

FOCUS · Paridad, ¿esta vez sí?

Desde que, en abril de 2008, el tipo de cambio entre el euro y el dólar alcanzara el máximo histórico de 1,6 dólares por euro, la moneda única ha ido perdiendo posiciones respecto al dólar. Ello ha sido motivado, en parte, por la divergencia creciente entre la política monetaria de la Reserva Federal (Fed) y la del BCE: mientras que en EE. UU. la Fed ha empezado a subir el tipo de referencia, en Europa los tipos de interés se han mantenido relativamente estables. Más recientemente, la elección de Donald Trump y la posibilidad de que su Administración lleve a cabo una política fiscal expansiva en una economía que opera cerca de su plena capacidad productiva han hecho aumentar las expectativas de inflación en EE. UU., lo que ha ampliado el diferencial de rentabilidad entre los bonos estadounidenses y los europeos (especialmente en el tramo largo de la curva).

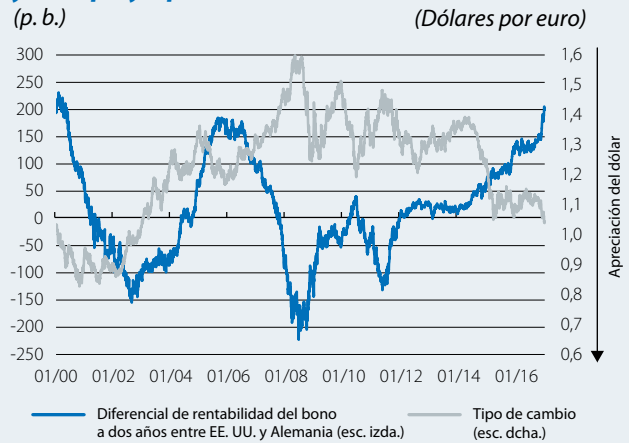
Como muestra el primer gráfico, cuando aumenta la diferencia entre el tipo de interés del bono estadounidense a dos años y el tipo de interés del bono alemán a dos años (*spread*), el euro se suele depreciar frente al dólar. Por ejemplo, a lo largo de 2014, cuando el *spread* de los bonos a dos años aumentó en 62 p. b., el euro se depreció un 12% respecto al dólar. Ello ocurrió cuando las políticas monetarias de la Fed y del BCE empezaron a divergir: mientras la Fed llevaba a cabo una reducción sostenida del programa de compras de activos (*tapering*), el BCE anunciaba la implementación de medidas de política monetaria no convencionales. Desde entonces, las diferencias entre los tipos de interés han ido en aumento y el euro ha seguido perdiendo valor respecto al dólar.

En 2017, todo apunta a que la divergencia entre la política monetaria que se llevará a cabo en EE. UU. y la de la eurozona seguirá aumentando. Mientras que la Fed subirá el *fed funds rate* en 0,75 p. p., según las previsiones de los miembros del comité de gobierno de la Fed (véase el Focus «La estrategia de la Fed en 2017: pasos más firmes, pero cautelosos» en este *Informe Mensual*), el BCE ha anunciado que alargará el programa de compra de activos hasta diciembre de 2017 y no se espera que empiece a subir el tipo de referencia hasta mediados de 2019. Para identificar el impacto directo de los tipos de interés sobre el tipo de cambio, analizamos la relación histórica entre el diferencial de intereses y el tipo de cambio en los días en los que ha habido reunión del comité de gobierno de la Fed (FOMC).¹ Los resultados revelan que, a pesar de que la apreciación del dólar ha sido muy importante en los últimos trimestres, todavía tiene cierto recorrido. Por ejemplo, si tal y como prevé el consenso de analistas el aumento del *spread* es de 20 p. b. en 2017, el dólar se apreciaría un

1,7% este año. En cambio, si se confirman las previsiones de CaixaBank Research y el *spread* aumenta en 75 p. b., el dólar se situará muy cerca de la paridad con el euro.

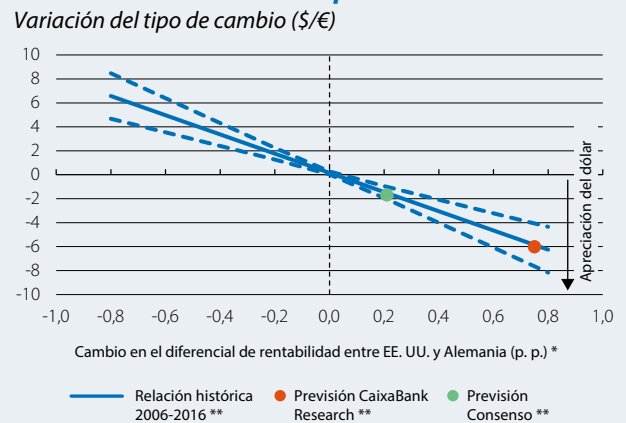
No obstante, más allá de la tendencia a apreciarse del dólar, la volatilidad del tipo de cambio seguirá siendo relativamente alta, en parte por la elevada incertidumbre sobre los factores que deben guiar las políticas monetarias de la Fed y del BCE, como el efecto de las políticas de la Administración Trump, las consecuencias del *brexit* o las contiendas electorales europeas de los próximos meses.

Diferencial de rentabilidad entre EE. UU. y Europa y tipo de cambio



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Impacto de cambios en el diferencial de rentabilidad sobre el tipo de cambio



Notas: Las previsiones se refieren al aumento del *spread* esperado entre el 4T 2016 y el 4T 2017. Intervalo de confianza: 95%. * Diferencial de rentabilidad de la deuda pública a dos años. ** Se calcula analizando la relación entre el diferencial de rentabilidad y el tipo de cambio en los días en que el comité de gobierno de la Fed (FOMC) se reúne.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Thomson Reuters y Bloomberg.

1. El periodo de referencia analizado es 2006-2016.