

Evolución del dólar en los mercados internacionales: POLÍTICA MONETARIA Y VOLATILIDAD FINANCIERA

MARTHÍN MORÁN*

El dólar ha experimentado una marcada tendencia a la apreciación a nivel global entre el segundo semestre de 2014 e inicios de 2016, por dos principales razones: las expectativas de ajuste de la política monetaria de la Reserva Federal (Fed) y los episodios de turbulencia en los mercados financieros asociados a la incertidumbre sobre el crecimiento global. Sin embargo, la reversión de dichos factores ha llevado también a que el dólar muestre tendencia depreciatoria en 2016.



* Especialista en Programa Monetario del BCRP.
martin.moran@bcrp.gob.pe

El dólar inició su apreciación en los mercados internacionales en julio de 2014 (ver Gráfico 1), conforme la Fed se aproximaba al retiro del estímulo monetario más agresivo de su historia, ante las señales de recuperación de la economía de Estados Unidos.

En una primera etapa, la Fed redujo de forma gradual su programa de compra de activos -*Quantitative Easing* (QE)¹ - el cual finalizó en octubre de 2014. Posteriormente, la Fed se centró en evaluar el momento más adecuado para iniciar el alza de su tasa de política monetaria, luego de mantenerla en niveles cercanos a cero (rango oficial de 0 a 0,25 por ciento) desde diciembre de 2008.

Mientras que la Fed se preparaba para retirar sus estímulos, otros principales bancos centrales como el Banco Central Europeo, Banco de Japón y Banco Popular de China se embarcaban en políticas monetarias expansivas, dado el deterioro de las perspectivas de sus economías. Esta expectativa de políticas monetarias divergentes llevaron a mayores presiones apreciatorias sobre el dólar².

En medio de ello, el dólar recibió apoyo adicional en su tendencia apreciatoria por su condición de activo de refugio a nivel global en periodos de incertidumbre y aversión al riesgo.

EVOLUCIÓN DEL DÓLAR EN 2015

En diciembre de 2014, la Fed retiró de su comunicado de política monetaria la guía de mantener tasas de interés bajas “por un tiempo considerable” y Janet Yellen, presidenta de la Fed, enfatizó, en reiteradas oportunidades, que la fecha de inicio y el ritmo al cual se elevaría la tasa de política dependería de las condiciones económicas.

Dado lo anterior, la evolución del dólar durante

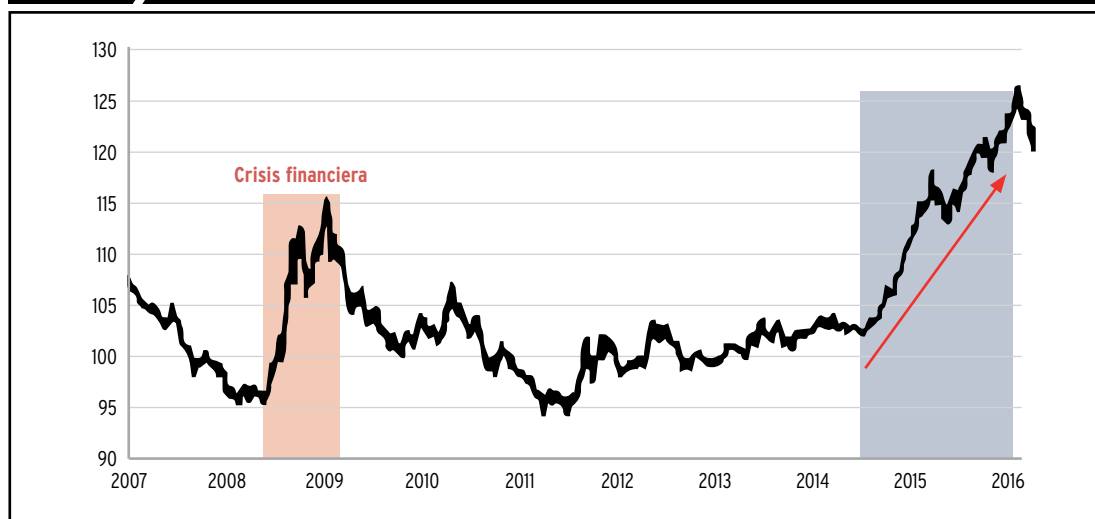
2015 estuvo fuertemente influenciada por las expectativas de alza de tasas. La probabilidad de alza de tasas busca capturar estas expectativas de los mercados financieros, basándose en la información que proveen las cotizaciones de los de contratos a futuro sobre la tasa de política de la Fed.

