

Sobre el moviment d'anada i tornada del (king) dòlar

En un any caracteritzat per les pèrdues generalitzades als mercats financers, si hi ha un actiu que va destacar en positiu durant molts mesos del 2022 va ser el dòlar nord-americà. La seva apreciació, en termes nominals efectius, va assolir el 16% en els nou primers mesos de l'any, el major avanç des del 2015, any en què la Reserva Federal va aturar íntegrament les compres netes de bons després del tempestuós *taper tantrum*.

L'any passat, la fortalesa del dòlar va ser particularment marcada enfront de l'euro. I és que el bitllet verd va tancar per sota de la paritat en relació amb la moneda comuna europea en 46 sessions de l'any i va assolir un mínim de 0,959 al final de setembre, el nivell més baix des de la introducció de l'euro fa ja dues dècades.

No obstant això, més que aquest moviment d'anada, potser el que més ha sorprès els analistes ha estat la rapidesa del moviment de tornada. Així, entre el final de setembre i el final de febrer, el dòlar es va depreciar el 6% en termes nominals efectius i el 10% enfront de l'euro i va cotitzar prop de l'1,07, un nivell no vist des de fa gairebé un any.

Atesa la intensitat d'aquest moviment, en aquest Focus, explorem què explica aquest canvi de tendència i fins a quin punt pot tenir recorregut.

Refugi verd en plena tempesta financera

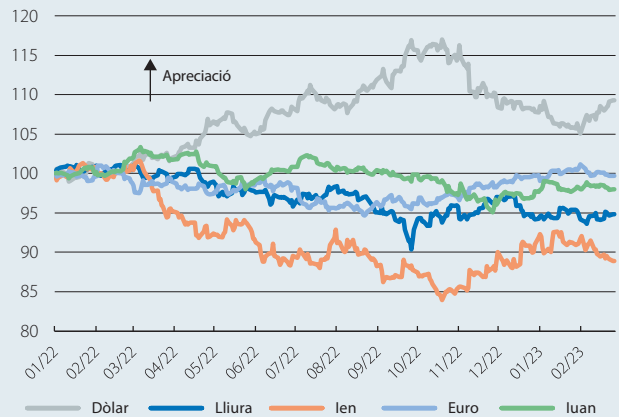
Per respondre aquestes preguntes, partim d'una anàlisi dels factors que expliquen l'enfortiment del dòlar fins a l'octubre del 2022.

En primer lloc, destaquem la demanda del dòlar com a actiu refugi. I és que, en un any eclipsat pels últims efectes de la pandèmia i, sobretot, per la invasió de Rússia a Ucraïna, no és estrany que els inversors, seguint un patró típic en períodes d'incertesa i de volatilitat elevades, optessin per cobrir una part del risc incrementant les seves posicions «llargues» en la moneda verda (és a dir, comprant actius denominats en dòlars). Aquest factor és particularment rellevant en el context actual de tensions inflacionistes, de disruptions als mercats de primeres matèries i, en especial, d'incertesa sobre el subministrament energètic.

Associat al punt anterior, els termes d'intercanvi en el comerç exterior van millorar als EUA, que són un exportador net d'energia, en relació amb altres grans blocs econòmics, en especial enfront de la UE. A la zona de l'euro, de fet, segons les dades de la balança de pagaments, el 2022 es va tancar amb un saldo negatiu al compte corrent (el -0,8% del PIB *versus* el +2,3% del 2021), el primer any amb dèficit extern des del 2011, en el pic de la crisi del deute sobirà. Aquests factors van exercir pressió a la baixa sobre el tipus de canvi de l'euro amb el dòlar.

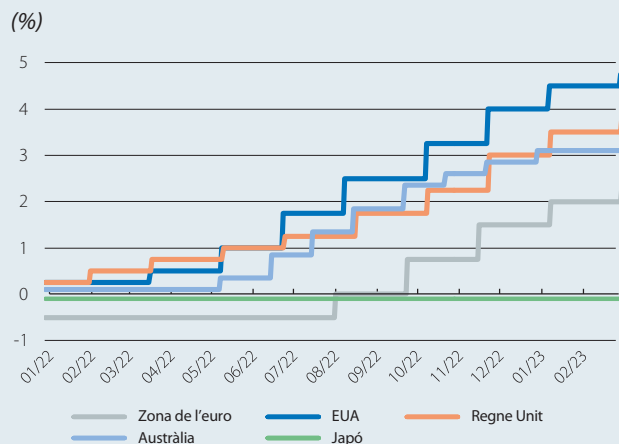
Divises: tipus de canvi nominal efectiu

Índex (100 = gener 2022)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg i del Bank for International Settlements.

Tipus d'interès oficials dels principals bancs centrals



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

Per la seva banda, la Reserva Federal dels EUA ha estat al capdavant del procés d'enduriment monetari al grup d'economies avançades, amb pujades de tipus oficials acumulades de 450 p. b. i amb l'inici del *quantitative tightening* fins i tot abans de l'estiu. Aquesta contundent resposta va ampliar el diferencial dels tipus d'interès als EUA en relació amb altres blocs econòmics, tant als mercats monetaris com als de deute sobirà, la qual cosa va afavorir l'entrada de fluxos cap a aquest país (vegeu el segon gràfic).

