

Recuadro 1 EPISODIOS DE APRECIACIÓN DEL DÓLAR EN LOS MERCADOS INTERNACIONALES

Las principales divisas fluctúan de acuerdo con las fuerzas de mercado y, por lo tanto, presentan períodos de apreciación y depreciación, muchas veces de forma sostenida y pronunciada. En el caso del dólar, medido a través del índice DXY¹, se observa que desde 1975 ha registrado once episodios de apreciación significativa.

Los siguientes 2 gráficos identifican los cinco episodios donde las presiones han sido más significativas: julio 1980 – febrero 1985, diciembre 1987 – junio 1989, abril 1995 – julio 2001, mayo 2014 – diciembre 2016 y el episodio actual que se inicia en mayo 2021. El episodio 1980 – 1985 fue el que mostró la mayor apreciación acumulada del dólar mientras que el episodio 1995 – 2001 fue el que presentó la tendencia apreciatoria más sostenida.

ÍNDICE DÓLAR DXY, 1970-2022



Episodio	Inicio	Fin	Duración (años)	Índice inicial	Índice final	Apreciación Máxima %
1	Marzo 1975	Junio 1976	1,3	93	108	16
2	Julio 1980	Febrero 1985	4,6	84	165	96
3	Diciembre 1987	Junio 1989	1,5	85	106	24
4	Setiembre 1992	Enero 1994	1,3	78	97	24
5	Abril 1995	Julio 2001	6,3	80	121	51
6	Diciembre 2004	Noviembre 2005	0,9	81	93	15
7	Abril 2008	Marzo 2009	0,9	71	89	25
8	Noviembre 2009	Junio 2010	0,6	74	88	19
9	Mayo 2014	Diciembre 2016	2,6	79	103	31
10	Abril 2018	Marzo 2020	1,9	89	103	15
11	Mayo 2021	Setiembre 2022	1,3	90	114	27

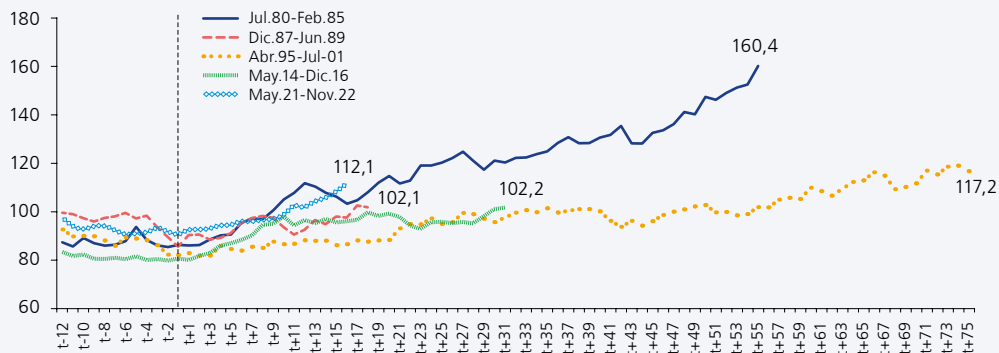
Fuente: Reuters.

1 El índice DXY mide el valor del dólar en función de varias de las principales divisas como el euro (con un peso de 57,6 por ciento), yen (3,6%), libra esterlina (11,9%), dólar canadiense (9,1%), corona sueca (4,2%) y franco suizo (3,6%).



DXY: EVOLUCIÓN DESDE 12 MESES ANTES DEL INICIO DEL EPISODIO DE APRECIACIÓN

(En niveles)



Fuente: Reuters.

Determinantes de los procesos de apreciación del dólar

En algunos casos la apreciación del dólar se ha dado por la aplicación de una política monetaria restrictiva por parte de la Fed. El período de mayor apreciación del dólar se dio en la primera mitad de los años ochenta cuando la Fed elevó las tasas de interés hasta niveles de 20 por ciento para enfrentar una alta y persistente inflación y para anclar las expectativas. En este sentido, este episodio muestra varios aspectos en común con el actual episodio de apreciación iniciado en mayo de 2021.

