



Comentario Económico

Investigaciones Económicas

Resumen

- *Teniendo en cuenta que el dólar seguirá siendo por un buen rato la moneda de referencia mundial, resulta interesante estudiar cómo han cambiado sus determinantes en los últimos años. En nuestra opinión, uno de los cambios más importantes es la nueva relación que evidencian los precios de los commodities y el dólar.*
- *Históricamente, esta relación siempre fue negativa. Una fortaleza del dólar estuvo acompañada de una desvalorización generalizada en los precios de las materias primas, y viceversa. No obstante, en los últimos años dicha relación se tornó positiva y de hecho se intensificó desde 2022, producto del repunte en los precios de los energéticos.*
- *Existen algunos factores coyunturales y estructurales que permiten entender estos cambios determinísticos. Dentro de los coyunturales se destacan: i) la guerra de Rusia sobre Ucrania y sus efectos sobre los precios de commodities; ii) mayores niveles de aversión al riesgo global; y iii) aumentos en los diferenciales de tasas de interés de EEUU con el resto de economías grandes.*
- *Dentro de los factores estructurales se destaca la transformación productiva y comercial que ha tenido EEUU en los últimos años, especialmente en materia energética. EEUU se convirtió en exportador neto de gas y petróleo entre 2017 y 2019, haciendo que la relación entre estos precios y sus términos de intercambio se volviera positiva. Transitivamente, la relación estructural entre los precios de estos commodities y el dólar ahora también es positiva.*
- *Para las economías en vía de desarrollo y de mercados emergentes, cuyas monedas no son de reserva, este cambio estructural en EEUU y los determinantes del USD también supone una nueva forma de interpretar ciertas relaciones causales para sus tasas de cambio. Esto ha creado, en casos particulares, algunas ambigüedades.*

Fabio D. Nieto
Economista Jefe
fabio.nieto@bancoagrario.gov.co

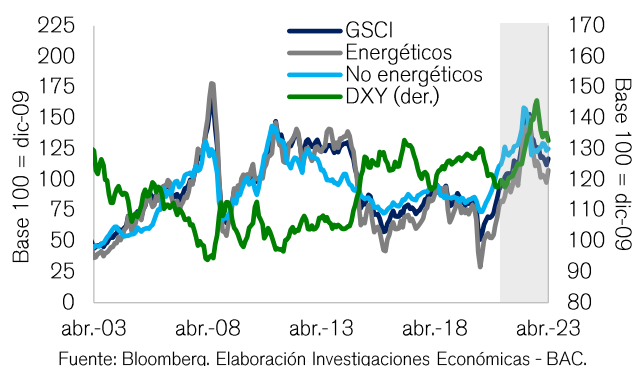
Natalia Ossa M.
P.S. – Macroeconomía
natalia.ossa@bancoagrario.gov.co



Pero sigo siendo el rey - Parte 2

Este informe es la continuación de nuestro análisis sobre el rol hegemónico del USD en la economía mundial. Como lo habíamos concluido en el reporte anterior, la depreciación relativa del USD en los últimos 6-7 meses obedece a factores relacionados con la naturaleza del ciclo económico-financiero en el corto plazo (ver “Pero sigo siendo el rey” en [CE – Abril 18 de 2023](#)), y no refleja una tendencia estructural. En ese sentido, el riesgo de perder su posición como moneda de reserva dominante en el futuro cercano se calcula bajo

Gráfico 1. Relación entre USD vs precios commodities



Las principales justificaciones que resaltamos fueron las siguientes: i) si bien la participación del USD sobre las RIN que administran los BC ha disminuido en los últimos 20 años, todavía su concentración es alta (cerca del 60%); ii) el valor relativo del USD frente a otras divisas de reserva no ha sufrido un cambio estructural en varias décadas, más allá del aumento en su volatilidad; y iii) el USD goza de unas características que, por ahora, ningún otro activo líquido posee.

