



Comentario Económico

Investigaciones Económicas

Resumen

- *Luego de tocar máximos de 20 años en octubre del año pasado, impulsado por el agresivo endurecimiento monetario de la Fed y un incremento significativo de los niveles de incertidumbre global, la tendencia del dólar en los mercados mundiales ha sido marcadamente bajista. Dicha tendencia se ha intensificado en lo corrido de 2023.*
- *Esta depreciación del dólar ha revivido, una vez más, la discusión sobre su rol como moneda de reserva dominante. Los bancos centrales han venido diversificando su portafolio de reservas internacionales desde comienzos del nuevo milenio, haciendo que la participación del dólar dentro del saldo total de reservas administradas haya disminuido más de 10 p.p. a la fecha.*
- *Sin embargo, buena parte del reciente comportamiento del dólar obedece a fluctuaciones naturales de corto plazo en el ciclo nominal-real entre EEUU y el resto del mundo, y no a una tendencia estructural de largo plazo que marcaría el fin de su hegemonía en el comercio mundial. La participación del dólar en las reservas internacionales sigue superando holgadamente la barrera del 50%.*
- *Aunque la volatilidad del dólar se ha incrementado por la menor ponderación dentro de los activos de reserva, su valor relativo no ha sufrido un cambio estructural en casi dos décadas. Esto revela una clara preferencia por dólares para realizar transacciones internacionales, en función de su estabilidad como medio de pago.*
- *Además, la demanda de dólares como activo de refugio continúa siendo elevada y goza de unas características únicas que, por ahora, ningún otro activo líquido tiene. Esto se evidencia en la relación positiva e histórica que aún persiste entre los niveles de aversión al riesgo y la valoración relativa del dólar frente a otras divisas de reserva.*

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

La reciente debilidad del dólar de EEUU (USD) a nivel mundial ha revivido, una vez más, la discusión sobre su rol como moneda de reserva dominante. Luego de alcanzar máximos de 20 años en octubre del año pasado, la tendencia del USD a la fecha ha sido marcadamente bajista (ver “Inversionistas mirando hacia 2024” en [IMC – Marzo de 2023](#)) y la mayoría de pronósticos apuntan a que dicha tendencia se prolongaría en los años venideros.

Buena parte de lo anterior se sustenta en factores de corto plazo, como el creciente apetito por riesgo tras el episodio de volatilidad que suscitó la inestabilidad del sistema bancario de EEUU en marzo (ver “Nada envidiable ser la Fed” en [CE – Marzo 22 de 2023](#)). El cierre de divergencias nominales entre EEUU y otras economías avanzadas, particularmente en tasas de interés, también ha desestimulado la demanda especulativa de USD en semanas recientes (ver “Punto de inflexión” en [IMDP – Marzo de 2023](#)).

El papel hegemónico del USD inicia con fuerza desde los acuerdos de Bretton Woods en 1944. En dichos acuerdos se establecieron varios objetivos de cooperación financiera-monetaria mundial¹ y se añadió al USD como un equivalente de respaldo para la liquidación de toda transacción internacional, además del oro. Así, se fijó una tasa de conversión, por cada onza de oro, equivalente a 35 USD.

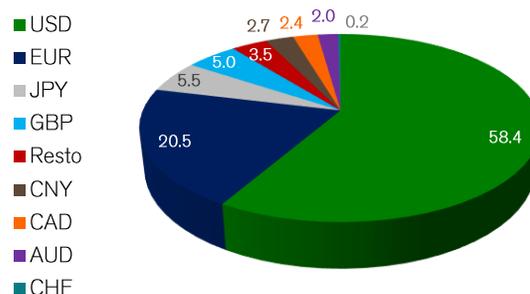
Después de la segunda guerra mundial, EEUU no sólo había acumulado un acervo significativo de oro, sino además se había consolidado como la economía más grande y sólida a nivel global. Por definición, el estatus de EEUU otorgaba una garantía intrínseca al USD como la principal moneda de reserva internacional.

El incipiente sistema tuvo un normal funcionamiento hasta finales de la década de los 60 y principios de los 70 del siglo pasado, cuando las reservas de oro de EEUU

alcanzaron niveles críticamente bajos² y suscitaban serios problemas de liquidez. EEUU decidió abandonar el patrón de conversión de los acuerdos en 1971 y la tasa de cambio USD-oro del sistema migró a otra donde el activo de referencia para medir los tipos de cambio fue el USD.

