El fortalecimiento del dólar estadounidense - Impactos e implicaciones políticas

Entrevista con [Hyun Song Shin](https://www.bis.org/author/hyun_song_shin.htm) , asesor económico y jefe de investigación del BIS, sobre la fortaleza del dólar estadounidense realizada por Tracy Alloway y Joe Weisenthal de Bloomberg para el podcast *Odd Lots*.

**Discurso del BPI**| **03 noviembre 2022**

por  [Hyun Song Shin](https://www.bis.org/author/hyun_song_shin.htm)

[**PDF texto completo** (285kb)](https://www.bis.org/speeches/sp221102.pdf)  |  17 páginas

Hyun Song Shin analiza cómo una secuencia de grandes impactos en la economía global ha llevado a un fortalecimiento sustancial del dólar estadounidense frente a la mayoría de las monedas. Resumiendo, un [Boletín del BPI reciente](https://www.bis.org/publ/bisbull62.htm), explica que, a diferencia del pasado, la reciente apreciación del dólar ha coincidido con un aumento en los precios de las materias primas, lo que agrava el impacto sobre la inflación. La apreciación del dólar también se ha asociado con un endurecimiento de las condiciones financieras mundiales. Si bien la primera orden del día para los bancos centrales es abordar la inflación, el Sr. Shin analiza cómo los formuladores de políticas pueden mitigar algunos de los efectos disruptivos de un dólar más fuerte.





Transcripción: Hyun Song Shin explica por qué este choque del dólar es tan único

Un shock del dólar y un shock de las materias primas al mismo tiempo.



Hyun Song Shin, asesor económico del Banco de Pagos Internacionales. Fotógrafo: Taylor Glascock/Bloomberg

Por Tracy Alloway y Joe Weisenthal 2 de noviembre de 2022 a las 9:19 a.m. EDT

No es ningún secreto que un dólar estadounidense fuerte causa dolor al resto del mundo, pero el impacto del repunte de este año se perfila como un poco diferente a los episodios anteriores de fortaleza del dólar. Hyun Song Shin es el Asesor Económico y Jefe de Investigación del Banco de Pagos Internacionales, que acaba de publicar un boletín que describe por qué este ciclo particular del dólar es tan único. Shin también ha realizado un montón de investigaciones académicas previas sobre este tema exacto, examinando lo que sucede con el comercio mundial y la inversión empresarial cuando el dólar alcanza sus máximos. En esta conversación, hablamos con él sobre el impacto del repunte del dólar, lo que podría detenerlo y lo que los responsables políticos de todo el mundo pueden hacer para hacer frente. Esta transcripción ha sido ligeramente editada para mayor claridad.

Ideas clave del pod:

¿Cómo se compara este repunte del dólar con ciclos anteriores? -- 3:09

Los diferentes roles desempeñados por el dólar — 5:45

Cómo ha cambiado la relación del dólar con las materias primas — 11:07

Lo que significa un dólar fuerte y precios más altos de las materias primas — 13:55

Cómo se desarrollan las condiciones financieras más estrictas — 16:37

¿Vamos a ver mucha intervención monetaria? — 19:13

Por qué persiste el dominio del dólar — 21:45

Por qué las economías avanzadas se ven más afectadas ahora — 27:11

Cuando un dólar fuerte podría ser problemático para los EE.UU. — 21:50

¿Qué podría detener el repunte del dólar esta vez? — 36:17

--- Tracy Alloway: (00:10)

Hola y bienvenidos a otro episodio del podcast Odd Loces.

Soy Tracy Alloway.

Joe Weisenthal: (00:14)

Y yo soy Joe Weisenthal.

Tracy: (00:16)

Joe, ¿has mirado un gráfico del dólar recientemente?

Joe: (00:20)

Es el único gráfico que miro.

Tracy: (00:22)

Bueno, si fueras a elegir un gráfico de Desert Island en este momento, el dólar es un buen candidato.

Joe: (00:27)

Sí. Es por eso que solo estoy medio bromeando cuando digo que es el único gráfico que miro porque, ya sabes, el dólar fuerte se ha convertido en el tipo de historia del mercado central en este momento. Y luego todo lo demás se negocia, ¿es el dólar débil o fuerte? Creo que fuimos un par de días en los que estábamos como prestando atención a la libra esterlina, pero ahora eso parece haber terminado. Realmente se trata del dólar y está saliendo un poco de sus máximos, pero sigue siendo muy alto.

Tracy: (00:54)

Sí, iba a decir, ya sabes, la última vez que tuvimos un episodio dedicado específicamente al dólar, creo que fue en el verano y estábamos bromeando sobre el tick superior. Sin embargo, no lo hicimos. Definitivamente no lo hicimos, porque simplemente siguió adelante y creo que alcanzó, ya sabes, un récord en septiembre y ahora, como mencionaste, ha bajado un poco, pero sigue siendo increíblemente fuerte y está teniendo un impacto masivo no solo en los mercados, sino en las economías reales de todo el mundo.

Joe: (01:19)

Derecha. Esa es realmente la clave. Y ya sabes, es un tema del que hemos hablado durante años, incluso antes de la pandemia o sabes, incluso durante los períodos en que el dólar es un poco débil o mucho más bajo de lo que es, los ciclos del dólar son realmente importantes tanto para los mercados como para la economía real.

Tracy: (01:35)

Sí. Y aunque la gente escribe bastante sobre los ciclos del dólar, siento que todavía no se les presta suficiente atención. Extrañamente, es como una de esas cosas que no sé, la gente habla mucho de ellas, pero definitivamente deberíamos hablar aún más.

Joe: (01:47)

Y cuando la gente, o al menos tú y yo, pero cuando la gente piensa en estos ciclos del dólar y el efecto que tienen a nivel mundial, siento que siempre hay un nombre que aparece primero.