Como se observa en el Gráfico 2 (en las zonas azules) existe una clara correlación entre esta probabilidad y la evolución del dólar en los mercados internacionales.

Entre marzo y junio de 2015, el dólar tuvo un comportamiento volátil en un contexto en el que la economía norteamericana mostraba evidencia de una recuperación moderada pero no concluyente y las presiones inflacionarias se mantenían contenidas. Así, cuando se anunciaban indicadores económicos favorables de Estados Unidos que hacían prever un alza de tasas, la probabilidad aumentaba y el dólar tendía a apreciarse y viceversa. Las declaraciones de los funcionarios de la Fed mostraban también posiciones variadas respecto al rumbo futuro de la política monetaria.

Sin embargo, entre mediados de junio y fines de setiembre del mismo año, otro fue el principal factor en la evolución del dólar. En dicho periodo se registró una alta volatilidad financiera que fue gatillada por la fuerte corrección bursátil en China (que afectó al resto de bolsas a nivel global), la agudización de la caída del precio del petróleo (y en general de *commodities*) y por la devaluación inesperada del yuan del 11 de agosto de 2015 de 1,9 por ciento (la mayor caída diaria desde que China adoptó un nuevo régimen cambiario en 1994). Estas señales negativas generaron pesimismo sobre el crecimiento de la economía mundial, principalmente de economías emergentes y en especial de China.

GRÁFICO 1 ■ Índice Dólar de la Reserva Federal (Fed)

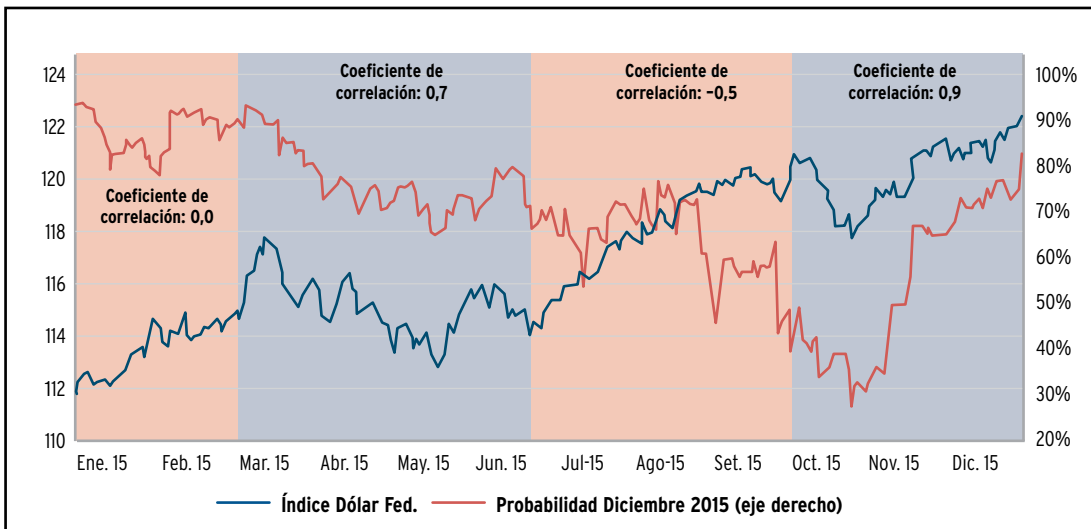


FUENTE: FED.

¹ El *Quantitative Easing* es una medida no convencional de política monetaria para reducir las tasas de interés de largo plazo a través de la compra de bonos del gobierno y otros activos. En Estados Unidos, ello culminó al anunciarse que se reduciría las compras en US\$10 mil millones cada mes a partir de enero de 2014.

² En términos generales, mayores tasas de interés implican mayores rendimientos para las inversiones. Así, las inversiones en dólares se harían más atractivas reajustadas por riesgo, en relación a otras monedas cuyas tasas de interés disminuyen.

GRÁFICO 2 ■ Probabilidad de alza de tasas de la Fed e índice dólar



FUENTE: BLOOMBERG Y FED.