En la actualidad, la mayoría de las economías siguen utilizando como referencia el USD para establecer el valor de la tasa de cambio en ambientes de mercado (o sistemas de libre flotación del tipo de cambio).

Gráfico 1. RIN mundiales distribuidas por monedas en 4T22



Fuente: FMI. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Durante las últimas dos décadas, otras divisas de reserva han emergido y muchos Bancos Centrales (BC) diversificaron sus Reservas Internacionales (RIN), reduciendo la participación del USD dentro del total de dichos activos. Decisiones de política monetaria ultra expansivas, cambios estructurales en la economía de EEUU, y la llegada de las criptomonedas, también han alimentado la discusión en torno a la hegemonía del USD.

Sin embargo, el USD sigue siendo el rey. Es el activo de referencia preferido no sólo para las transacciones internacionales de bienes y servicios de las empresas y hogares, sino también para los inversionistas y los propios BC. Eso ha quedado en evidencia durante todos los episodios de aversión al riesgo en los últimos 20 años, donde la volatilidad del USD fue elevada pero nunca perdió valor relativo frente a otros activos de reserva.

¹ Entre los más importantes se destacan: i) impulsar el crecimiento económico a través del comercio internacional; ii) reducir el proteccionismo e instaurar la cooperación monetaria mundial; iii) promover la estabilidad de los tipos de cambio; iv) crear un sistema

multilateral de pagos; y v) establecer una base de reserva como colaterales para garantizar las transacciones internacionales.

² Hacia finales de los años 60, y ante las crecientes preocupaciones por la estabilidad del nuevo sistema, muchos países europeos canjearon con la Fed reservas que tenían en USD por oro.



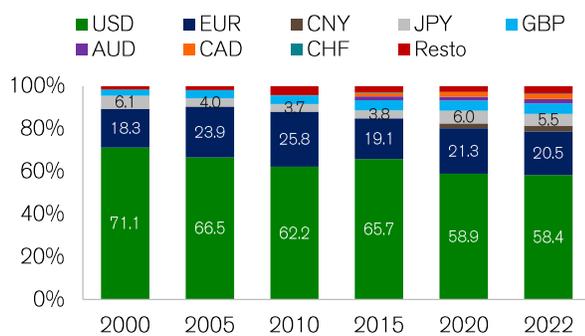
El USD, como cualquier otro tipo de dinero fiduciario, cumple sus funciones de ser medio de pago, unidad de cuenta y depósito de valor. Además, satisface unas condiciones únicas de activo de reserva como: i) refugio o activo contra riesgo; ii) volatilidad baja de su valor intrínseco; y iii) alta liquidez (relativa a otros activos).

Y no sólo eso: EEUU continúa siendo la economía más grande del mundo. Eso significa que la determinación del valor intrínseco del USD reposa en la confianza que ofrece el ser emitido y respaldado por la Reserva Federal (Fed), que es el BC de EEUU.

Diversificación de reservas

El USD representa a la fecha un 58% de las RIN asignadas que administran los BC en el mundo (Gráfico 1). Hacia finales de la década de los 90 del siglo XX y comienzos del nuevo milenio, la participación del USD ascendía hasta un 71%, y entre 2005 y 2015 fue del orden de 65%. Esto evidencia una clara desconcentración del USD dentro del total de activos de las RIN en los últimos 20 años, perdiendo algo más de 10 p.p. de participación.

Gráfico 2. Evolución RIN mundiales en últimas dos décadas



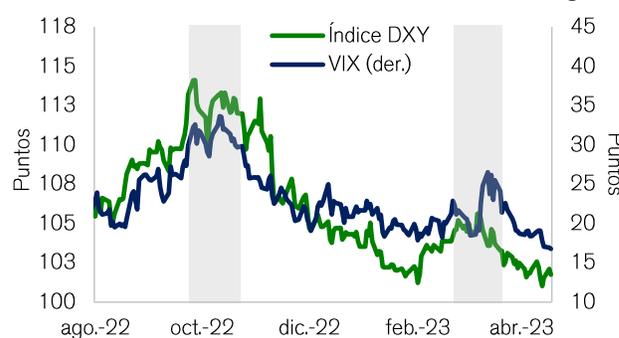
Fuente: FMI. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Las monedas que han ganado participación son principalmente el euro (EUR) y la libra esterlina (GBP). La primera de ellas representaba el 18% de las RIN a nivel mundial hacia el año 2000, y actualmente pesa un 20.5%. Asimismo, la participación de las RIN denominadas en GBP pasaron de ser menos del 3% a comienzos del nuevo

milenio hasta el actual 5%. En los últimos años, la participación del yuan chino (CNY) también ha venido aumentando hasta un 2.7% (Gráfico 2).