En el período 2004-2005, la apreciación del dólar también se vio apoyada por la normalización de la política monetaria (luego de la fuerte reducción a inicios de la década como consecuencia de corrección bursátil de 2000-2001, el atentado de setiembre 2001 y la elevación del precio del petróleo). Otro episodio de apreciación vinculado a la política monetaria de la Fed se dio en 2014-2016 cuando la Fed ejecutó el tapering (reducción del programa de compras de activos) e inició el ciclo de alza de tasas mientras el BCE y Banco de Japón mantenían políticas monetarias expansivas.

En otros casos, la apreciación del dólar se explica más por factores que afectaron directamente a las divisas que componen el índice DXY. Entre setiembre 1992-enero 1994, por ejemplo, la libra esterlina tuvo una depreciación como consecuencia de una serie de desequilibrios externos que culminaron en el ataque especulativo de setiembre de 1992 y en la posterior salida del Reino Unido del Exchange Rate Mechanism. En el mismo período, el yen se vio afectado por la corrección de la burbuja inmobiliaria y bursátil.

Asimismo, por constituir un activo de refugio, el dólar también suele mostrar presiones apreciatorias durante los períodos de elevada aversión global al riesgo. Por ejemplo, el dólar mostró esta tendencia durante la Crisis Financiera Global (abril 2008-marzo 2009) o a inicios de la pandemia del COVID-19 (marzo de 2020) períodos en que la aversión al riesgo, medido a través del VIX, alcanzó sus máximos históricos. Asimismo, en el período comprendido entre abril 1995 y Julio 2001 la apreciación del dólar fue reflejo de una serie de crisis en economías emergentes como México (1994-1995), Rusia (1998) y Asia emergente (1997-1998), a lo que se sumó la corrección bursátil asociada a las acciones de varias empresas tecnológicas.

Otros períodos de apreciación, como el registrado en diciembre 1987-junio 1989, surgieron luego de una depreciación sostenida del dólar. Conviene recordar que en 1985, frente a los desbalances comerciales, EUA, Japón, Alemania, Reino Unido y Canadá acordaron intervenciones coordinadas que significaron una sustancial apreciación del yen y del marco frente al dólar. Dada la magnitud de la apreciación, dos años después, mediante el acuerdo de Louvre de 1987, se buscó revertir esta tendencia lo que implicó el fortalecimiento del dólar desde fines de 1987. Estas presiones continuaron con la

posterior elevación de tasas por parte de la Fed y por la demanda por activos seguros, entre ellos el dólar, a raíz del *crash* de la bolsa en octubre 1987.

Comportamiento de algunas variables macroeconómicas y financieras durante los períodos de apreciación del dólar

El siguiente cuadro presenta la evolución de diversas variables macroeconómicas durante los cinco principales episodios de apreciación identificados anteriormente. En los episodios en que la apreciación ha sido explicada por una política monetaria restrictiva por parte de la Fed (julio 1980-Febrero 1985 y Mayo 2014-Diciembre 2016), se registra una disminución de la tasa de inflación y de las expectativas inflacionarias.

EVOLUCIÓN DE VARIABLES MACROECONÓMICAS EN PERIODOS DE APECIACIÓN DEL DÓLAR

Episodios	Periodos	Dólar DXY	Balanza comercial (mil. US\$)	Tipo de cambio real	Variación trimestral del PBI ^{1/}	Límite superior de la tasa Fed (%)	Inflación PCE (%) ^{2/}	Inflación CPI (%) ^{2/}	Expectativas de inflación a 5-10 años (%) ^{3/}	Tasa de desempleo (%)	Nóminas no agrícolas (var. en miles)
2	Jul.1980	84	--	--	-0,5	9,50	10,5	13,1	9,7	7,8	-261
	Feb.1985	165	--	--	3,9	9,00	3,5	3,5	4,8	7,2	131
3	Dec.1987	85	--	--	7,0	6,88	3,8	4,4	4,1	5,7	289
	Jun.1989	106	--	--	3,1	9,63	4,7	5,2	4,1	5,3	114
5	Apr.1995	80	-9 600	98	1,2	6,00	2,3	3,1	3,5	5,8	163
	Jul.2001	121	-29 092	128	-1,6	3,75	2,1	2,7	2,9	4,6	-125
9	May.2014	79	-39 575	99	5,2	0,25	1,9	2,1	2,8	6,3	218
	Dec.2016	103	-40 976	120	2,0	0,75	1,7	2,1	2,3	4,7	214
11	May.2021	90	-66 600	114	7,0	0,25	4,0	5,0	3,0	5,8	447
	Set.2022	112	73 200	134	2,9	3,25	6,3	8,2	2,7	3,5	269

Nota: los periodos sombreados corresponden a fechas de recesión según la NBER.