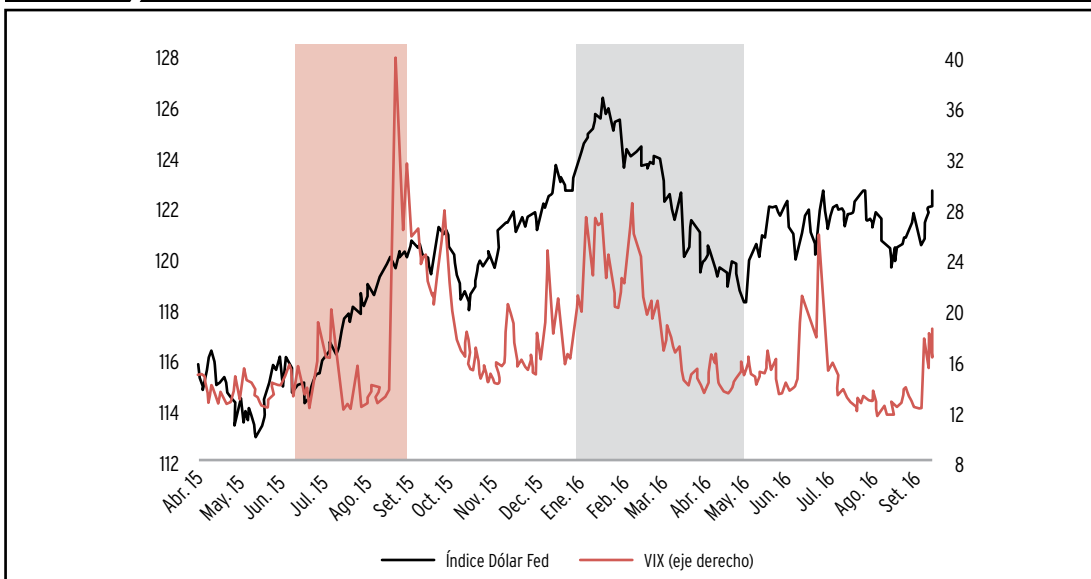
En este contexto, el dólar se apreció dada su condición de activo de refugio a nivel global en periodos de incertidumbre y aversión al riesgo y en agosto de 2015 el índice VIX³ casi duplicó su promedio histórico y llegó a máximos no vistos desde octubre de 2011 (Ver gráfico 3, zona sombreada de rojo).

Dada esta aversión al riesgo en los mercados financieros internacionales, hubo una mayor demanda por activos seguros, lo cual afectó a los activos de las economías emergentes, registrándose una importante salida de capitales y depreciación de sus monedas. Las monedas más afectadas fueron las de países productores de *commodities*, siendo adicionalmente influenciadas por la caída de dichos

productos, cuyos precios dependen principalmente de la actividad económica global, y en particular de China⁴.

En ese contexto mundial menos favorable, donde incluso la Fed en su comunicado de setiembre de 2015 hace explícita su preocupación por la economía mundial, las expectativas de alza de tasas se redujeron. De darse el inicio de alza de tasas en dicho entorno de volatilidad financiera, se podría haber generado mayores efectos negativos sobre la economía mundial y en la propia economía de Estados Unidos por los ajustes en las condiciones financieras y una mayor apreciación del dólar. Esto explica que el Gráfico 2 muestre paradójicamente esta relación

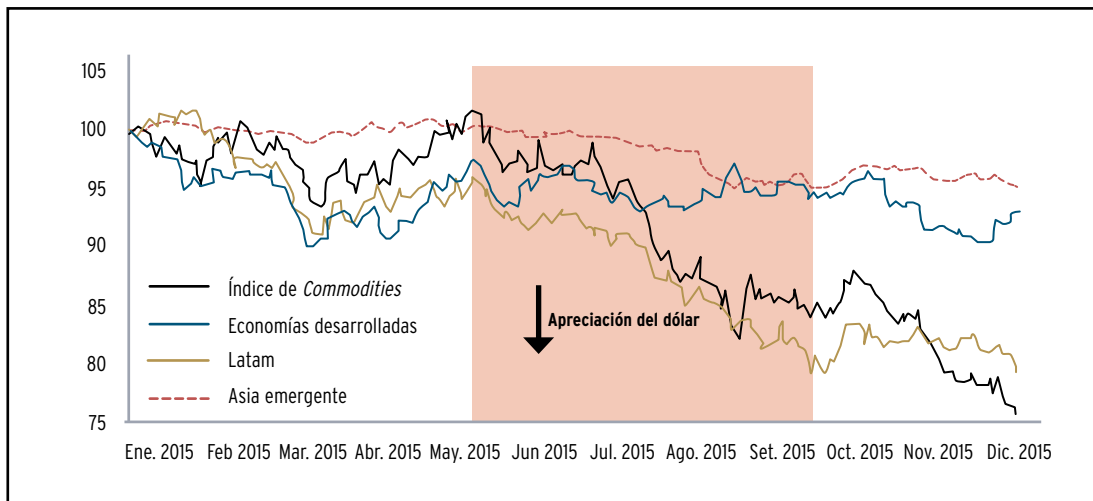
GRÁFICO 3 ■ Evolución del Dólar y del Índice de Volatilidad Financiera (VIX)



