

# Fortaleza del DÓLAR en un contexto de divergencia de POLÍTICAS MONETARIAS

JEFERSON CARBAJAL\*, JAIME  
MAIHUIRE\*\* Y DANIEL WOONG\*\*\*

La actual divergencia de las políticas monetarias entre los países desarrollados sería una de las principales causales de la apreciación del dólar; sin embargo, vienen surgiendo factores que pueden frenar dicha tendencia.

\* Jefe, Departamento de Análisis Táctico de Inversiones Internacionales del BCRP.

Jeferson.carbajal@bcrp.gob.pe

\*\* Especialista en Análisis Táctico de Inversiones Internacionales del BCRP.

jaime.maihuire@bcrp.gob.pe

\*\*\* Especialista en Análisis Táctico de Inversiones Internacionales del BCRP.

daniel.woong@bcrp.gob.pe

Desde la última gran crisis financiera, distintos bancos centrales alrededor del mundo aceleraron el ritmo de sus políticas monetarias expansivas rebajando sus tasas de interés de referencia a niveles cercanos a cero hasta que sus economías mostrasen signos claros de recuperación. En el caso de EE.UU., la economía empezó a mostrar signos de mejoría cinco años después, por lo que la Reserva Federal de EE.UU. (Fed) anunció en diciembre de 2013 que retiraría paulatinamente su programa de estímulo monetario.

Estas medidas, sumadas a la decisión del Banco Central Europeo (ECB por sus siglas en inglés) de implementar medidas adicionales para impulsar su economía, habrían causado que el dólar americano se aprecie fuertemente llegando hasta un 25% desde junio de 2014 según el índice DXY<sup>1</sup>.

## I. DIVERGENCIA ENTRE POLÍTICAS ¿QUIÉNES ESTÁN EN QUÉ LADO Y POR QUÉ?

La principal acción adoptada por la mayoría de los países desarrollados afectados por la crisis financiera de 2008 fue relajar la economía con tasas de referencia cercanas a cero e implementar una serie de medidas no convencionales. Entre las más efectivas estuvieron el *forward guidance*<sup>2</sup> y la flexibilización cuantitativa o *quantitative easing* (QE, por sus siglas en inglés)<sup>3</sup>, con el principal objetivo de proveer liquidez, anclar las expectativas y reactivar los canales de transmisión de la política monetaria.

Actualmente la situación ha cambiado debido al ciclo económico donde se encuentran estas economías.

Por un lado, tenemos a la Fed, que ya retiró por completo sus estímulos monetarios sobre la economía y cuyo debate se centra actualmente en el momento apropiado para una primera subida de su tasa de interés de referencia y el Banco de Inglaterra, del cual se espera una decisión de subida de tasas en los próximos 24 meses.

Mientras tanto, en la otra cara de la moneda tenemos al Banco de Japón y al Banco Central Europeo los cuales aún continúan con sus programas de estímulo monetario (compras de activos).

Este fenómeno de rumbos diferentes en la política monetaria es denominado divergencia de políticas monetarias y habría empezado en mayo de 2013 cuando comenzaron los rumores del *tapering*<sup>4</sup> por parte de la Fed.

Esto configura el fenómeno denominado “normalización” que es retornar paulatinamente a los niveles de tasas de referencia anteriores a la crisis financiera para el caso del primer grupo de países.

CUADRO 1

### Cambios en la tasa de referencia desde 2014 hasta la fecha

Bancos Centrales		
Regiones	Variaciones (en pbs)	Nivel Actual
Europa	-20,0	0,05%
Canadá	-25,0	0,75%
Suecia	-100,0	-0,25%
Suiza	-87,5	-0,75%
Australia	-50,0	2,00%
Dinamarca	-15,0	0,05%
Noruega	-50,0	1,00%
Corea del Sur	-100,0	1,50%
Perú	-75,0	3,25%

FUENTE: BLOOMBERG.

