



BCSF

Presidente
Sr. Ulises Mendoza

APRECIACIÓN DEL DÓLAR: ANTES Y DURANTE LA PANDEMIA



Centro de Estudios y Servicios

Director Ejecutivo
Dr. Gustavo Vittori

Directora
Lic. María Lucrecia D'Jorge

Coordinador
Mg. Pedro P. Cohan

Investigadores
Lic. Lautaro Zanini
María Florencia Camusso
Lic. Ramiro Emmanuel Jorge
Franco Riottini
Camila Valeria Tonetti
Maria Eugenia Veglia

E-mail de contacto:
ces@bolcomsf.com.ar

Sitio web:
<http://ces.bcsf.com.ar> o
<http://www.bcsf.com.ar>

Fecha: Mayo de 2020

INTRODUCCIÓN

Desde mediados de 2011, el dólar estadounidense ha venido transitando un proceso de apreciación real en relación al grueso de las monedas circulantes en el mundo. En este escenario, se pone a la luz cuáles países están sufriendo depreciaciones de fondo con respecto a la moneda del país norteamericano, y cuáles escapan a la situación.

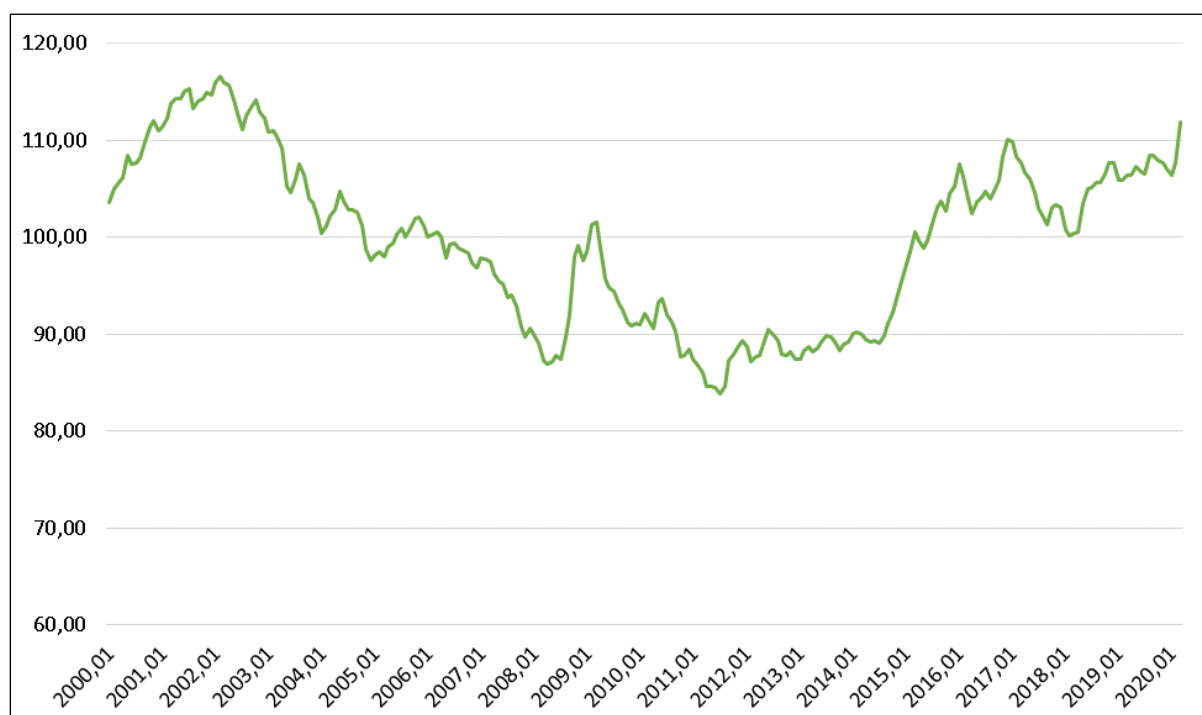
Se presentan también, de forma sintética, los efectos que está generando la pandemia del virus COVID-19 sobre la cotización de la divisa norteamericana.