Tracy: (01:56)

Sí. Entonces, en ese sentido, realmente tenemos el invitado perfecto para discutir esto, alguien que ha estado en el podcast antes de hablar sobre lo que significa el dólar fuerte para la economía global. Alguien que ha hecho mucha investigación académica sobre este tema. Y hasta el día de hoy, cada vez que usted y yo escribimos sobre un dólar fuerte, siempre nos aseguramos de hacer referencia a sus artículos anteriores. Así que estoy muy contento de decir que vamos a hablar con Hyun Song Shin. Es, por supuesto, el Asesor Económico y Jefe de Investigación en el Banco de Pagos Internacionales. Y el BIS acaba de publicar un boletín sobre el mercado de divisas con una gran parte dedicada a lo que está sucediendo con la moneda estadounidense. Así que realmente la persona perfecta.

Joe: (02:37)

Hagámoslo.

Tracy: (02:38)

Muy bien. Hyun, muchas gracias por volver a Odd Lots.

Hyun Song Shin: (02:41)

Gracias Tracy, gracias por invitarme de nuevo.

Tracy: (02:44)

Entonces, ya sabes, mencioné en nuestra introducción que el gráfico del dólar parece que si miras el índice Bloomberg Dollar, por ejemplo, parece estar en un récord. ¿Puede darnos un poco de contexto sobre lo que estamos viendo con la moneda estadounidense ahora? ¿Qué tan inusual es este momento particular en la historia? Y ya sabes, Joe mencionó que ha habido ciclos de dólares fuertes anteriormente, ¿cómo es este similar o diferente?

Hyun: (03:09)

Sí, Tracy, esa es una gran pregunta para comenzar. Sabes, tal vez pueda retroceder un poco en el tiempo y darte el amplio alcance aquí. Quiero decir, si miramos hacia atrás a los últimos 50 años más o menos, tal vez incluso los últimos 40 años, la era de los tipos de cambio flotantes, el gráfico para el dólar se parece un poco a una 'W'. Tenemos un pico a principios de los ochenta. De hecho, alcanzó su punto máximo en enero de 1985 y luego alcanzó su punto máximo nuevamente a principios de la década de 2000. Y les daré algunos números en breve, y actualmente es muy alto.

Así que solo para darles algo de magnitud, creo que vale la pena tener algunos de estos números en nuestras mentes mientras hablamos de esto. El BPI publica una larga serie sobre tipos de cambio. Es la serie BIS sobre tipos de cambio efectivos reales, por lo que es un promedio ponderado en todos los principales tipos de cambio bilaterales con respecto a una moneda en particular. Y luego ajustamos por inflación, inflación relativa también.

Si retrocedemos 50 años y solo miramos el promedio del tipo de cambio efectivo real para el dólar, el promedio está alrededor, es un poco más de 110. Y en el 85 llegó a 145, poco más de 145. Eso te da una especie de idea de lo fuerte que era el dólar en el '85. En 2002, alcanzó un máximo de alrededor de 124 y actualmente superó los 140. Entonces, estamos más o menos, ya sabes, no estamos del todo allí, en términos del nivel de 1985, pero estamos razonablemente cerca.

Y para darle una idea de los mínimos, también hubo períodos de un dólar más débil. El primer valle, ya sabes, el primer canal en la 'W' por así decirlo, que llega a principios de los noventa, alcanzó los noventa bajos. Y luego, justo después de la crisis financiera mundial, volvió a alcanzar los noventa. Así que ha habido algunos movimientos en los últimos cinco o seis años, pero creo que es, ya sabes, útil tener este tipo de amplio barrido histórico también.

Joe: (05:16)

Hay una frase famosa, y supongo que fue un ex [Secretario] del Tesoro, solo tuve que buscarla en Google, que el ex Secretario del Tesoro John Connolly declaró: 'El dólar es nuestra moneda, pero es su problema'. "Nuestra moneda, tu problema", es esta frase que se repite mucho. Y siento que cuando pienso, bueno, ¿cómo es tu problema? ¿Cómo es el problema de todos los demás? ¿Cómo resume la presión que ejerce sobre la economía mundial cuando el dólar sube tan rápidamente?

Hyun: (05:45)

Lo que podemos hacer, Joe, es destacar algunos de los roles que juega el dólar. Quiero decir, es la principal moneda internacional y es la principal moneda en casi todos los aspectos. Por lo tanto, es la moneda de facturación elegida en el comercio internacional. Por lo tanto, también es la moneda de financiamiento comercial de forma bastante natural porque si está facturando en una moneda en particular, entonces el financiamiento comercial también estará en esa moneda. Pero en términos más generales, es una moneda que ocupa un lugar muy destacado en las tenencias de reservas, pero en particular también en los mercados de capitales y la banca transfronteriza. Así que es, si se quiere, la moneda de financiación para la banca global y los mercados de capital. Entonces, lo que eso significa es que, ya sabes, si es una moneda de financiación, es la moneda en la que pides prestado y, por lo tanto, es la moneda de apalancamiento hasta cierto punto.

Y así, cuando el dólar se vuelve fuerte, si se quiere, es el apalancamiento el que se vuelve más costoso. Por lo tanto, es bastante natural para usted ver el retroceso en el apetito por el riesgo, si lo desea, una reducción en la toma de riesgos también. Así que hay un elemento muy fuerte de toma de riesgos, ya sabes, a medida que el dólar se fortalece donde hay una especie de, ya sabes, retroceso de la toma de riesgos. Por lo tanto, un dólar más fuerte tiene un efecto ciertamente en el comercio, pero también en las condiciones financieras. Así que ese es el tipo de resumen de una oración.