Finalment, el procés de recuperació econòmica dels EUA en el període postpandèmia ha estat més ràpid i sòlid que en altres països desenvolupats, a conseqüència de les quantioses rondes d'estímul fiscal aprovades en els últims anys. A la zona de l'euro, en canvi, el fort creixement en el conjunt del 2022 reflecteix, d'una banda, el rebot associat al procés de reobertura en la primera mei-

tat de l'any, però, de l'altra, un creixement de «més a menys» i gairebé estancat en un segon semestre dominat per la crisi energètica.

Tipus de canvi euro/dòlar: retorn a l'equilibri?

En termes generals, una gran part d'aquests factors, tot i que encara persisteixen de forma tangible damunt la taula, han perdut embranzida a partir del novembre. I és que, malgrat l'extensió de la guerra a Ucraïna, els mercats energètics s'han estabilitzat i, de retruc, la millora en els termes d'intercanvi als EUA s'ha desinflat. De manera simètrica, els termes d'intercanvi i les previsions econòmiques per a Europa han millorat. Per la seva banda, sembla que la Fed emet senyals que el final de l'enduriment monetari s'acosta, situació que sembla més llunyana per al BCE.

En conjunt, aquests elements ajuden a entendre el moviment de retorn del dòlar iniciat a la tardor, en particular enfront de l'euro, que, malgrat la volatilitat de les últimes setmanes, recupera gairebé la totalitat del que havia perdut des del maig de l'any passat. No obstant això, la moneda comuna va tancar el mes de febrer cotitzant en nivells històricament baixos enfront del dòlar, el 6% inferior a la mitjana dels cinc anys previs i el 12% per sota de la mitjana de les dues últimes dècades, la qual cosa suggereix que almenys, *a priori*, la tendència dels últims mesos pot tenir recorregut.

Efectivament, segons els models econòmics convencionals, el tipus de canvi euro/dòlar (EUR/USD) encara es troba per sota de la major part d'estimacions del tipus de canvi anomenat d'«equilibri», les quals estimen el tipus de canvi de dues economies en funció dels fonaments macroeconòmics, que són els que mesuren els desequilibris interns (relacionats amb el creixement potencial, amb els seus components i amb la seva relació amb el cicle econòmic) i externs (com el dèficit al compte corrent o la posició d'inversió internacional), així com variables que mesuren el diferencial en els tipus d'interès de referència.¹

D'acord amb algunes estimacions, per exemple, el tipus de canvi d'equilibri de l'EUR/USD es podria situar al voltant de l'1,20, és a dir, al voltant del 10% per damunt del tancament del febrer.² Per la seva banda, les estimacions a partir de la teoria de la paritat de poder de compra (PPP, per les sigles en anglès) mostren un tipus de canvi que

rondaria l'1,20 (utilitzant l'índex BigMac) o l'1,30 (utilitzant l'IPC).³

Malgrat la bretxa amb la cotització actual de l'EUR/USD, la veritat és que és poc probable que l'hipotètic retorn a aquests nivells d'equilibri es doni sense volatilitat o sense períodes amb nous alts i baixos; aquestes fluctuacions estan vinculades a un conjunt de factors d'ordre cíclic, conjuntural i estructural. A CaixaBank Research, el nostre escenari central projecta que, en els propers trimestres, l'euro tendirà a apreciar-se enfront del dòlar, tot i que ho farà de forma molt moderada, fins a l'1,10 al final de l'any. A mitjà termini, projectem que pot retornar a un nivell pròxim a l'1,25. De cara als dos propers anys, la senda s'ajusta força a l'esperada pel consens d'analistes (1,11 en el 4T 2023 i 1,14 en el 4T 2024, segons Bloomberg).

Balanç de riscos

El nostre escenari que el dòlar pugui mantenir una tendència de depreciació moderada a mitjà termini es fonamenta en una visió de relativa estabilitat econòmica i suposant que (i) s'evita una recessió en l'economia mundial (tant a la zona de l'euro com als EUA), (ii) que la inflació retorna de forma gradual a l'objectiu del 2%, i (iii) que els bancs centrals poden posar fi al cicle de pujades de tipus en els propers mesos i poden iniciar un descens de tipus cap a territori neutral al llarg de l'any vinent. En definitiva, l'escenari depèn del fet que els bancs centrals a les dues bandes de l'Atlàntic tinguin èxit en la lluita contra la inflació. Cal dir, però, que la probabilitat d'ocurrència d'aquests supòsits està estretament vinculada a un conjunt d'imponderables relacionats amb l'impacte de xocs ja en curs (per exemple, una major persistència en les pressions inflacionistes o un efecte de major magnitud de l'enduriment monetari) i a nous possibles esdeveniments inesperats (per exemple, conflictes geopolítics, desastres naturals o sanitaris, entre altres factors externs, com un possible canvi en la direcció de la política monetària al Japó).

Antonio Montilla

1. La literatura econòmica agrupa en dos grans blocs els models d'equilibri del tipus de canvi real: (i) estimacions basades en els balanços interns i externs (*fundamental equilibrium exchange rates*, FEER) i (ii) estimacions basades en un conjunt d'equacions d'equilibri general reduït (*behavioural equilibrium exchange rates*, BEER). Per la seva banda, l'enfocament més tradicional de la paritat del poder de compra es basa en la noció que, a llarg termini, una moneda hauria de ser capaç de comprar la mateixa cistella de béns i de serveis en diferents llocs.

2. Vegeu Cline, William (2017, 2018), «Estimates of Fundamental Equilibrium Exchange Rates», Peterson Institute for International Economics.

3. Segons l'FMI, el tipus de canvi implícit segons la teoria del PPP se situa al voltant de l'1,30 per als principals països de la zona de l'euro.