EVOLUCIÓN DEL VALOR REAL DEL DÓLAR

El Gráfico 1 presenta la evolución del índice del valor real del dólar respecto a 26 monedas circulantes¹ incluida el peso argentino (*Real Broad Dollar Index* elaborado por la Reserva Federal de Estados Unidos).

Este índice está diseñado para ayudar a estimar los efectos generales de los movimientos del tipo de cambio del dólar en el comercio internacional de los Estados Unidos.

Gráfico 1. Índice del valor real del dólar con respecto a otras monedas circulantes (*Real Broad Dollar Index*). Período enero 2000- marzo 2020². Índice base: Enero 2006 =100.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Reserva Federal de Estados Unidos.

Como se puede observar, la moneda del país norteamericano ha transcurrido una fase de depreciación real en el período que abarca desde comienzos de 2002 (máximo relativo) hasta mediados de 2011; allí comienza a recuperar nuevamente su poder adquisitivo real. Cabe destacar que en 2008/2009 su valor aumentó abruptamente por la demanda de inversores y ahorristas que buscaban refugio a causa de la conocida crisis internacional de las hipotecas sub-prime.

¹ Las monedas incluidas en el *Real Broad Dollar Index* corresponden a los principales socios comerciales de Estados Unidos. Ellos son: Zona Euro, Canadá, Japón, Reino Unido, Suiza, Australia, Suecia, China, México, Corea, India, Brasil, Taiwán, Singapur, Hong Kong, Vietnam, Malasia, Tailandia, Israel, Indonesia, Filipinas, Chile, Colombia, Arabia Saudita, Argentina y Rusia.

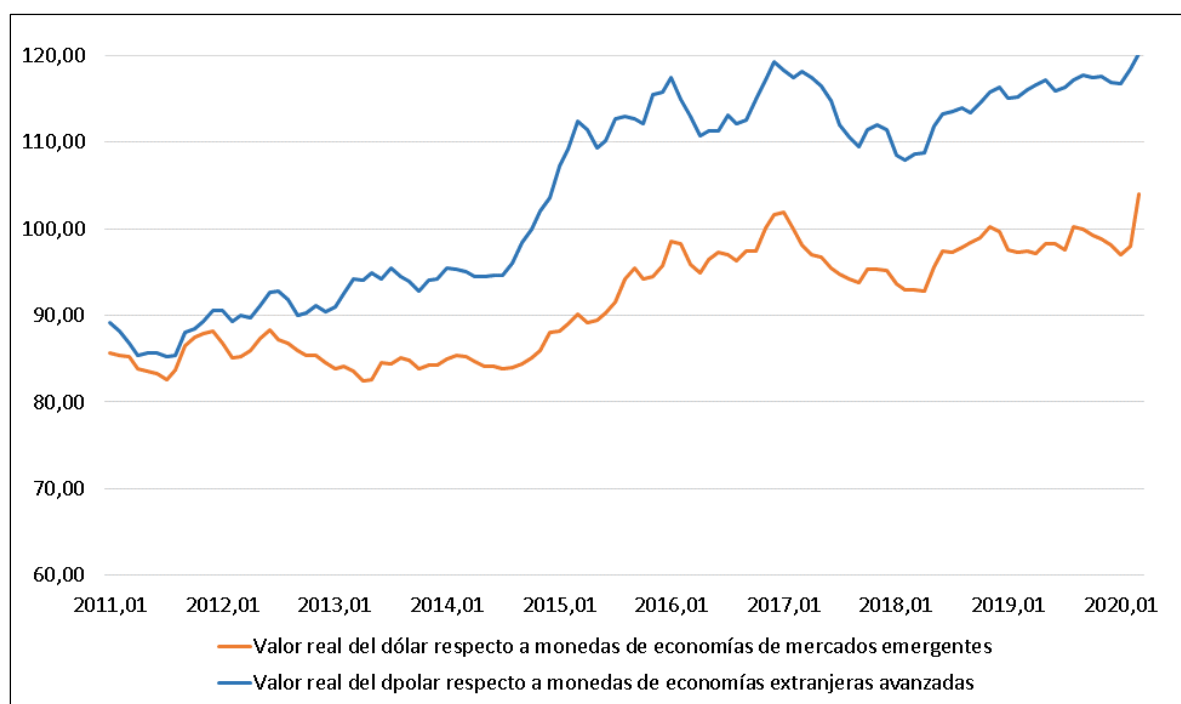
² Último dato disponible.