Tracy: (07:10)

Sí. Cuando hablamos con Jon Turek en el verano sobre esto en el programa, ya sabes, describió cómo funciona el dólar a través de un canal de crecimiento económico, dado el ángulo comercial y también de liquidez porque el dólar tiene esta posición inusual en el sistema financiero global donde es una moneda de refugio seguro. Se considera eso. Y así, cuando te preocupa que el crecimiento económico se desacelere debido al dólar más alto, tiendes a obtener más flujos hacia los activos en dólares y luego el dólar sube aún más. Así que obtienes este tipo de ciclo, supongo. Y tal vez solo una pregunta básica más, pero ¿por qué ha estado subiendo el dólar? ¿Se trata de diferenciales de tasas de interés y el hecho de que la Fed está subiendo o hay otros factores para ello? Y ya sabes, estoy pensando específicamente en, una vez más, uno de los roles muy específicos o únicos de los dólares en el mundo de los precios de los productos básicos.

Hyun: (08:04)

Ciertamente, el ritmo relativo del endurecimiento monetario ciertamente ha jugado un papel. Y eso es algo que describimos en el boletín. Si nos fijamos en los diferenciales de tasas de interés relativas entre Estados Unidos y otros países, vemos una relación allí en la que a medida que se amplía la brecha de tasas de interés, vemos un impacto en el tipo de cambio bilateral. Así que la otra moneda tiende a depreciarse más. Así que creo que es una historia bastante familiar y ya sabes, esa es una gran parte.

Pero creo que también hay un efecto muy importante en la economía real aquí. Si nos fijamos en los términos de intercambio. Entonces, aproximadamente, ¿cuánto ha cambiado el precio de sus exportaciones en relación con el precio de sus importaciones? Un desarrollo muy reciente ha sido que Estados Unidos se ha convertido en un exportador neto de energía, especialmente en gas natural.

Entonces, en comparación con episodios pasados cuando un dólar más fuerte iba de la mano con precios más débiles de los productos básicos, ya sabes, también ha habido este efecto adicional que proviene de los términos de intercambio. Así que el dólar se ha movido en cierta medida en línea con otros exportadores de materias primas. Ese es el otro factor. Y, sin embargo, un tercer factor sería lo que ya has mencionado, Tracy, que es que a medida que la incertidumbre ha aumentado, el dólar tiende a atraer también los flujos de refugio seguro.

Así que creo que diría que todo eso es hasta cierto punto la consecuencia de la inusual secuencia de choques que hemos tenido. Así que obviamente tuvimos la pandemia, pero también la guerra en Ucrania y el consiguiente, ya sabes, impacto en los precios de los productos básicos también. Y ciertamente se pueden poner las respuestas de política monetaria también en este contexto. Así que creo que tenemos, por así decirlo, tener una imagen bastante completa, ya sabes, conjunta de por qué estamos donde estamos.

Joe: (10:08)

Quiero hablar más sobre el ángulo de los productos básicos, porque eso parece ser lo que es realmente distinto e inusual aquí. Y si, ya sabes, miras el gráfico de picos pasados de dólares de los que hablaste, esa fue la época en la que Estados Unidos era un gran importador de petróleo y no era un exportador de materias primas en absoluto.

Esto es lo nuevo, somos un gran productor de petróleo, como sabemos, y el mundo entero está sediento de nuestro gas natural. Estamos exportando tanto como es físicamente posible. ¿Cómo cambia eso las cosas? Y también tengo curiosidad, ¿eso crea una espiral?

Así que estoy pensando en una especie de, ya sabes, el yen japonés, y durante mucho tiempo Japón fue una gran potencia exportadora. Ahora, en realidad, creo que es un país importador, particularmente debido a los precios de la energía. Hemos visto cuánto se ha debilitado el yen en general. ¿Crea esto una especie de efecto de bola de nieve donde los términos de intercambio de un país como Japón se deterioran, el yen se debilita y luego los precios de la energía se vuelven aún más caros en una especie de aceleración del ciclo?

Hyun: (11:07)

Ese es ciertamente un factor, Joe. Y los efectos de los términos de intercambio también aparecen en las cifras comerciales, tanto para Japón como para otras áreas importadoras de productos básicos. Y estoy pensando en Europa en particular. Ya sabes, vemos el impacto de los aumentos de los precios de la energía y los alimentos recientemente.

Pero creo que el punto importante aquí es el papel de la moneda de facturación del dólar. El dólar es la moneda de facturación para la energía, los alimentos, así como para la fabricación, por cierto. Pero especialmente para la energía y los alimentos, porque lo que eso significa es que si estás en Japón o en la zona del euro, has visto que tu moneda se deprecia frente al dólar. Y sabemos que los precios de las materias primas han aumentado incluso en términos de dólares. Y así, en términos de euros o yenes, en realidad ha aumentado mucho más.

Y, ya sabes, hay un gráfico en el boletín que muestra aproximadamente la magnitud. Y lo que eso significa es que los precios de la energía y los alimentos se incorporan a sus cifras de inflación. Y creo que el punto importante a mencionar aquí, y usted ha cubierto esto en su podcast anterior, los precios de la energía y los alimentos, son realmente relevantes para los productos básicos en lo que respecta al comportamiento de los hogares, las percepciones de los hogares. Y, por lo tanto, son muy importantes en cómo se establecen las expectativas y, por lo tanto, ya sabes, cómo cambia el comportamiento también. Y entonces, tal vez incluso más que otros bienes comercializados, si ves este aumento muy agudo en los precios de los productos básicos, especialmente en tu propia moneda, sientes que eso tendría un efecto desproporcionado en la inflación, ya sabes, a nivel interno y en la forma en que se percibe la inflación.

Lo que es diferente esta vez es que, por lo general, históricamente vemos que los precios de las materias primas se debilitan a medida que el dólar se fortalece. Quiero decir, hay una relación histórica muy bien establecida en la que un dólar más fuerte va de la mano con precios más débiles de las materias primas. Lo que es diferente esta vez es que, dada la naturaleza de los shocks, tenemos esta conjunción de un dólar más fuerte y precios más altos de las materias primas debido a la guerra en Ucrania, por ejemplo. Y esa combinación, que es muy inusual, ha tenido un efecto en el aumento de los precios de los alimentos y la energía en otras monedas mucho más de lo que lo hizo en el pasado.