Sin embargo, es importante aclarar que aún no se ha iniciado la “normalización” dado que dichas economías siguen con una política monetaria relajada.

Las expectativas juegan un rol importante pues sin necesidad que la normalización se inicie, las variables financieras ya incorporan este fenómeno ajustándose por esta vía, lo cual se puede observar en el tipo de cambio, curvas de rendimientos, primas por plazos, spread soberanos, precios de las acciones, aversión al riesgo, flujo de capitales, etc.

## II. FACTORES FUNDAMENTALES QUE FORTALECEN AL DÓLAR FRENTE OTRAS MONEDAS

El principal argumento que ha impulsado esta tendencia ha sido la divergencia de las políticas monetarias de los principales bancos centrales de los países desarrollados.

La racionalidad detrás de estas expectativas de incremento de tasas de interés por parte de la Fed se debe a la recuperación en los distintos indicadores económicos de EE.UU., los cuales han mostrado una mejora significativa desde su punto más bajo en la crisis de 2008, mientras que por el lado de Europa y Japón los indicadores aún mantienen un sesgo pesimista.

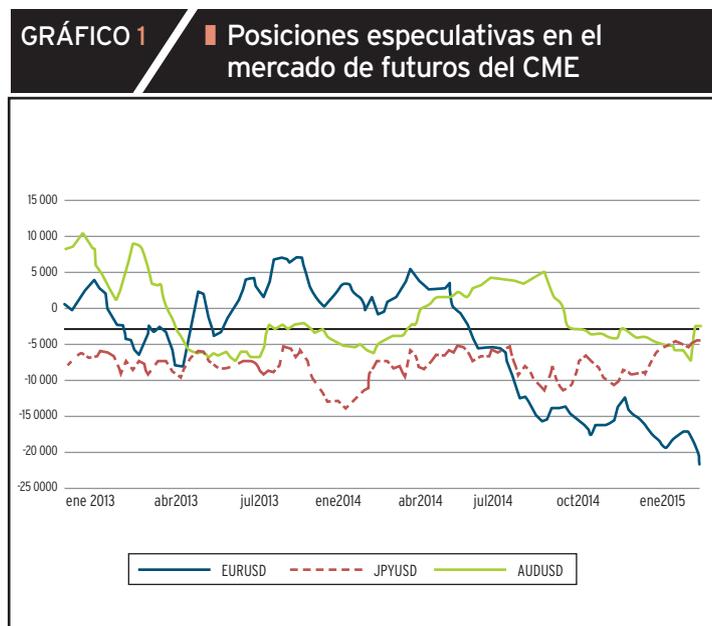
Específicamente, uno de los indicadores económicos en donde se puede apreciar con mayor énfasis esta divergencia es en la tasa de desempleo. Esta variable ha caído consistentemente en EE.UU. desde la implementación de su primer programa de estímulo monetario en 2008 de niveles cercanos a 10% hasta 5,5% en que se encuentra actualmente, y que según las declaraciones iniciales de la Fed, estaría en el punto superior de su rango de pleno

<sup>1</sup> Índice que mide la fortaleza relativa del dólar frente a una canasta de monedas que incluyen al Euro, libra esterlina, yen, franco suizo, entre otras.

<sup>2</sup> Herramienta de política monetaria a través de la cual la Fed comunica al público en general cuánto tiempo más se mantendrán las tasas en niveles mínimos.

<sup>3</sup> El término *quantitative easing* se refiere a la compra de bonos soberanos por parte de los bancos centrales con el objetivo de reducir aún más las tasas de interés y estimular la economía.

<sup>4</sup> Reducción paulatina de las compras de bonos (estímulos monetarios) de la Fed.



FUENTE: BLOOMBERG, HSBC.



FUENTE: NATIXIS Y BLOOMBERG.

empleo.<sup>5</sup> En contraste, si bien ha habido mejoras en el desempleo de la Eurozona desde sus máximos a inicios de 2013 cuando registró una tasa de 12%, sus niveles actuales de 11,3% no representan una mejora sustancial, más aún, si se consideran las tasas cercanas a 20% en los países de la periferia (como lo es en el caso de España y Portugal).