Por su parte, la pandemia relativa al virus COVID-19 que atravesamos actualmente es un factor de importante influencia en los mercados cambiarios. En el Gráfico 1, observando los datos correspondientes al período transcurrido del 2020, se destaca una aceleración en el aumento del poder real de la moneda estadounidense. Ante una situación mundial, en donde los mercados comienzan a ser menos seguros, los inversores y ahorristas adversos al riesgo, buscan refugio en el dólar, generando con su demanda un alza en el valor de la divisa. Este fenómeno se observa en todas las recesiones de alcance global, datadas desde 1970 en adelante por el indicador.

APRECIACIÓN EN EL ÚLTIMO PERÍODO: ECONOMÍAS DE MERCADOS EMERGENTES VS. ECONOMÍAS DE MERCADOS DESARROLLADOS

Haciendo foco en la apreciación internacional iniciada en 2011, en el Gráfico 2 se muestra la evolución de dos índices: uno contiene información acerca del valor real del dólar respecto a un conjunto de monedas de economías de mercados emergentes (*Real Advanced Foreign Economies (AFE) Dollar Index*)³, y el otro a monedas de economías avanzadas (*Real Emerging Market Economies (EME) Dollar Index*)⁴.

Gráfico 2. Índices del valor real del dólar con respecto a monedas circulantes de países con mercados emergentes (*Real EME Dollar Index*) y de países con mercados avanzados (*Real AFE Dólar Index*). Período enero 2011- marzo 2020. Índices base: Enero 2006 = 100.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Reserva Federal de Estados Unidos.

Queda al descubierto que, desde mediados de 2011, el dinero circulante tanto en economías avanzadas como en las emergentes, ha perdido valor real frente al dólar norteamericano.

Los dos índices presentan una silueta evolutiva muy similar. Sin embargo, la brecha de nivel entre ambos se ensancha a lo largo del período bajo análisis. Esto implica que la moneda estadounidense se ha fortalecido más, en términos reales, frente al conjunto de mercados desarrollados que frente a los emergentes.

³ En *Real AFE Dollar Index* se incluyen: Zona Euro, Canadá, Japón, Reino Unido, Suiza, Australia y Suecia.

⁴ En *Real EME Dollar Index* están comprendidos: China, México, Corea, India, Brasil, Taiwán, Singapur, Hong Kong, Vietnam, Malasia, Tailandia, Israel, Indonesia, Filipinas, Chile, Colombia, Arabia Saudita, Argentina y Rusia.

En el Anexo de este informe, se exponen los países incluidos en los índices anteriormente presentados, junto con la ganancia/pérdida de valor real relativo de sus monedas correspondientes.

Respecto a las economías con mercados desarrollados, las 7 que se incluyen en el índice han sufrido depreciaciones en el valor real de sus monedas en el período analizado.

Con relación a los emergentes, se destaca que todos los países latinoamericanos que se incluyen en el índice han presentado depreciaciones de sus monedas. Argentina es el que lidera el *ranking* con una depreciación real del 42,5% aproximadamente. El segundo más depreciado del grupo es Brasil (27,6%), siendo la diferencia con el primero de 14,9 puntos porcentuales. En el grupo de aquellos que obtuvieron una revaluación real, China ocupa el segundo puesto con una apreciación del 19,0% aproximadamente.

Adicionalmente, en el Cuadro 1 se muestra que, entre 2011 y 2019 el dólar ganó un 33,6% de valor real frente al conjunto de economías desarrolladas. En cambio, lo hizo sólo en un 15,3% frente a sus pares de mercados emergentes.

Cuadro 1. Variaciones del valor real del dólar con respecto a monedas de mercados avanzados y emergentes. En porcentaje.