Tracy: (13:31)

Derecha. Así que normalmente tendrías esta correlación inversa entre el dólar y las materias primas, especialmente el petróleo, y si el dólar subiera, esperarías que los precios del petróleo bajaran, pero eso no está sucediendo esta vez. ¿Puede hablar un poco más sobre lo que eso significa para los países que están importando una gran cantidad de alimentos y energía? Porque creo que es bastante importante.

Hyun: (13:55)

Sí, es muy importante. Y realmente es un shock negativo para sus términos de intercambio, y aumenta el precio de los alimentos. Aumenta el precio de la energía en su moneda nacional, y eso alimentará la inflación. Así que es un conjunto un poco desagradable de choques allí. Vemos, por ejemplo, que las economías que están muy orientadas hacia la manufactura han visto un empeoramiento de su balanza comercial, ya sabes, ya que los términos de intercambio se han movido en su contra. Y también es cierto que como los tipos de cambio en estos países también se han depreciado, ya sabes, en relación con el dólar, eso también ha sido un factor no deseado en el aumento de la inflación debido a la secuencia muy inusual, la combinación muy inusual de shocks. Ha sido un doble golpe.

Joe: (14:39)

¿Puede hablar un poco más sobre lo que significa desde una perspectiva de política para los países que se enfrentan a esta inusual serie de shocks? Así que hay una alta inflación, pero gran parte de ella en áreas que probablemente no puedan controlar. La, ya sabes, las materias primas globales. ¿Qué significa en términos del espacio de políticas que tienen los diferentes países? Y, ya sabes, todos hemos visto los gráficos del yen y parece que tal vez ha habido alguna intervención del yen en algún momento, pero ya sabes, es limitada y es algo ambigua, pero ¿qué les hace a los responsables políticos de los países que se enfrentan a esta serie de shocks?

Hyun: (15:13)

Sí, creo que es una muy, buena pregunta, Joe. Y supongo que la primera orden del día es abordar la inflación subyacente, si se quiere. En realidad, establece los términos de la compensación para todas estas otras cuestiones de política. Incluso si la fuente de la inflación son estos precios más altos de la energía y los alimentos, sabemos por experiencia histórica que una vez que eso se arraigue, alimentará las expectativas sobre cómo se desarrollará la inflación en el futuro. Va a ser mucho más difícil reducir la inflación. Y solo para darle una idea de cómo ha progresado ese proceso, sabemos, y ha estado cubriendo esto en su podcast mucho en los primeros días del shock, ya sabe, como estábamos hablando, cadenas de suministro, parecía que los aumentos de precios se limitaban a, ya sabes, ciertos buenos sectores. Parte del trabajo en el BPI, también lo seguimos muy de cerca, pero lo que hemos visto es que ha habido una ampliación de la inflación en los meses siguientes. Hemos visto que la medida de inflación subyacente también subió.

Joe: (16:24)

¿Esto es a nivel mundial?

Hyun: (16:25)

Y esto es global.

Joe: (16:27)

Así que este es un fenómeno que estamos viendo en todos los países, que no es sólo la alta inflación, no sólo la inflación general, sino este efecto de ampliación en todos los bienes y servicios.

Hyun: (16:37)

Sí, exactamente. Y lo vemos en la inflación subyacente. Y esto también es cierto fuera de los Estados Unidos. Entonces, independientemente de la fuente del shock, una vez que la inflación se afiance, sabemos que será muy difícil reducirla. Así que abordar la inflación sería sin duda, ya sabes, la primera orden del día.

Pero mientras haces eso, creo que hay otras cosas que uno puede hacer para mitigar algunos de los efectos de un dólar más fuerte, especialmente si afecta a tus mercados financieros. Así que sabemos que, como acabamos de hablar, uno de los efectos muy bien establecidos de un dólar más fuerte es que endurece las condiciones financieras. Es la moneda de financiación global, es la moneda en la que pide prestado y, por lo tanto, es la moneda del apalancamiento. Por lo tanto, un dólar más fuerte tiende a ir de la mano con el desapalancamiento, si se quiere, un retroceso de la toma de riesgos.

Y eso se manifiesta en, ya sabes, no sólo en los flujos del sector bancario, los préstamos bancarios, sino también en los mercados de capitales. Verá, por ejemplo, los diferenciales de los bonos corporativos aumentan a medida que el dólar se fortalece. Y hay un gráfico en el boletín que creo que ilustra eso de manera bastante sorprendente.

Y también tenemos muy buena evidencia de que afecta el precio sombra del balance intermediario, si se quiere. Entonces, ya sabes, cuando te acercas a Zoltan Pozsar o Perry Mehrling, creo que tienen un enfoque muy similar a esto. Hay una especie de costo marginal del balance. Tendemos a observar, por ejemplo, a través de la desviación de la paridad de interés cubierta, el diferencial de la base de divisas, por ejemplo, es que ese diferencial aumenta cuando el dólar está más fuerte, lo cual es una especie de señal reveladora de que el balance se está volviendo más caro.

Y entonces, por todas estas razones, si el endurecimiento de las condiciones financieras se vuelve excesivo y podría desencadenar episodios de, ya sabes, estrés, entonces, por supuesto, hay formas de mitigar ese tipo de estrés. Creo que los bancos centrales tienen las herramientas para hacerlo. Puede mitigar eso en parte, ya sabes, suministrando liquidez de una manera muy estratégica, pero también la intervención de divisas, ya que se inclinará contra el viento, es otra forma de abordar en parte este tipo de endurecimiento de las condiciones financieras también.

