda en Uruguay presentó una fuerte apreciación, por lo cual se decidió por parte del gobierno implementar una serie de medidas de manera de frenar la caída del tipo de cambio, y con ello una gran pérdida de competitividad. Las medidas implicaban la suba de encajes para no residentes. Hasta ese momento el BCU había intervenido en el mercado de cambios comprando dólares de manera de contrarrestar el ingreso de capitales que hacían que bajara la cotización, sin tener resultados positivos.

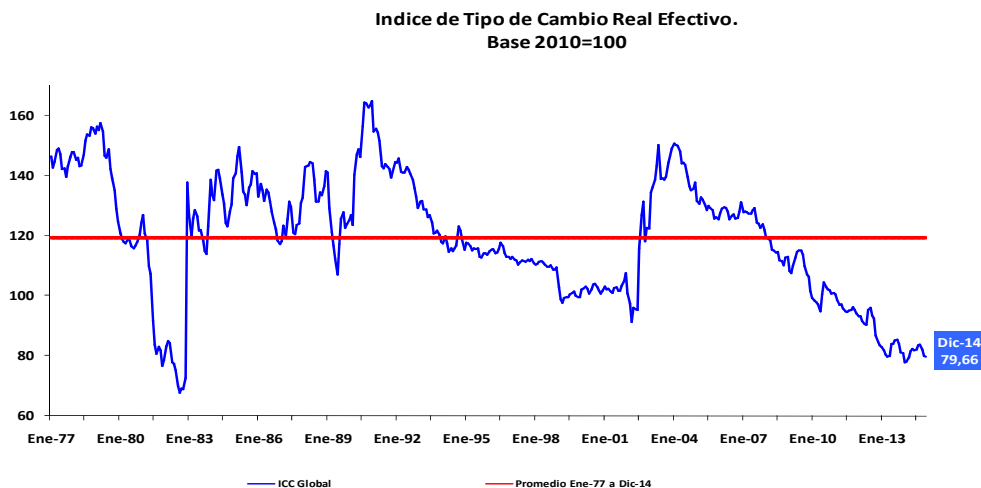
Recientemente, en setiembre de 2014, cuando el tipo de cambio presentaba una serie de incrementos, el COPOM decidió intervenir nuevamente quitando los encajes a no residentes suavizando de esta manera la tendencia alcista.

No obstante, el comportamiento del tipo de cambio en Uruguay es sensible tanto a las medidas internas como a las internacionales, por lo que la tendencia alcista de los últimos meses de las principales monedas ha resultado en una suba sustancial del tipo de cambio.



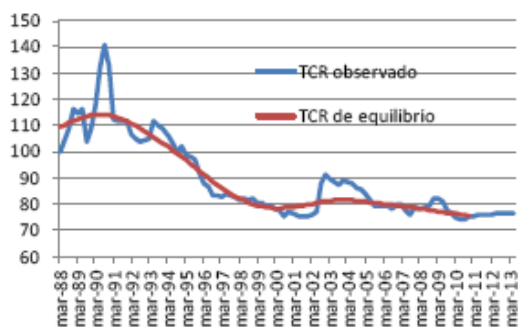
## El tipo de cambio real

Analizar el tipo de cambio real (TCR) para una economía como la uruguaya es fundamental, ya que de allí se determinan las decisiones de producción, inversión y de asignación de recursos de los agentes privados. Desde hace ya varios años se presenta una tendencia a la baja del Tipo de cambio real efectivo presentado por el BCU. Si lo comparamos con el promedio de largo plazo, 37 años, se está un 36% por debajo. No obstante, esto no implica que se esté por debajo del equilibrio, para ello hay que realizar un análisis más profundo, ya que el TCR de equilibrio ha caído en los últimos años como consecuencia de los cambios presentados en sus fundamentos. De acuerdo a la teoría económica (Balassa-Samuelson) cuando en una economía se vive un proceso de crecimiento económico, las apreciaciones de la moneda local se asocian a incrementos de productividad.



Cuando se da un shock de precios internacionales, como el registrado en los commodities que produce Uruguay hasta mediados del año 2012, se produce una expansión en la producción de ese tipo de bienes. La ganancia de productividad también se ha dado en esos años, por lo que es esperable una apreciación del TCR. Por si fuera poco, en los últimos años, el crecimiento de las economías emergentes ha sido muy importante, mucho mayor al de las economías desarrolladas, y en este sentido se asume que la apreciación real será mayor cuanto mayor sea la tasa de crecimiento de la economía.