Período	Variación del valor real del dólar respecto a monedas de economías de mercados avanzados	Variación del valor real del dólar respecto a economías de mercados emergentes
2011 - 2019	33,6%	15,3%
Interanual. Enero 2019 - Enero 2020	1,5%	-0,7%
Interanual. Febrero 2019 - Febrero 2020	2,8%	0,7%
Interanual. Marzo 2019 - Marzo 2020	3,6%	6,8%

Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Reserva Federal de Estados Unidos.

Centrando la atención en los primeros meses de 2020, se destaca una aceleración en la apreciación del dólar. En marzo, las monedas circulantes de mercados avanzados y emergentes valen respectivamente un 3,6 y 6,8% menos en términos reales que en marzo de 2019.

En el Cuadro 2 se exponen las variaciones respecto al mes correspondiente anterior.

Cuadro 2. Variaciones porcentuales con respecto al mes anterior, del valor real del dólar en relación a economías de mercados avanzados y emergentes.

Mes	Variación del valor real del dólar respecto a monedas de economías de mercados avanzados	Variación del valor real del dólar respecto a economías de mercados emergentes
Enero de 2020	-0,1%	-1,2%
Febrero de 2020	1,5%	1,1%
Marzo de 2020	1,5%	6,1%

Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Reserva Federal de Estados Unidos.

El descenso de valor de las monedas circulantes se agudizó en febrero y marzo. El proceso fue más intenso para aquellas economías de mercados emergentes, las cuales en marzo perdieron un valor real de 6,1% respecto al mes anterior. Esta cifra es 5 puntos porcentuales mayor que la variación correspondiente de enero a febrero.

MONEDAS LATINOAMERICANAS: 2018, 2019 y EL DESPLOME EN 2020

La mayoría de las economías de la región latinoamericana vienen atravesando desvalorizaciones en sus monedas por situaciones propias de la macroeconomía nacional e internacional. En los últimos meses esta situación se vio agudizada a raíz de los efectos ocasionados por la pandemia.

De los países presentados en el Cuadro 3, en 2018, la moneda más golpeada fue el peso argentino perdiendo un 28,2% de su valor real. En cambio, en 2019 el peso chileno se lleva el protagonismo con una depreciación real del 10,2%. Durante esos dos años tanto Argentina como Brasil, Chile y Colombia han ganado competitividad precio en el comercio internacional al depreciarse en términos reales.

En lo que respecta a los primeros meses de 2020 la situación es particularmente interesante. El peso mexicano -que en años anteriores se apreciaba- presenta una abrupta pérdida de valor real (13,3%). Además, los porcentajes negativos para Brasil (14,2%) y Colombia (8,7%) son de magnitudes relativamente importantes, que en conjunto con las desvalorizaciones de Chile y Perú contribuyen a una caída generalizada de las monedas emergentes de la región. Cabe aclarar que la inflación en estos países (exceptuando Argentina) es relativamente baja: la mayor inflación en 2019 la tuvo Brasil con 3,7% anual, según datos del Banco Mundial (BM).

Cuadro 3. Apreciación/Depreciación real de cada moneda respecto al dólar estadounidense. En porcentaje.

País	Año 2018	País	Año 2019	País	Marzo 2020 respecto a diciembre del año anterior
Argentina	-28,2%	Chile	-10,2%	Brasil	-14,2%
Brasil	-7,7%	Argentina	-4,1%	México	-13,3%
Colombia	-1,8%	Colombia	-3,1%	Colombia	-8,7%
Chile	-1,2%	Brasil	-2,5%	Chile	-5,1%
México	0,1%	Perú	0,8%	Perú	-0,2%
Perú	1,6%	México	5,9%	Argentina	9,5%