Puesto que el USD seguirá siendo por un buen rato la moneda de referencia mundial, resulta interesante estudiar cómo han cambiado sus determinantes en los últimos años. Por supuesto, no es menos importante cuestionarse cuáles serían los potenciales efectos que estos cambios traería para la economía mundial en los años venideros, pero ese será el tema para una tercera

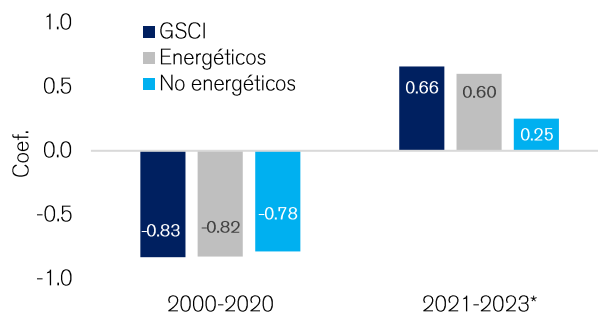
parte de este comentario económico, como lo explicaremos más adelante.

Cambios en los determinantes del USD

Quizás el cambio más importante para analizar es la nueva relación que ha surgido entre el USD y los precios de los *commodities*¹. Históricamente, esta relación ha sido negativa: una fortaleza del USD viene acompañada de una desvalorización generalizada de los precios de las materias primas (índice GSCI), y viceversa. No obstante, desde el año 2021 dicha relación se tornó positiva (Gráfico 1).

Buena parte de este nuevo orden entre USD y precios de materias primas subyace en el choque que experimentaron los precios de los energéticos el año pasado. Y no solamente porque fueron los precios que más aumentaron entre 2021 y 2022 (38.2% vs 12.4% de los no energéticos), sino que además guardan la mayor correlación con el USD (Gráfico 2).

Gráfico 2. Correlación de precios commodities vs USD



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Información año corrido hasta el 18 de abril de 2023.

Al mismo tiempo, la correlación estadística entre los precios de *commodities* energéticos y los no energéticos es elevada, lo que refleja que cambios en los primeros afectan en la misma dirección a los segundos.

Vale la pena preguntarse, en consecuencia, que factores causales explican esta nueva relación entre el USD y los precios de los *commodities*, que como explicamos previamente, subyace en la fuerte correlación estadística

¹ Hofmann, B., Igan, D. & Rees, D. (2023). *The changing nexus between commodity prices and the dollar: causes and implications*. BIS Bulletin No. 74, 13 April 2023.



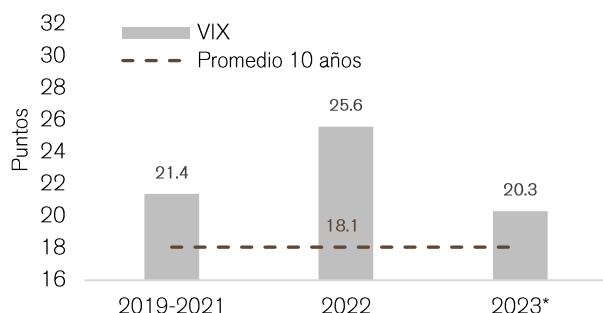
con los precios de las materias primas del sector energético. En nuestra opinión, existen algunas razones determinísticas de naturaleza transitoria-coyuntural y otras más estructurales.

Determinantes coyunturales

Dentro los factores coyunturales que sustentan este cambio de signo entre USD y precios de *commodities*, destacamos los siguientes: i) el aumento de los precios de materias primas que suscitó la invasión de Rusia a Ucrania; ii) mayores niveles de aversión al riesgo; y iii) diferenciales de tasas de interés más altos.

Es claro que la guerra de Rusia contra Ucrania disparó los precios de las materias primas, los costos de producción y también la inflación al consumidor en todo el mundo, producto de las restricciones de oferta creadas por el choque. Pero como cualquier choque de oferta, sus efectos son transitorios. De hecho, la información más reciente ya revela que esas presiones están desapareciendo (ver “¿Fin del choque de oferta” en [IMCE – Marzo de 2023](#)).