³ El VIX es una medida de volatilidad del índice bursátil S&P500. Conocido también como índice de aversión al riesgo, debido a que suele elevarse cuando los mercados financieros caen y disminuye la toma de riesgos.

⁴ Según el *Commodity Research Unit* (CRU Group), China consumió el 45 por ciento de la producción global de *commodities* en 2014.

GRÁFICO 4 ■ Índice de Monedas e índice de Commodities (2 ene = 100)



FUENTE: BLOOMBERG

negativa entre la probabilidad de alza de tasas y la evolución del dólar entre junio y setiembre: mientras el dólar se apreciaba, por su condición de activo de refugio, la probabilidad de alza de tasas disminuía.

Posteriormente, conforme los mercados financieros se estabilizaban y la aversión al riesgo disminuía, se retomó la alta correlación positiva entre el dólar y la probabilidad de alza de tasas. En los dos últimos meses del año, conforme las condiciones del mercado laboral norteamericano continuaban dando señales de mejora y los funcionarios de la Fed se alineaban en sus posiciones y reiteraban que un alza era altamente probable en 2016, la probabilidad de alza de tasas se vuelve a incrementar (ante expectativas de normalización de la política monetaria de la Fed) y el dólar retoma su apreciación. Ello se materializó en la reunión de diciembre de 2015 por decisión unánime de los miembros del comité de política monetaria de la Fed en medio de una reacción calmada y ampliamente esperada por los mercados financieros.

EVOLUCIÓN DEL DÓLAR EN 2016

En el presente año, los dos factores descritos anteriormente volvieron a influir en la evolución del dólar, pero en sentido opuesto, generándose una depreciación de dicha moneda.

La volatilidad financiera se redujo como se observa en el Gráfico 3 (zona sombreada de verde) al esperarse que los principales bancos centrales mantengan o aumenten sus estímulos, lo cual mejoró las expectativas sobre la economía mundial con respecto a las registradas en enero, donde una nueva caída en el precio del petróleo y de la bolsa de China generó un inicio de año con alta volatilidad y pesimismo sobre el desempeño de la economía mundial.

Entre los bancos centrales que aumentaron sus estímulos resalta el Banco de Inglaterra que, tras

votar el Reino Unido por la opción de abandonar la Unión Europea (Brexit) en el referéndum de junio, disminuyó su tasa de interés de política de 0,50 a 0,25 por ciento en agosto, junto a otras dos medidas para reforzar la reducción de tasas de interés en la economía. Esta medida, esperada por el mercado, ayudó a que se mantenga la reducción de la volatilidad financiera generada en junio tras el resultado de dicho referéndum.

Junto a la reducción de la aversión al riesgo, las expectativas de alza de tasas de interés por parte de la Fed también se redujeron. Así, los mercados financieros esperaban que este proceso sea más gradual de lo que la Fed proyectaba, ante los datos de actividad mixtos de Estados Unidos y las declaraciones entre marzo y abril de Janet Yellen de cautela por parte de la Fed antes de tomar una decisión con respecto a la segunda alza de tasas de interés. Aunque, desde agosto, las declaraciones de la presidenta de la Fed han estado en torno a no descartar alza de tasas en el presente año.

CONCLUSIÓN

Cabe resaltar que las expectativas de un alza de tasas más gradual se materializaron luego de que la Fed redujera sus proyecciones para la tasa de política en su reunión llevada a cabo en setiembre. En dicha reunión, la mediana de las proyecciones de los miembros del comité de política monetaria de la Fed, tiene implícita un aumento de 0,25 por ciento para el 2016, comparado con los cuatro aumentos implícitos en las proyecciones de diciembre de 2015.

Con respecto a la volatilidad financiera, si bien la tendencia ha sido hacia la reducción en el 2016, salvo en el periodo de aversión al riesgo tras el Brexit, conforme se acerque la fecha de las elecciones presidenciales de Estados Unidos, se podría generar un periodo de volatilidad dadas las características de las actuales contiendas electorales.