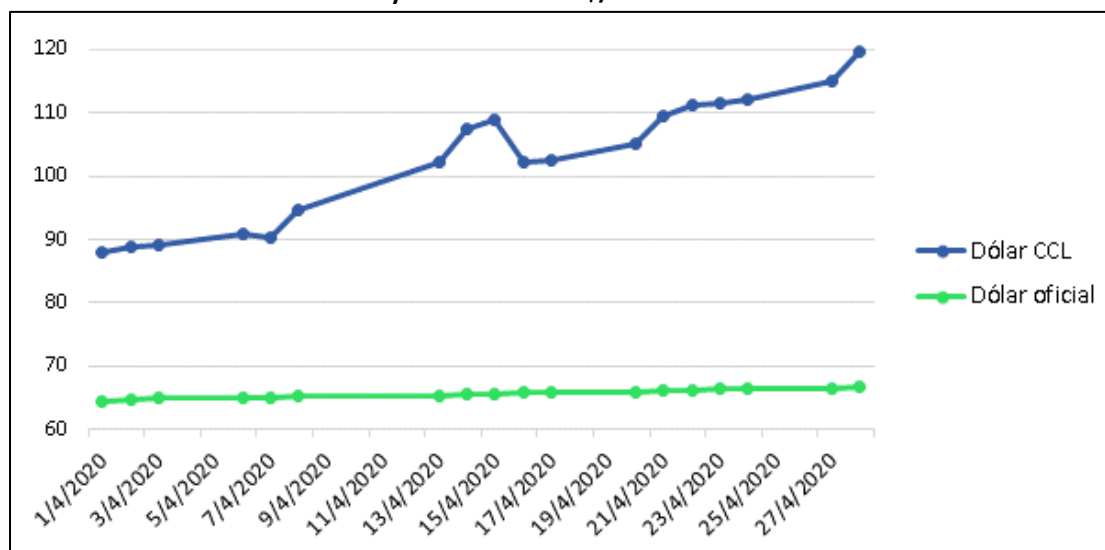
Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Reserva Federal de Estados Unidos.

Para el caso de Argentina, hay que destacar algunas cuestiones, y ser cuidadosos en el análisis. El Banco Central de la República Argentina (BCRA) con su política de control de cambios mantiene relativamente estable el precio del dólar oficial. Al limitar la libre demanda, no existen fluctuaciones importantes en el tipo de cambio oficial⁵. Sumando a esto la elevada inflación crónica (53,8% anual en 2019 según INDEC), se explica la apreciación real de 9,5% en los primeros 3 meses de 2020.

Sin embargo, y pese a lo anterior, la única forma que tienen los agentes de comprar dólar en forma legal sin límite⁶ es por medio del mercado bursátil. Tomando como referencia el dólar Contado Con Liquidación (CCL), el Gráfico 3 expone su cotización durante el mes de abril de 2020, contrastada con el dólar oficial.

⁵ El valor nominal del dólar de referencia (mayorista), según comunicación "A" 3500 del BCRA, aumentó un 5,4% en los primeros tres meses del año.

⁶ Los particulares tienen una restricción de USD 200 mensuales, mientras que las empresas directamente no pueden comprar dólares con fines de atesoramiento en el mercado de cambios tradicional. Estas restricciones no corren para las compras efectuadas en el mercado bursátil.

Gráfico 3. Cotización del dólar CCL y dólar oficial. En \$/USD. Abril 2020.

Fuente dólar CCL: Elaboración propia en base a datos del diario *Ámbito Financiero*.

Fuente dólar oficial de referencia: Elaboración propia en base a datos del BCRA según comunicación "A" 3500.

Observando el Gráfico 3, queda al descubierto la tendencia alcista que presenta el dólar CCL; con una cotización de 87 \$/USD a comienzos del mes de abril, que supera los 110 \$/USD al finalizar el mes. Cabe destacar que tocó un máximo histórico de 119 \$/USD el día 28.

Lo anterior esclarece la situación, y deja en evidencia que Argentina también forma parte del conjunto de países en los cuales la demanda por dólares se acelera.

En el Anexo II de este informe, se expone un gráfico de las cotizaciones del dólar CCL y dólar oficial, desde enero de 2019. La brecha entre ambos comienza en septiembre, y se intensifica fuertemente en abril de 2020.