Otro factor importante es la inflación. Cabe destacar que la fuerte caída en el precio del petróleo registrado durante 2014 ha sido un factor común que ha ponderado fuertemente en el desempeño de la inflación tanto en EE.UU. como en la Eurozona. Sin embargo, tomando en cuenta las diferencias por este efecto, la inflación de EE.UU. sigue siendo más alta que la europea.

La divergencia se consolida y genera una fuerte apreciación del dólar cuando los bancos centrales de países desarrollados profundizan sus políticas monetarias expansivas recortando las tasas de referencia. El efecto se ve claramente cuando el Banco Central Europeo reduce su tasa de referencia en 10 puntos básicos (pbs) en junio de 2014 y luego, en setiembre del mismo año, nuevamente 10 pbs además de anunciar la implementación de medidas adicionales con el objetivo de reactivar el canal crediticio al sector privado. Del mismo modo, otros países desarrollados redujeron sus tasas como muestra de flexibilización monetaria (ver Cuadro N°1) lo cual depreció sus monedas contra el dólar.

Por su parte, el gráfico N°1 nos muestra las posiciones especulativas netas en el mercado de futuros que cotizan en el Chicago Mercantile Exchange (CME). Aquí se puede apreciar una clara tendencia a favor del dólar americano, el cual se ha fortalecido

en los últimos trimestres de 2014, en contraposición con algunas de las principales monedas a nivel global.

Lo anterior quiere decir que habría más posiciones compra en el dólar por parte de los especuladores<sup>6</sup> y, en contraparte, estarían vendiendo (posición corta<sup>7</sup>) las otras monedas para cada par, lo cual significaría que estos esperan que el dólar continúe con su tendencia alcista.

Sin embargo, si se ve la tendencia a largo plazo de este gráfico, uno puede apreciar que estas posiciones cortas (vendedoras) en el resto de monedas en contraparte al dólar americano se encuentran en mínimos históricos, razón por la cual uno podría cuestionarse hasta cuándo podría continuar la tendencia alcista del dólar o en cualquier caso, si es que dicha tendencia estaría alimentada por posiciones especulativas que no tendrían como base los fundamentos de crecimiento de la economía norteamericana.

### III. FACTORES COYUNTURALES QUE PODRÍAN DETENER LA FORTALEZA DEL DÓLAR

#### Sobrerreacción del dólar:

En la actualidad, si se compara la apreciación del dólar con el movimiento de ciertas variables financieras, parece haber una sobre reacción de la moneda (principalmente guiada por la especulación y el posicionamiento estratégico).

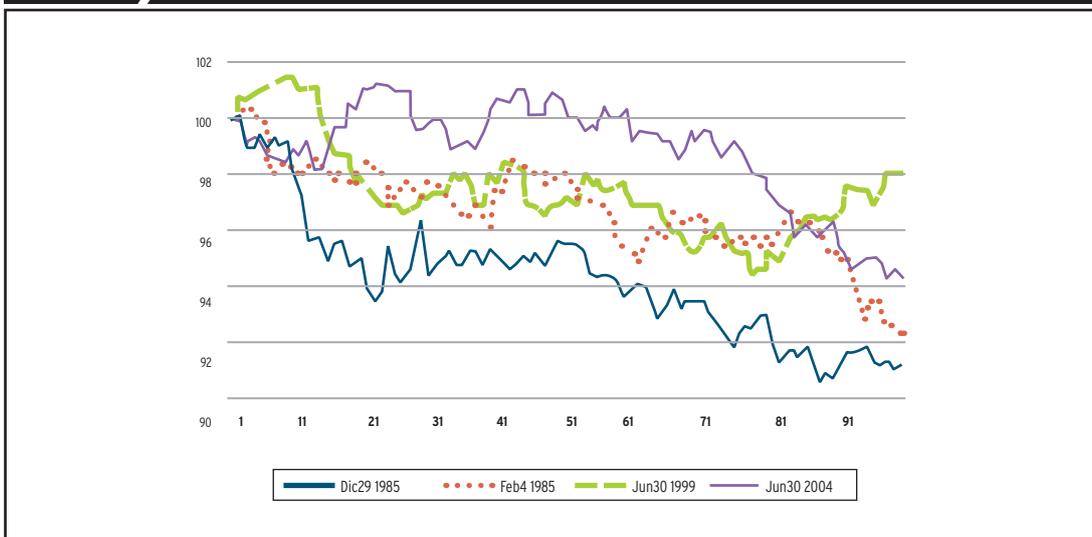
En el Gráfico N°2 se muestra que el promedio del precio de los bonos de gobierno norteamericano ha seguido el movimiento del DXY, pero últimamente hay una sobre reacción del indicador de la moneda.