1/ Crecimiento trimestral SAAR.

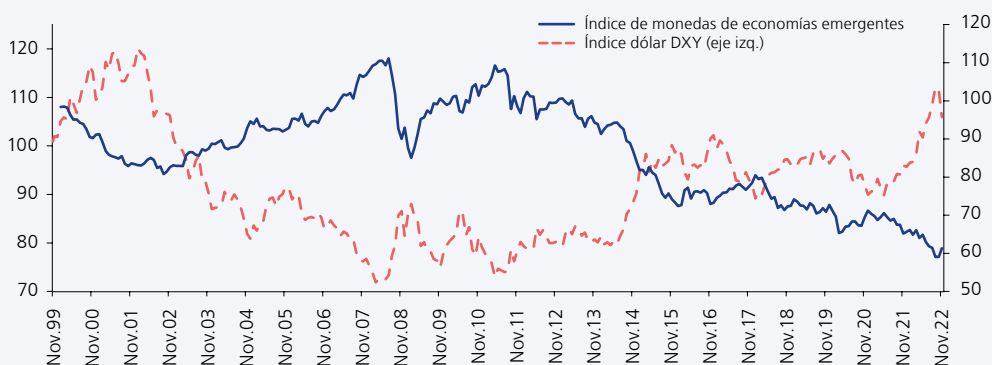
2/ Variación interanual del índice PCE y CPI.

3/ Universidad de Michigan.

Fuente: Reuters, Fed e institutos de estadística.

Por otro lado, respecto a las variables financieras, en todos los episodios se observa que la tendencia apreciativa del dólar respecto a las principales divisas fue similar a la observada en las monedas de las economías emergentes.

ÍNDICE DÓLAR DXY VS ÍNDICE DE MONEDAS EMERGENTES



Nota: una disminución (aumento) en el índice de monedas de economías emergentes implica una apreciación (depreciación) del dólar.
Fuente: Reuters y Deutsche Bank.





Asimismo, en el episodio mayo 2014-diciembre 2016 y el actual, la apreciación del dólar coincide con una disminución de las reservas internacionales de las economías emergentes. Esta reducción se asociaría a tres factores: (i) una intervención cambiaria (venta de divisas), en particular en las economías de Asia, (ii) la desvalorización de las inversiones por los incrementos en las tasas de interés; y, (iii) un efecto valuación negativo por el impacto de la apreciación del dólar en la tenencia de reservas expresadas en otras monedas.

EVOLUCIÓN DE VARIABLES FINANCIERAS EN PERIODOS DE APRECIACIÓN DEL DÓLAR

Episodios	Periodos	Dólar DXY	S&P 500	Rendimientos soberanos a 10 años de EUA (%)	Índice de monedas emergentes	Índice de commodities	Reservas de economías emergentes (billones US\$) ^{1/}
2	Jul.1980	84	117	10,2	-	142	-
	Feb.1985	165	179	11,6	-	75	-
3	Dec.1987	85	247	8,9	-	79	-
	Jun.1989	106	324	8,2	-	86	-
5	Apr.1995	80	505	7,0	-	98	-
	Jul.2001	121	1 219	5,4	84	102	0,7
9	May.2014	79	1 868	2,6	94	137	7,0
	Dec.2016	103	2 271	2,6	73	86	5,9
11	May.2021	90	4 188	1,6	70	91	6,4
	Set.2022	114	3 647	3,9	59	110	6,1

Nota: los periodos sombreados corresponden a fechas de recesión según la NBER.

1/ Muestra seleccionada de 38 economías emergentes, entre las que se incluye China y principales economías de Latinoamérica.

Fuente: Reuters, Fed e institutos de estadística.