Algunos analistas esperan que esta tendencia se prolongue en los próximos años, a medida que los BC sigan diversificando la composición de sus RIN con monedas distintas al USD, especialmente los de economías en vía de desarrollo y mercados emergentes. Allí sobresalen países como China y Rusia, que ya han anunciado su intención de desmarcarse del USD para apuntalar sus relaciones comerciales.

Gráfico 3. Relación entre USD vs aversión al riesgo



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Según un estudio del Fondo Monetario Internacional (FMI), el valor del USD relativo a otras divisas de reserva no ha experimentado cambios importantes durante los últimos 20 años, pero sí ha tenido una fuerte volatilidad.

En promedio, cerca de un 80% de su varianza se explica por la recomposición del USD en las RIN mundiales desde 1999, producto de la diversificación que han ejecutado los BC. El restante 20% puede explicarse por la intervención cambiaria de los BC en apoyo a sus monedas contra el USD³.

De lo anterior se puede desprender una conclusión muy interesante: el hecho de que el valor relativo del USD no haya experimentado cambios importantes durante ese periodo de tiempo, a pesar de la reducción en la participación de USD en las RIN, es un reflejo de la fuerte

³ Arslanalp, S. & Simpson-Bell, C. (2021). *El porcentaje del dólar de EEUU en las reservas mundiales de divisas cae a su mínimo en 25 años*. IMF Blog - Mayo 5 de 2021.



demanda global que aún persiste por USD a nivel internacional.

No en vano, cerca del 90% de las transacciones en el comercio mundial se siguen realizando con USD. Además, más allá de esta diversificación de RIN en las últimas dos décadas, la participación del USD dentro de esos activos administrados por los BC sigue siendo, en cualquier caso, muy elevada (cerca del 60%).

Moneda de reserva dominante

En situaciones de estrés financiero, muchos inversionistas y agentes de la economía buscan refugiarse en activos de refugio, revelando una marcada y clara preferencia en su demanda por USD.

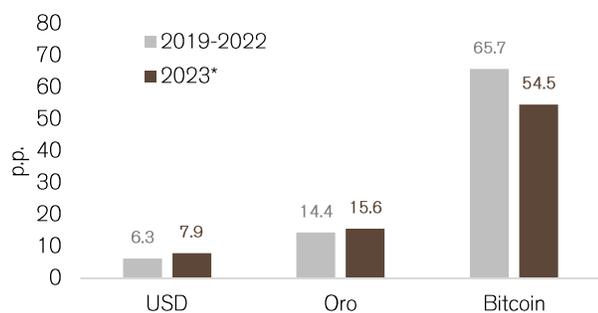
Un buen ejemplo de los anterior es la relación histórica (que todavía persiste) entre los episodios de turbulencia y la cotización internacional del USD. Cuando la aversión al riesgo aumenta por alguna situación de inestabilidad económica y/o financiera, el valor relativo del USD frente a otros activos de reserva también lo hace.

(Gráfico 4). El punto de comparación es aún más marcado contra las criptomonedas, que son activos surgidos en los últimos años como alternativa para reducir la hegemonía del USD en el futuro, pero que en la actualidad difícilmente cumplen con las características propias de un activo de reserva.

Por expectativas racionales, es de esperar que el USD siga siendo la moneda de reserva dominante a nivel internacional en el mediano plazo. Naturalmente, sus fluctuaciones de corto plazo seguirán asociadas al ciclo nominal y real de la economía mundial, sin que ello signifique el final abrupto de su papel como moneda de reserva dominante.

En un próximo informe daremos continuidad a este análisis sobre la hegemonía del USD, haciendo énfasis en los factores temporales y estructurales que están creando un nuevo orden determinístico en su valoración relativa.

Gráfico 4. Volatilidad 1MA* del USD vs otros activos



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Desviación estándar de 20 días (1 mes) anualizada.

Esa relación se mantuvo durante los últimos dos focos de inestabilidad en el mercado de EEUU, ocurridos en octubre de 2022 y marzo de 2023. En ambos casos, tanto el USD como la aversión al riesgo (medida con el índice VIX) aumentaron (Gráfico 3).

La otra cara de la misma moneda es la característica inherente de una baja volatilidad de la cotización del USD frente a otros activos de refugio. La evidencia empírica muestra que el grado de dispersión del USD es apenas la mitad de la de otros activos de refugio como el oro



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.