Tracy: (18:53)

Esto es lo que quería preguntarle, solíamos preocuparnos por la devaluación competitiva en los años posteriores a 2008, pero ¿deberíamos preocuparnos por las intervenciones competitivas, supongo, ahora? Personas que intentan fortalecer su moneda frente al dólar, y ¿qué tan sostenibles son esos tipos de movimientos?

Hyun: (19:13)

Saben, puedo ver algunas partes del argumento de por qué un dólar más fuerte podría conducir, ya sabes, a altas tasas de interés en otras jurisdicciones, más altas de lo que quizás podría ser en ausencia de un dólar más fuerte. Pero no estoy seguro de que el argumento llegue a la conclusión de que esto conduzca a una especie de fortalecimiento competitivo. Entonces, una parte que ciertamente tiene algún sentido es la idea de que a medida que el dólar se fortalece, aumenta el precio en moneda local de los alimentos y la energía, y eso ciertamente tiene un efecto en la inflación interna, por las razones que discutimos. Por lo tanto, eso tiene que ser respondido por una respuesta de política monetaria a nivel nacional. Así que habría un endurecimiento allí, pero para que se establezca una especie de ciclo de retroalimentación, se necesita algún tipo de forma de completar ese círculo.

Y creo que ese paso adicional para nosotros, no está tan claro. En todo caso, te imaginas que, ya sabes, la causalidad va en sentido contrario. Entonces, a medida que la economía global se debilita, es posible que la Fed se modere, ya sabes, si hay un derrame de la demanda. Pero claramente esto es algo que, ya sabes, tenemos que vigilar. Ciertamente es una desviación de la historia habitual sobre devaluaciones competitivas, ya sabes, guerras de divisas en el sentido tradicional. Pero creo que los efectos son bastante multifacéticos aquí.

Y si solo miramos algunos de los eventos más recientes en los mercados de capital, quiero decir, usted mencionó que el dólar ha tocado un ligero techo ahora en los últimos días, pero de manera más general, si observamos las respuestas de política monetaria en todo el mundo, diría que hay una especie de señales de que este tipo de escenario de guerras de divisas inversas probablemente no sea tan fuerte como podríamos haberlo hecho. pensamiento. Y entonces sí, así que aceptaría algunas partes de eso, pero probablemente no lo aceptaría por completo.

Joe: (21:06)

Así que mencionaste nuestra conversación reciente con Zoltan y Perry, que fue sobre el futuro del dólar, pero en realidad quiero mirar hacia atrás por un segundo porque, ya sabes, como hemos estado discutiendo, el dólar es la moneda de facturación, es la moneda de financiación, la moneda, es la moneda de todo. Es la moneda prestada. Cuando se mira hacia atrás, ya sea en el tipo de actividad real o en préstamos en moneda fuerte para otros países, en los últimos años, ¿ha habido algún cambio en la trayectoria de la importancia del dólar o ha ido de fuerza en fuerza en términos de su papel en la economía mundial?

Hyun: (21:45)

Bueno, Joe, creo, puedo darte algunos números duros aquí porque, además del boletín, acabamos de publicar la Encuesta Trienal del BIS. Cada tres años, hacemos un inventario bastante completo de lo que está sucediendo en el mercado de divisas, en particular, pero también en el mercado de derivados de tasas de interés.

Pero centrémonos en el mercado de divisas. Así que hacemos un bonito inventario, ya sabes, detallado, recopilamos datos de todos nuestros bancos centrales asociados, por lo que tenemos una muy buena opinión. Y acabamos de publicar la última encuesta trianual, y la respuesta es que no ha cambiado mucho. En todo caso, el papel del dólar se ha fortalecido un poco. Entonces, solo para darle algunos números generales aquí, el número principal es que el 88% de todas las transacciones de divisas tienen el dólar en un lado.

Entonces, ya sabes, es un número bastante grande. Y eso fue lo mismo en nuestra última encuesta trienal en 2019. Y las otras monedas, quiero decir, estaban pisando agua en ese sentido. El euro 31%, el yen 17%, la libra esterlina 13%. Así que eso es, ya sabes, más o menos lo que fueron la última vez. El renminbi ha subido, subió del 4% en 2019 al 7% este año. Así que hay una especie de, ya sabes, recuperación marginal en el renminbi, pero en la escala de las cosas ...

Joe: (23:11)

Todavía parece pequeño.

Hyun: (23:11)

Es bastante pequeño y, ya sabes, para aquellos oyentes que dicen: 'Bueno, ¿cómo es que estos números suman más de cien?' Bueno, recuerde que estamos hablando de una moneda que está en un lado de una transacción, ¿verdad? Entonces, ya sabes, en teoría, si lo sumas todo, sumará hasta un 200%.

Tracy (23:30):

Esa es una nota útil al pie.

Joe: (23:31)

Sí, esa es una nota a pie de página útil.

Tracy: (23:32)

Esto nos ayudará con la gente de Twitter.

Joe: (23:33)

No, me di cuenta de eso porque, me tomó, me di cuenta de que, a mitad de camino, pero al principio estaba como, espera un segundo, 88 más 13 más siete. Y me llevó... pero luego lo conseguí.

Hyun: (23:44)

Absolutamente. Entonces, es útil saberlo. Y Joe, tal vez solo para terminar el pensamiento, entonces, ¿por qué podría darse el caso de que, ya sabes, exista este papel muy, si se quiere, resistente para el dólar, la principal moneda internacional? Bueno, sí piensas en cómo encajan todas las piezas, y creo que hablamos de esto en una de nuestras conversaciones anteriores, todas las piezas apoyan a las otras piezas.