En un estudio reciente<sup>1</sup> se muestra que hasta mediados del año 2013, el TCR no se distanciaba en mucho del TCR de equilibrio, como se registró en la década del 90 y luego de la crisis de 2002, y con desalineamientos de menor magnitud en 2008 y 2009.



<sup>1</sup> lecon, 2013

No obstante, en los últimos dos años las condiciones han cambiado, los precios de los commodities que exporta Uruguay presentan caídas importantes. Los precios internacionales del maíz, soja y trigo se redujeron en promedio 37%, mientras que la leche en polvo lo hizo algo más del 30%. Por su parte, los precios del novillo en Uruguay también se redujeron pero en menor medida (8%).

El incremento de productividad se ha estancado (medida como el cociente entre Índice de Volumen Físico del país y el Índice de Horas Trabajadas).

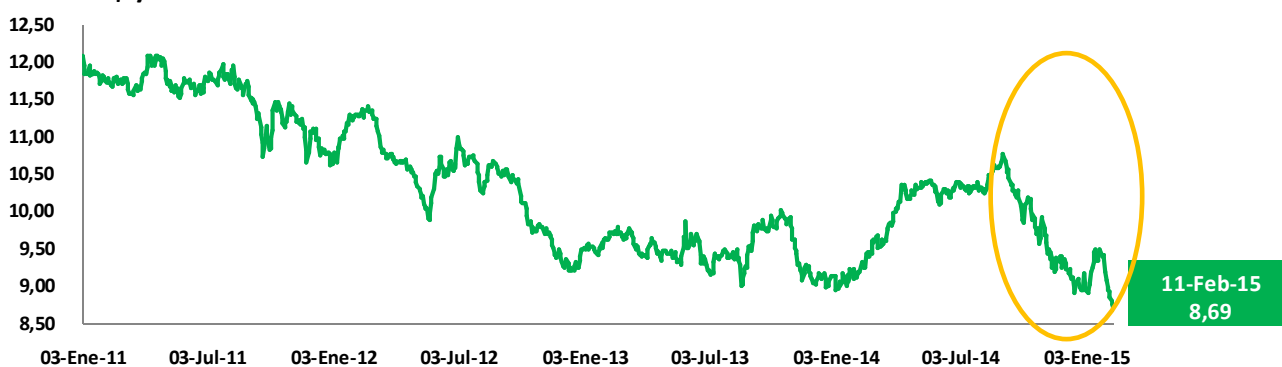
Al mismo tiempo el gasto en consumo se ha incrementado sustancialmente, acompañado por un incremento importante del gasto del gobierno que devino en un déficit fiscal superior al 3% del PBI.

No se presenta aquí un estudio de cuál sería el nivel actual del TCR de equilibrio, pero los movimientos en sus fundamentos y en la economía uruguaya permitirían inferir que **en la actualidad se está por debajo de este nivel, lo cual estaría mostrando un nivel de atraso cambiario con una tendencia creciente.**

### *¿Cómo estamos frente a Brasil?*

La depreciación del peso uruguayo ha sido importante en los últimos meses, llevando incluso la cotización del dólar a su valor más alto en más de 9 años. Sin embargo **la depreciación del real comenzó antes e incluso ha sido más pronunciada haciendo que la paridad peso uruguayo con el real se situara en su valor más bajo de los últimos 10 años.** En los últimos doce meses la paridad cayó en algo más del 6%, pero mirando desde su punto más alto en setiembre de 2014, la relación peso real se redujo alrededor de un 20%.