<sup>5</sup> Cabe resaltar que dicho rango se encontraba inicialmente entre 5,2% y 5,5% según las cifras publicadas por la Fed en diciembre de 2014. Actualmente, este rango se actualizó luego de las cifras positivas sobre el desempleo de marzo a 5,0% y 5,2%.

<sup>6</sup> Se refiere a un grupo de inversionistas que no busca tomar posiciones en futuros con fines de cobertura.

<sup>7</sup> Posición que asume un inversionista al vender contratos de futuros.

**GRÁFICO 3** ■ Evolución del dólar luego de la primera subida de tasas de interés de la Fed (Meses luego del primer incremento)



FUENTE: BLOOMBERG, HSBC.

Adicionalmente, si se analizan los episodios pasados en el que la Fed subía su tasa de interés de referencia, en general, el dólar se depreciaba luego del primer incremento de dicha tasa tal como se muestra en el gráfico N°3.

Este fenómeno se debería a que el mercado suele materializar sus expectativas acerca de la posible fecha en que se produciría un evento de política monetaria (ej. una subida en la tasa de referencia) sobre la base del lenguaje, comunicados, entrevistas y proyecciones económicas de la Fed y sus principales miembros, así como por la evolución y patrones que toman ciertos indicadores del mercado financiero.

Por ello, los inversionistas tenderían a tomar posiciones largas en el dólar (comprar) muchos meses previos al primer incremento de tasas, en tanto que cuando se produce el incremento, algunos suelen realizar sus ganancias (vendiendo), razón por la cual la tendencia alcista del dólar se revierte.

### CRECIMIENTO LENTO DE LOS SALARIOS:

El proceso de desinflación (reducción de la inflación) mundial y la baja productividad per cápita en EE.UU. ha llevado a un ínfimo crecimiento en los salarios nominales, variable que es seguida muy de cerca por la Reserva Federal para considerar subir su tasa de referencia.

### FORTALECIMIENTO DE LA ECONOMÍA EUROPEA Y RECUPERACIÓN DE LA INFLACIÓN:

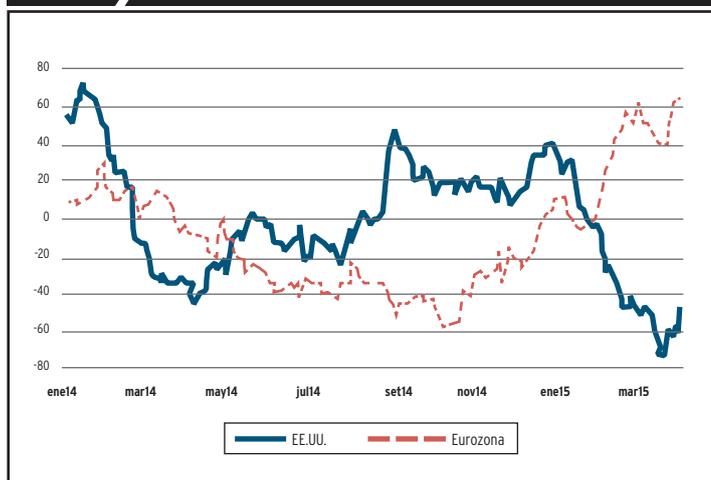
Este es uno de los riesgos latentes más importantes puesto que son dos de las economías cuyas políticas