Piense en comenzar desde la facturación. Entonces, si factura en dólares, entonces tiene sentido financiar, financiamiento comercial, en dólares porque recibirá flujos de efectivo en dólares. Y de manera similar, si va a hacer una inversión y el flujo de efectivo está en dólares, entonces, por supuesto, tiene sentido pedir prestado en dólares porque desea eliminar al menos una de las incertidumbres entre sus obligaciones y el efectivo entrante. Por lo tanto, tiende a pedir prestado en dólares, incluso si no se encuentra en los Estados Unidos.

Y si ese es el caso, entonces los mercados de capitales tendrán una preponderancia de instrumentos en dólares, que es exactamente lo que vemos. Por lo tanto, el desarrollo del mercado de capitales seguirá en gran medida la estela de estas decisiones monetarias. Los administradores de activos tendrán una preponderancia de valores en dólares, activos en dólares en general. Y si usted es un fondo de pensiones o una compañía de seguros de vida de una jurisdicción que no sea en dólares, está limitado en sus instrumentos en moneda nacional. Y, entonces, en su cartera, habrá una gran cantidad de activos denominados en dólares. Y entonces, si ese es el caso, entonces tiene que encontrar una manera de cubrir el riesgo cambiario porque sus obligaciones con sus beneficiarios, sus obligaciones con sus asegurados, serán en su moneda nacional en lugar de dólares.

Y, entonces, hay un papel para la cobertura del dólar. Hay una cobertura para el riesgo en dólares, lo que significa que usted tomaría swaps con los bancos globales y los bancos globales le están prestando dólares a corto plazo. Y, por supuesto, tendrían que obtener esos dólares en los mercados globales de capital. Y, entonces, el sistema bancario global, los mercados globales de capital, hay una muy buena razón por la que es un ecosistema de dólares muy pesado porque se basa en todos estos pasos anteriores.

Y como saben, una capa está soportada por la capa debajo. Todo el asunto, ya sabes, cuelga junto. Va a ser muy difícil ver cómo cambiaría ese tipo de arreglo. Tal vez a mucho, muy largo plazo, ya sabes, veríamos posiblemente algunos cambios en el margen, pero va a ser algo que tiene una resiliencia inherente, si se quiere, debido a esta capa que se refuerza mutuamente, las capas del sistema financiero global.

Tracy: (26:43)

Usted ha mencionado el impacto de un dólar más fuerte en las condiciones financieras mundiales históricamente dada su centralidad en el comercio mundial. Y quería preguntarles, en el boletín hay una línea que dice "más generalmente. No está claro si los impactos de las oscilaciones en el tipo de cambio del dólar en las condiciones financieras mundiales son ahora más fuertes o más débiles que en el pasado". ¿Puedes explicarlo un poco más? ¿Qué ha cambiado potencialmente aquí?

Hyun: (27:11)

Entonces, lo que estábamos pensando en ese pasaje es que, ya sabes, tenemos que distinguir entre el impacto agregado dado el tamaño del aumento en el índice del dólar versus el impacto punto por punto. Entonces, ya sabes, a medida que sube un punto en el índice amplio del dólar, ¿cómo afecta eso a las condiciones financieras? Así que claramente, dados los movimientos muy grandes, hemos visto un impacto bastante sustancial en todos los ámbitos, pero lo que teníamos en mente en ese párrafo era realmente sobre el impacto punto por punto.

Y ahí creo que vemos algunas cosas interesantes esta vez. Entonces, ya sabes, por un lado, es cierto que los mercados emergentes son mucho más resistentes o parecen ser mucho más resistentes esta vez. Y en todo caso, son las economías avanzadas las que realmente se han visto quizás más afectadas por el endurecimiento de las condiciones financieras mundiales.

Entonces, una forma de pensar en la historia de los mercados emergentes aquí es, en primer lugar, si observamos los cambios en el tipo de cambio bilateral, es muy revelador, por ejemplo, que el real brasileño y el peso mexicano se hayan apreciado en relación con el dólar este año. Y eso es realmente un gran resultado para los libros.

Ya sabes, cuando normalmente piensas en, ya sabes, períodos recientes de fortaleza del dólar en particular, ese período a mediados de la década de 2010, ya sabes, 2014, 2015, 2016, ese fue un episodio en el que un dólar más fuerte golpeó a los mercados emergentes particularmente duro y también a las materias primas. Ese fue un período en el que el petróleo alcanzó niveles muy, muy bajos. Así que a los mercados emergentes les está yendo razonablemente bien esta vez. Y también lo vemos en los diferenciales de la moneda nacional, los bonos soberanos emitidos por los mercados emergentes.

Quiero decir, hay un gráfico en el boletín que muestra de una manera bastante sorprendente que cuando nos fijamos en los bonos corporativos de las economías avanzadas o, de hecho, los bonos denominados en dólares de los mercados emergentes, tenemos la historia habitual en la que un dólar más fuerte ha ido de la mano con mayores diferenciales de bonos. Pero la única excepción son los bonos soberanos de mercados emergentes en moneda local. Quiero decir, allí, la propagación realmente ha llegado. Y, entonces, ese es otro sentido en el que a los mercados emergentes les ha ido bastante bien.

Y creo que parte de esta historia es el hecho de que los mercados emergentes comenzaron a endurecerse antes. Ya sabes, anticiparon lo que venía por venir. Brasil comenzó a apretarse bastante temprano el año pasado y bastante lejos también. Lo mismo ocurre con México, aunque en menor medida. Y los mercados emergentes han aprendido la lección. Creo que una de las buenas historias que salen de este episodio actual es que los mercados emergentes han sido un punto brillante en relación con, ya sabes, todas las demás dificultades que enfrenta la economía global.

Joe: (30:07)

Solo miro en el boletín, y estoy mirando el tercer gráfico en particular, los cambios en los términos de intercambio desde enero de 2022, y quiero decir, parte de la historia es que Europa, la zona del euro y Japón son extremadamente dependientes de fuentes extranjeras de energía, particularmente gas. Y, por supuesto, todos conocemos la historia con los gasoductos y Europa y la falta de producción nacional de energía en Japón. ¿Hasta qué punto, cuando miramos ese otro gráfico que muestra en particular el desempeño extremadamente fuerte del real brasileño, es una especie de simple historia de términos de intercambio?