Tanto en Argentina como en Brasil, Chile, Colombia, México y Perú: ante la inestabilidad de los mercados provocada por COVID-19, los ahorristas e inversores -los cuales son adversos al riesgo- se refugian en el dólar presionando al alza en su precio. La importante fuga de capitales hacia destinos más seguros acelera las depreciaciones en las monedas.

Las consecuencias de que Argentina no acompañe a los demás en la depreciación del dólar oficial implican un rezago de competitividad precio en el comercio internacional. El contexto macroeconómico -emisión monetaria, reducción en las exportaciones que genera menor entrada de dólares, depreciación de otros mercados emergentes, etc.- puede inducir a una depreciación nominal del dólar oficial en los próximos meses. Por lo cual, la situación actual podría cambiar. Las expectativas de su precio en los próximos 12 meses que publica el BCRA en el Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM), pasaron de ser (en valores promedio) de 79,7 en enero a 88,0 \$/USD en marzo.

SÍNTESIS

- Desde comienzos de 2002 y hasta mediados de 2011 el valor real del dólar transitó un proceso de depreciación real. Luego, comienza a recuperar su poder real.
- En los primeros 3 meses del 2020, la moneda estadounidense atraviesa una aceleración en el aumento de su valor real.
- Entre 2011 y 2019 el dólar norteamericano ganó un 33,6% de valor real frente al conjunto de economías desarrolladas y un 15,3% frente a las economías de mercados emergentes.

- De las monedas incluidas en el *Real Broad Dollar Index*, el peso argentino fue el más depreciado -perdió 42,5% de su valor real- entre 2011 y 2019. El segundo fue Brasil con una diferencia de 14,9 puntos porcentuales que lo separan del primero.
- En 2018 y 2019 tanto Argentina como Brasil, Chile y Colombia se depreciaron en términos reales, ganando de esta forma competitividad precio en el comercio internacional. México y Perú se apreciaron.
- En 2020, tanto en Argentina como en Brasil, Chile, Colombia, México y Perú, los ahorristas e inversores buscan refugio en el dólar estadounidense, a causa de la inestabilidad de los mercados provocada por COVID-19.
- De los 6 países latinoamericanos del Cuadro 3 sólo el peso argentino atraviesa una apreciación real durante 2020. El BCRA con su control de cambios impide fluctuar libremente el precio del dólar oficial. Los demás, presentan pérdidas de valor en sus monedas, en términos reales. El hecho de que Argentina no acompañe a los demás en la depreciación del oficial, implica para él un rezago de competitividad precio en el comercio internacional.
- En cuanto a perspectivas para los próximos meses, el contexto macroeconómico podría inducir a una depreciación nominal del dólar oficial.

ANEXO I

Variación en el valor real de la moneda de cada país con respecto al dólar norteamericano. En porcentaje. Período Julio 2011 a febrero 2020.

PAÍS	Pérdida o ganancia de valor real de la moneda circulante en cada país. En porcentaje. Período 2011 - 2019
Argentina	-42,5%
Brasil	-27,6%
Japón	-24,0%
Colombia	-20,8%
Australia	-20,4%
Canadá	-19,6%
Rusia	-19,0%
Suecia	-18,5%
México	-15,4%
Malasia	-11,3%
Chile	-8,6%
Indonesia	-7,9%
Zona Euro	-5,9%
Suiza	-4,8%
Reino Unido	-0,9%
India	0,5%
Singapur	2,4%
Filipinas	7,1%
Corea del Sur	8,5%
Israel	9,0%
Tailandia	13,6%
Arabia Saudita	16,3%
China	19,0%
Hong Kong	28,6%
Vietnam	Serie descontinuada
Taiwán	Serie descontinuada

Nota: Las filas de color azul corresponden a los países desarrollados incluidos en *AFE Real Dollar Index*, el resto están comprendidos en el *EME Real Dollar Index*.

Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Reserva Federal de Estados Unidos.

ANEXO II

Cotización del dólar CCL y dólar oficial. En \$/USD. Enero 2019 - Abril 2020



Fuente dólar CCL: Elaboración propia en base a datos del diario Ámbito Financiero.

Fuente dólar oficial de referencia: Elaboración propia en base a datos del BCRA según comunicación "A" 3500.