monetarias son más opuestas (EE.UU. y Europa). Asimismo, si se analizan los índices de sorpresa económica<sup>8</sup> de ambas, uno podrá ver que la economía europea ha mejorado por encima de lo esperado desde fines de 2014, en contraste con EE.UU., como se aprecia en el Gráfico N°4.

### CAMBIO EN EL LENGUAJE Y PROYECCIONES DE LA RESERVA FEDERAL:

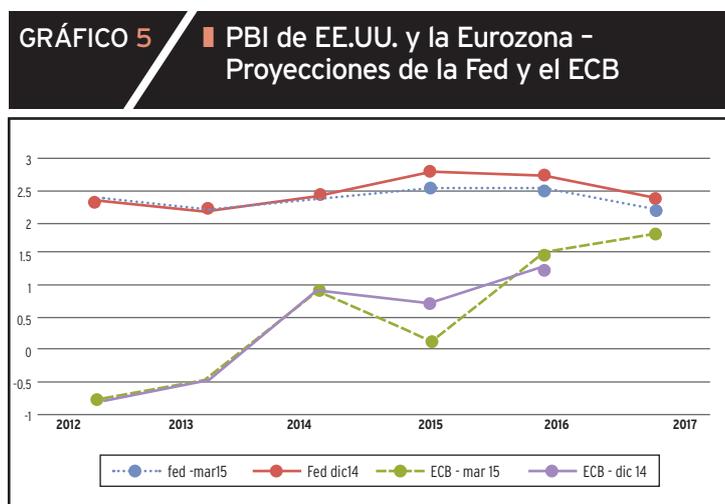
Adicionalmente, otras razones por las que el nivel general de las tasas de interés es mayor en EE.UU. que en Europa, lo que a su vez desencadenaría en una mayor demanda del dólar como moneda de inversión, son las expectativas que tiene el mercado sobre el potencial de crecimiento que tiene una

**GRÁFICO 4** ■ Índices de sorpresa económica de la Eurozona y EE.UU. (CESI\*)

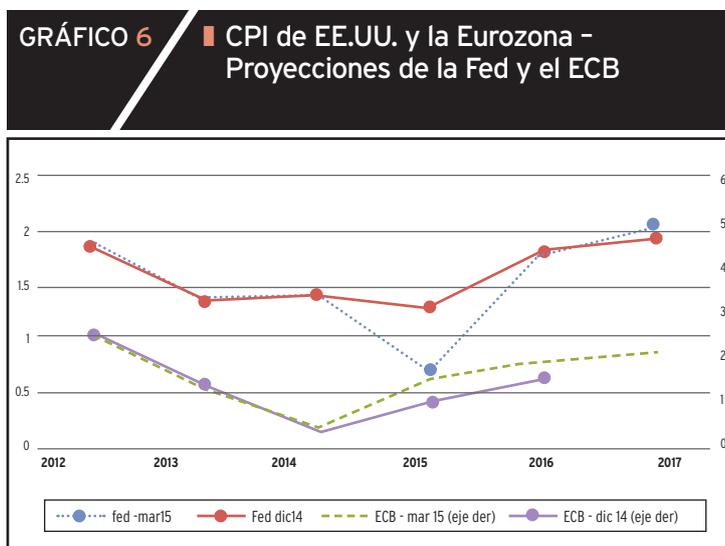


\* SIGLAS EN INGLÉS DE CITI ECONOMIC SURPRISE INDEX.

<sup>8</sup> Indicadores que miden la diferencia entre los datos económicos publicados y los datos de encuestas a especialistas.