Hyun: (30:44)

Creo que los términos de intercambio definitivamente tienen un papel que desempeñar, pero también es, creo, la historia de la política monetaria. Así que, ya sabes, ciertamente debería haber mencionado el efecto de los términos de intercambio para Brasil también. Quiero decir, hay un gráfico de dispersión en el boletín que muestra que aquellos países que se ajustan más en relación con los Estados Unidos, ya sabes, esos son los que realmente han mantenido los valores de la moneda. Hay muchos otros efectos sucediendo. Así que esto no es de ninguna manera una relación limpia ...

Joe: (31:11)

Veo que Canadá es uno que es relativamente mejor, del tipo de camisas más sucias, y parece que se ha ajustado más que algunos de los otros.

Hyun: (31:22)

Sí. Y, por supuesto, Canadá también es un productor de petróleo muy grande.

Tracy: (31:27)

Así que esta es la gran pregunta, y siento que la he hecho un par de veces este año, pero ¿hay un punto en el que un dólar fuerte se vuelve problemático para la propia economía estadounidense, a pesar de la singularidad del papel de la moneda estadounidense en el sistema financiero global y a pesar de la independencia energética, de la que Joe acaba de hablar?

Hyun: (31:50)

Esa es una gran pregunta, Tracy. Sabes, definitivamente hay consecuencias. Creo que el problema es cuánto del impacto del dólar a nivel mundial se extenderá a los Estados Unidos. Y aquí creo que el canal de demanda ciertamente será uno. Si tiene una economía global más débil, eso tampoco es una buena noticia para la economía de los Estados Unidos.

Y es por eso que en realidad las historias de guerra de divisas inversas, ya sabes, necesitan ser modificadas un poco porque para que ese tipo de ciclo de retroalimentación se mantenga, tiene que haber algo que complete el círculo. Y tal vez no sea tan obvio, ya sabes, como podría ser allí. Ahora, a pesar de todo, quiero decir, volvería a lo que estaba diciendo antes, sobre algunas de las implicaciones políticas. Creo que la primera orden del día tiene que ser la inflación, porque ustedes saben que de eso sabemos que una vez que la inflación se afiance, será mucho más difícil de desalojar.

Pero sí significa que a medida que abordamos la inflación a nivel mundial, hay algunos de estos efectos colaterales que definitivamente, ya sabes, pesarán sobre los Estados Unidos a medida que la demanda se desacelere, en particular en aquellos países con niveles de deuda muy altos, en particular, niveles muy altos de deuda de los hogares a medida que suban las tasas, ya sabes, que en realidad también tendrán un efecto de enfriamiento bastante rápido sobre la demanda. Y también quizás los problemas de estabilidad financiera que están surgiendo. Así que si piensan en ese tipo de, si les gustan los desafíos de estabilidad financiera, las trampas de estabilidad financiera que podrían estar al acecho, creo que tenemos que estar mucho más atentos para ver dónde podrían estar al acecho las líneas de falla y abordarlas de manera que el marco político en su conjunto nos brinde algo bastante coherente.

Entonces, ya sabes, no sería una buena idea si estás apretando con una mano, pero luego aflojando con la otra. Si va a intervenir en los mercados, será mejor que esté bastante bien enfocado con una justificación muy definida de por qué lo está haciendo. Creo que es especialmente importante, en el período actual, porque como discutimos anteriormente, el canal de toma de riesgos significa que el papel de la moneda de financiación global del dólar significa que, ya sabes, hay restricciones que se están activando antes y, ya sabes, pueden interactuar de maneras muy complejas. Y, entonces, hay cables trampa esparcidos por todo el lugar que también debemos andar de puntillas con mucho cuidado. Entonces, incluso mientras abordamos la inflación, ya sabes, ese es el trabajo número uno, tenemos que vigilar muy de cerca qué más podría salir mal, supongo.

Ahora tenemos mucha experiencia después de la crisis financiera mundial sobre cómo abordar las tensiones específicas del mercado. Y creo que es justo decir que se trata principalmente de mercados de capitales e intermediarios financieros no bancarios en lugar del sector bancario. Podemos estar contentos de que al menos el sector bancario parezca mucho más fuerte que antes de la crisis financiera mundial, pero aún así los mercados de capitales y los intermediarios financieros no bancarios, estas instituciones financieras no bancarias en la jerga, tienen canales de transmisión con los que no siempre estamos familiarizados.

Creo que la experiencia reciente en el Reino Unido es un muy buen ejemplo de ello. Entonces, mientras en realidad lo estamos abordando con inflación y conduciendo la política monetaria de la mejor manera, y eso es, ya sabes, teniendo en cuenta los efectos de contagio y los efectos de contagio, tenemos que estar extremadamente atentos a lo que está sucediendo porque hay cables trampa, ya sabes, esparcidos en el piso por así decirlo, Y hay ese tipo de cosas que se pueden pasar por alto fácilmente. Tienen que estar atentos.

Tracy: (35:31)

Tengo una pregunta más, que es ¿qué podría realmente romper el ciclo fatal del dólar que hemos estado describiendo? Porque, ya sabes, en tiempos normales, creo que una de las formas aceptadas en que la fortaleza del dólar se agotaría sería que el resto del mundo comience a exportar más bienes a los Estados Unidos para aprovechar la moneda más fuerte y, finalmente, eso afecte el crecimiento interno de los Estados Unidos y eso haría que el dólar se debilite. Pero como bien saben, no estamos en tiempos normales y Europa se ve afectada por la escasez de energía y China todavía está interrumpida por los cierres de Covid y cosas así. Por lo tanto, parece haber un gran signo de interrogación sobre si se aplicarían o no los patrones económicos normales.