Gráfico 3. Niveles de aversión al riesgo en 2019-2023



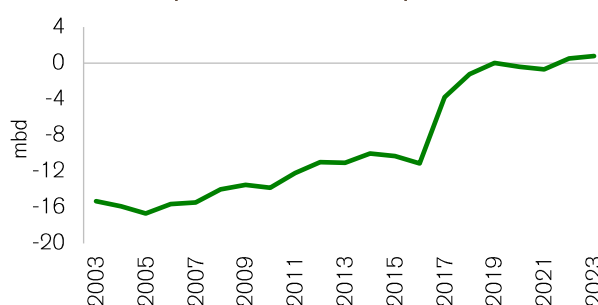
Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Información año corrido hasta el 18 de abril de 2023.

Al mismo tiempo, la guerra incrementó los niveles de aversión al riesgo mundial en 2022, llevándolos muy por encima de los valores de años anteriores e incluso de los observados en lo corrido de 2023 (Gráfico 3). Por sus características de activo de refugio, la demanda por USD

aumentó significativamente ese año, presionando al alza su valoración relativa frente a otras monedas de reserva.

Adicionalmente, con una inflación disparada en 2022, los BC endurecieron su postura monetaria a través de incrementos en las tasas de interés. La Fed de EEUU fue la primera en reaccionar en marzo de 2022, pero el resto de BC de economías avanzadas elevaron los tipos de interés de forma lenta y rezagada. Esto produjo un incremento significativo en el diferencial teórico de tasas de interés de EEUU frente al resto de economías pares, lo cual estimuló las estrategias de *carry-trade* en el mercado y la demanda de USD (ver “Navegando máximos históricos” en [IMC – Julio de 2022](#)).

Gráfico 4. Exportaciones netas de petróleo de EEUU*



Fuente: EIA. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Información del año 2023 con cifras al corte del mes de marzo.

Como consecuencia de todos estos factores coyunturales y propios del corto plazo (ciclo nominal-real), tanto el valor del USD como los precios de los *commodities* se incrementaron, rompiendo así el signo negativo de su correlación histórica.

Determinantes estructurales

Desde una óptica estructural, la economía de EEUU ha venido experimentando en el nuevo milenio un cambio de su composición comercial en materia energética. Esto ha creado un cambio en la relación de sus términos de intercambio² con los precios de los energéticos, especialmente del petróleo y el gas, y naturalmente con el valor del USD.

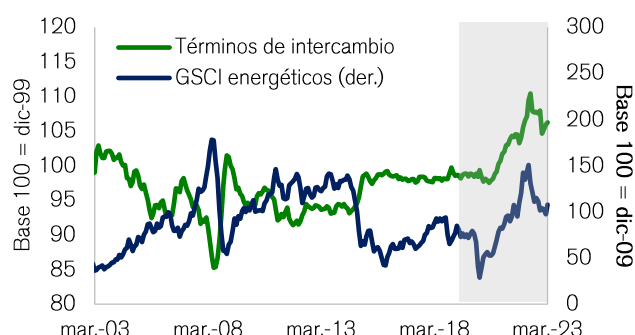
² Se entiende como el cociente entre los precios de bienes exportados y los precios de bienes importados de un país. Aumentos (descensos) en los términos de intercambio indican una mejora (desmejora) en el ingreso nacional y la capacidad de gasto de una economía.

Históricamente, los movimientos de los términos de intercambio tienen una relación positiva con el valor relativo de la moneda local (en términos nominales y reales).



Gracias a la revolución *shale-oil*, que inició en EEUU hace más de una década, la economía estadounidense logró eliminar su dependencia energética con el resto del mundo. Además, le ha permitido producir petróleo abundante y barato, que es una de las bondades de las tecnologías de extracción no convencionales.

Gráfico 5. Términos intercambio EEUU vs commodities



Fuente: BLS y Fed. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

De hecho, según cifras de la Administración de Información de Energía (EIA, por sus siglas en inglés), EEUU se convirtió en exportador neto de petróleo desde el año 2019 (Gráfico 4), y su producción supera en la actualidad los 21 millones de barriles-día (mbd). En el caso del gas, desde el año 2017 las exportaciones netas de EEUU son positivas.