FUENTE: BLOOMBERG, RESERVA FEDERAL DE EE.UU. Y BANCO CENTRAL EUROPEO.  
\*LÍNEAS ENTRECORTADAS CORRESPONDEN A PROYECCIONES DE LOS BANCOS CENTRALES.



FUENTE: BLOOMBERG, RESERVA FEDERAL DE EE.UU. Y BANCO CENTRAL EUROPEO.  
\*LÍNEAS ENTRECORTADAS CORRESPONDEN A PROYECCIONES DE LOS BANCOS CENTRALES.

economía, las cuales a su vez toman en cuenta las proyecciones de crecimiento e inflación que hacen los bancos centrales, ya que sobre la base de estas cifras es que se tomarían las decisiones de política monetaria.

Si se analizan los gráficos N°5 y N°6, se puede ver una tendencia más favorable en el PBI e inflación de EE.UU. que en la Eurozona. Consecuentemente, se aprecia que en 2014<sup>9</sup> la inflación en la Eurozona fue significativamente menor a la de EE.UU., razón por la cual se decidió implementar un programa de compra de activos a inicios de 2015, mientras que en EE.UU. la mayor inflación incrementaría las probabilidades de un aumento de tasas de interés por parte de la Fed en un futuro cercano.

Por otro lado, hay que recalcar la importancia de los cambios en el lenguaje utilizado por la Reserva Federal al momento de medir las expectativas que tienen sobre la evolución de la eco-

nomía. En ese sentido, se ha podido ver cambios paulatinos en las declaraciones de la Fed en los últimos años.

En primer lugar, un primer cambio observado en dichas declaraciones fue el retiro de niveles preestablecidos por la Fed sobre un nivel de desempleo óptimo de 6,5% como referencia para un posible aumento en la tasas de interés, para ser cambiado por el término “máximo empleo”, ya que la mejora continua en dicha variable hubiera obligado a la Fed a subir sus tasas de haber alcanzado ese nivel (lo cual habría sido contraproducente ya que otros indicadores aún no mostraban una mejora significativa como es el caso de los salarios).

En segundo lugar, se ha cambiado gradualmente las palabras empleadas para calificar el estado de la economía norteamericana al pasar de “una expansión moderada de la actividad económica y un nivel de desempleo que permanecía aún en niveles elevados” a mediados de 2013, a “un contexto de expansión de la economía a un ritmo sólido y mejoras en las condiciones del mercado laboral y fuertes ganancias en empleo y tasa de desempleo” a inicios de 2015. Este último hecho habría tenido un impacto adicional en el dólar americano, causando que se apreciara cerca de 10% respecto al cierre de 2014.

#### IV. CONCLUSIONES

El principal factor que explica la fortaleza del dólar es la divergencia de política monetaria entre las principales economías desarrolladas. La parte del ciclo en que se encuentra EE.UU., el cual se ve en sus distintos indicadores económicos, muestra que la subida de tasas es el siguiente paso, pero este no se dará mientras la inflación y en especial, el crecimiento de los salarios nominales muestren una clara recuperación.

Por otro lado, se ha corroborado que los fundamentos de varios países europeos no se encuentran en su mejor momento, razón por la cual muchos de sus bancos centrales redujeron sus tasas de referencia en más de una ocasión, lo cual ha exacerbado aún más la divergencia entre las políticas monetarias y, por ende, ha repercutido en la mayor fortaleza del dólar.

Sin embargo, es importante recordar que hay ciertos riesgos que podrían afectar al desempeño del dólar en el mediano plazo como una mejora sustancial en la economía europea o una mayor lentitud en el crecimiento de los salarios en EE.UU., lo cual tendría un impacto directo en la inflación subyacente. Finalmente, podría ocurrir una corrección en el dólar luego de que la Fed decida subir sus tasas siguiendo la norma histórica y apoyada en la sobre reacción que habría tenido el dólar en esta última racha alcista.

<sup>9</sup> Particularmente, este periodo es de especial interés debido a la fuerte apreciación que ocurrió en él.