Hyun: (36:17)

Bueno, Tracy, creo que incluso en tiempos normales una historia de que una depreciación en realidad estimularía las exportaciones y, por lo tanto, eso va a llevar a la economía a una actividad más fuerte, creo que incluso en tiempos normales, ese mecanismo no era del todo correcto. Sabemos que la influencia de la facturación en dólares también se extiende al impacto en las balanzas comerciales. Si su precio es rígido en términos de dólares, sus precios de exportación no se ajustan mucho, pero los bienes facturados en dólares a nivel nacional, ya sabes, aumentarán en términos de moneda nacional. Y eso tiene un efecto inmediato en el consumo. Por lo general, lo que vemos es que un dólar más fuerte va de la mano tanto con exportaciones más débiles como con importaciones más débiles, importaciones más débiles que se sienten mucho más fuertemente. Y además, existen estos canales financieros que operan.

¿Qué rompería el episodio actual? Bueno, creo que si podemos controlar la inflación y si podemos ver que la inflación está visiblemente bajo control, vemos un camino de regreso a la meta, que sin duda influirá en el pensamiento detrás de las acciones de política monetaria en todo el mundo. Y por las razones que discutimos, las acciones de política monetaria en un país definitivamente afectarán a las de otros países. Y en la medida en que los tipos de cambio también se muevan a medida que la trayectoria de la política monetaria se ajuste hacia el futuro, eso afectará los tipos de cambio en particular.

Pero los precios de los activos en general, soy menos pesimista que algunos otros comentaristas que has tenido en tu podcast en que, ya sabes, una vez que tengamos la inflación bajo control, ya sabes, esa es la clave si quieres. Entonces, si piensas que hemos estado en algún tipo de espiral viciosa, controlar la inflación nos permitirá convertir esa espiral viciosa en una espiral virtuosa. Y, ya sabes, esto podría suceder mucho más rápido de lo que muchos de nosotros podríamos imaginar. Como saben, las cosas se mueven muy, muy rápido en los mercados financieros. Y, entonces, creo que, una vez que veamos la luz al final del túnel, eso va a cambiar la complexión general de la discusión, diría.

Joe: (38:26)

Me gusta ese final optimista. Que existe la posibilidad de que tal vez...

Tracy: (38:29)

... El viento en contra se convierte en un viento de cola. Muy bien. Bueno, podríamos hablar fácilmente con Hyun durante otra hora sobre esto. Pero muchas gracias por volver al programa y si eres un oyente que está interesado en esto, por favor echa un vistazo al boletín del BIS y algunos de los trabajos académicos anteriores de Hyun también.

Joe: (38:50)

Sí, muchas gracias. Siempre divertido.

Hyun: (38:51)

Gran conversación.

Tracy: (38:54)

Gracias Hyun, realmente lo aprecio. Así que Joe, pensé que era genial obtener ese tipo de perspectiva histórica y matizada sobre este tema porque es cierto con las monedas, tiende a sacar muchas emociones y opiniones fuertes en ambos lados, diría yo.

Joe: (39:22)

Hay mucho bueno, quiero decir, en primer lugar, es interesante y novedoso, esta idea de un ciclo alcista del dólar y un ciclo alcista de productos básicos al mismo tiempo. Entonces, para empezar, ese es solo un fenómeno realmente interesante que está sucediendo y que hace que este momento sea diferente al otro. También, obviamente, me gustó cuando Hyun habló, supongo que tal vez lo llamarías las piezas entrelazadas del rompecabezas o las capas de dominio del dólar.

Tracy: (39:47)

Sí.

Joe: (39:47)

Comienzas con la facturación que conduce a una cobertura que conduce a, ya sabes, inviertes en dólares, necesitas pedir prestado en dólares para evitar el riesgo de divisas. Y luego eso lleva a la pregunta de, bueno, si hay diferentes componentes del posicionamiento en dólares que se obtienen en esta situación en la que las trampas financieras se rompen antes de que la economía real se enfríe.

Tracy: (40:08)

Sí. Pensé que era un punto realmente importante. Y también, ya sabes, también tocamos esto con Jon Turek, pero la idea de que cuando hablamos de algo que se rompe en el mercado, ya sabes, la idea de que la Fed suba hasta que algo se rompa se ha convertido en una especie de tropo o un meme en este momento. Pero es realmente como algo que causaría que algo en los Estados Unidos se rompiera porque hasta cierto punto ya hemos visto que las cosas a nivel internacional comienzan a descomponerse. Como por ejemplo, el BOJ tiene que intervenir en el yen y cosas así. El Banco de Inglaterra y la situación en el Reino Unido. Entonces, lo que estamos buscando es el cable trampa que termina impactando directamente a los Estados Unidos.

Joe: (40:46)

Sabes, también creo, y de nuevo, que los oyentes deberían ir a ver el nuevo boletín del BIS que sale hoy, pero esta idea de, oh, es inusual que sean los países emergentes, las monedas emergentes y no solo las monedas. Porque lo sabía en el frente monetario. Pero los diferenciales de los bonos nacionales también se mantienen bastante mansos y no explotan de la misma manera que estamos viendo en, digamos, el Reino Unido o Alemania y otros lugares. Creo que también es un fenómeno interesante. Y, por supuesto, hay múltiples impulsores de eso, tanto los términos de intercambio como el hecho de que muchos de estos países realmente tuvieron un impulso en el aumento. Así que dimensiones muy interesantes para este rally del dólar.

Tracy: (41:22)

Absolutamente. Muy bien. En ese sentido, ¿lo dejamos ahí?

Joe: (41:23)

Dejémoslo ahí. Puedes seguir a Hyun Song Shin en Twitter en @HyunSongShin.