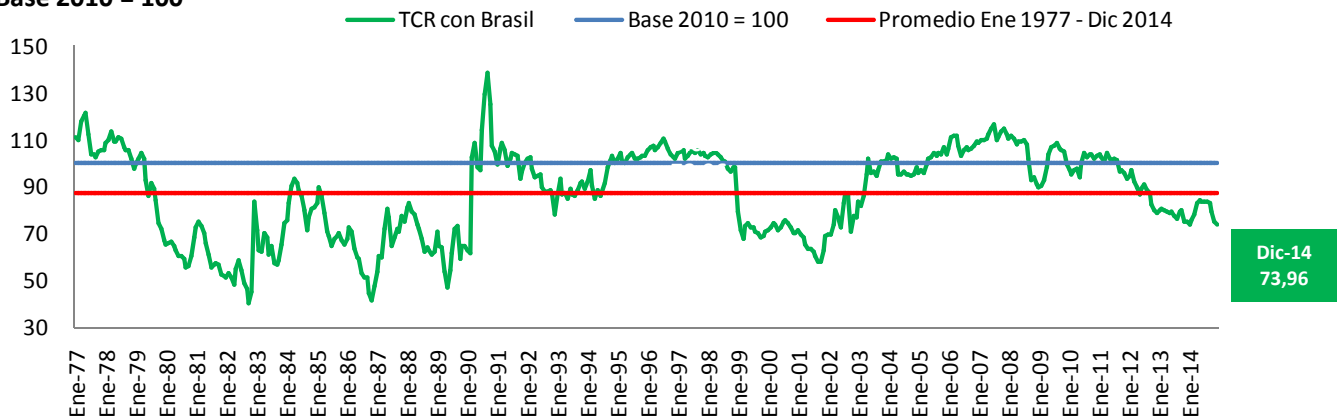
#### Paridad U\$ / Real



En los últimos meses se ha dado un proceso de “caída” del Tipo de Cambio Real de Uruguay (TCR) tanto global como regional. **Analizando en particular la competitividad con Brasil, medida a través del TCR se presenta un deterioro desde mediados de 2011 a la fecha.** En el último mes del informe de TCR, correspondiente a diciembre de 2014, la distancia respecto del promedio de los últimos 33 años es de 15% por debajo.

## TCR con Brasil

Base 2010 = 100

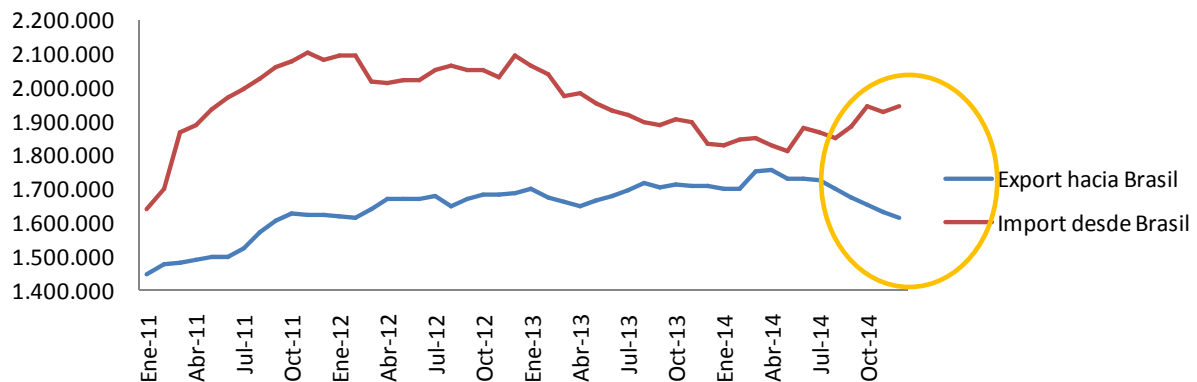


Cuando el TCR cae en relación a un país, los precios relativos de los bienes que se transan internacionalmente disminuyen generando una reasignación de recursos económicos desde los sectores transables, como es el sector agropecuario, hacia los no transables. Las exportaciones disminuyen y las importaciones aumentan sustituyendo producción nacional por productos provenientes del otro país.

Esta situación se documenta con los gráficos de exportaciones de bienes de Uruguay hacia Brasil, las cuales se han reducido en 7% en los últimos 8 meses. Mientras que en igual período las importaciones desde ese país se incrementaron en algo más del 7%.

## Export e Import Uruguay-Brasil

En miles de USD acumulado 12 meses



Desde finales del mes de julio de 2014, la cotización del peso uruguayo comenzó a incrementarse, mientras el tipo de cambio nominal aumentó en un 7%, la depreciación del TCR con Brasil ha sido del 11%. Si analizamos los datos de comercio de bienes con Brasil en el período comprendido entre julio – diciembre de 2014, las exportaciones cayeron un 6,4% mientras que las importaciones se incrementaron un 4,2%.