En el balance, esta transformación suscitó un cambio estructural: pasar de importador neto a exportador neto de energéticos. Obviamente, la determinación de los términos de intercambio, en función de los precios de los energéticos, también implicó un cambio.

Hasta antes de 2017, cuando todavía existía dependencia energética y EEUU era importador neto, aumentos en los precios de *commodities* del sector energético generaban un deterioro en los términos de intercambio.

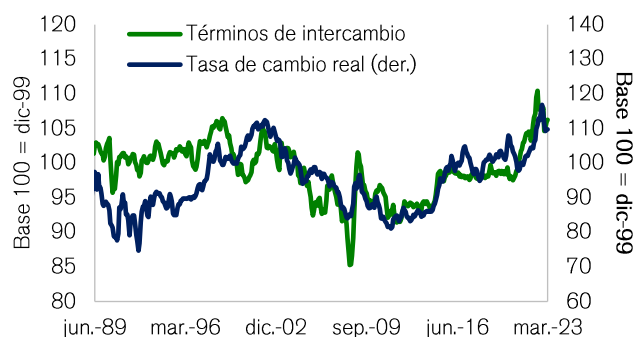
Una vez EEUU se transforma en exportador neto de energéticos desde 2017, y logra aumentar significativamente la producción de estas materias primas, aumentos en los precios del gas y el petróleo ahora representan mejoras en sus términos de intercambio (Gráfico 5). Es decir, una relación que otrora era negativa, de forma estructural se tornó positiva.

El cambio en los patrones de comercio de EEUU no alteró la relación histórica entre los términos de intercambio y el USD (Gráfico 6). Esto facilita la comprensión del efecto transitivo que ahora tienen los precios de los *commodities* energéticos sobre el USD.

Cuando EEUU era importador neto, aumentos en los precios de los energéticos deterioraban sus términos de intercambio, y por lo tanto el USD se depreciaba. Ahora, con una posición de exportador neto, aumentos en los precios del petróleo y el gas mejoran sus términos de intercambio, lo que fortalece el USD.

Para las economías en vía de desarrollo y de mercados emergentes, cuyas monedas no son de reserva, este cambio estructural en EEUU y los determinantes del USD también supone una nueva forma de interpretar las relaciones causales.

Gráfico 6. Términos de intercambio EEUU vs USD



Fuente: BLS y Fed. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Por ejemplo, para un país que es importador neto de materias primas, la relación positiva de precios de *commodities* y USD supone problemas: un deterioro en los términos de intercambio (menor ingreso nacional) y depreciación de su moneda frente al USD (inflación).

No obstante, para un país exportador neto, los efectos esperados resultan ahora ambiguos. Por un lado, aumentos en los precios de exportación mejoran los términos de intercambio, pero la fortaleza del USD debería depreciar su moneda, anulando el efecto positivo de mejoras en los términos de intercambio.

Estas ambigüedades serán objeto de estudio-análisis de nuestra tercera y última parte de este informe.



AVISO LEGAL: Toda la información contenida en este documento está basada en fuentes que se consideran confiables, y ha sido elaborada por los integrantes del área de Investigaciones Económicas del Banco Agrario de Colombia. Sin embargo, no constituyen una propuesta o recomendación alguna por parte del Banco para la negociación de sus productos y/o servicios, por lo cual la entidad no se hace responsable de malas interpretaciones o distorsiones que del presente informe hagan terceras personas. El uso de la información de este documento es responsabilidad exclusiva de cada usuario.

DISCLAIMER: All information contained in this document is based on reliable sources and has been prepared by the Economic Research staff of Banco Agrario de Colombia. However, our opinions are not a recommendation by the Bank for trading their products. The Bank is not responsible for misinterpretations or distortions about the information of this report. Use of the information in this document is responsibility of each user.