Si bien el período analizado con anterioridad es de apenas 6 meses, algunos estudios<sup>2</sup> indican que **una caída del TCR global de un 10% generaría una reducción de las exportaciones hacia el resto del mundo en 11,8%, mientras que las importaciones se incrementarían en 22%**. Las exportaciones se reducirían en todos los sectores, pero particularmente en el sector servicios (15,5%), seguido del sector agroindustrial (12%), así como de las otras industrias manufactureras (12%).

<sup>2</sup> DECON, 2009

**El sector agropecuario es el que mayor efecto difusor presenta en la economía<sup>3</sup>, es decir el que más propaga su crecimiento hacia el resto de los sectores de la economía.** Además, más del 75% de las exportaciones de bienes del país provienen del sector agroindustrial, el cual exporta la mayor parte de su producción (a modo de ejemplo es sector arrocero al igual que el sojero exportan en el entorno del 98% de su producción y el sector cárnico en el entorno del 75% de su producción), por ello la importancia de la evolución del tipo de cambio. Otro ejemplo es el sector lácteo, que exporta el 70% de su producción, y tiene concentrado en tres mercados el destino de las mismas, Venezuela, Brasil y Rusia, los tres con dificultades en sus economías. Por su parte, la celulosa exporta más del 85% de su producción anual.

La caída de los precios internacionales de los commodities ha puesto en una situación de alerta a los productores agropecuarios de todo el mundo. El incremento del tipo de cambio en Uruguay en los últimos meses permitió la “reducción de algunos componentes de los costos no transables, aunque en menor magnitud debido a que la inflación interna se mantuvo elevada y los salarios aumentaron en términos reales”<sup>4</sup>.

En la medida que las monedas de los países competidores de Uruguay en los mercados de alimentos se deprecien más que en nuestro país (Uruguay 10% en los últimos doce meses, Chile 12%, Nueva Zelanda 13%, Australia 16%, Brasil 17%), se pierde competitividad. Más aún cuando algunos importantes compradores de la producción uruguaya se encuentran en dificultades como Rusia.

**EN SÍNTESIS, el deterioro de la competitividad medida a través del Tipo de Cambio Real ha sido una constante en los últimos meses.** Analizando el caso particular de la competitividad con Brasil, la misma se ha reducido desde mediados de 2011, y a una escala más pronunciada en los últimos meses. Diversos estudios indican que Brasil es el driver de precios de la región en el mediano plazo, y la historia demuestra que Uruguay no registra desvíos permanentes respecto a Brasil. Sin embargo, la paridad del peso uruguayo con el real se encuentra en su punto más bajo.

Por otra parte, **Brasil sigue siendo nuestro principal destino de exportaciones (19%), por lo que cualquier desalineamiento de tipo de cambio incide directamente en la industria de nuestro país. Las políticas económicas en Uruguay deberían contemplar la influencia que ejerce Brasil, nuestro principal socio comercial. El segundo destino en importancia de las exportaciones es China (14% en 2014), país con el que también se ha registrado una pérdida de competitividad en el último trimestre.**

La tendencia al alza del tipo de cambio en Uruguay parecería continuar, cuánto tiempo y hasta que nivel dependerá tanto de la evolución de las principales economías del mundo, así como de las medidas que se tomen en las economías de la región. Brasil sigue presentando un fuerte estancamiento de su economía, y una inflación por encima de su rango meta. En la medida que se siga “disparando el dólar” en ese país, y el tipo de cambio en Uruguay lo haga en menor medida, la competitividad de Uruguay con su principal socio comercial estará en juego.

Si bien el régimen utilizado en Uruguay es de meta de inflación desde junio de 2002, y la insistencia de las autoridades de “dejar en claro” que el dólar se mueve según lo que pasa en el mercado, siendo cuestión de oferta y demanda, **la realidad es que la autoridad monetaria ha actuado sobre el mercado de cambios (de manera “justificada o no”).** Esto hace que más que un régimen de tipo de cambio flexible, el caso uruguayo sea un caso de “régimen de tipo de cambio flexible, monitoreado por la autoridad monetaria”.

---

<sup>3</sup>DECON, 2009

<sup>4</sup>OPYPA, 2014