

## La apreciación del dólar y los tipos de interés americanos y europeos

Desde el estallido de la guerra en Ucrania y la intensificación de las presiones inflacionistas, los tipos de interés estadounidenses han subido de manera sostenida y significativa, aupados por el endurecimiento monetario rápido y agresivo de la Reserva Federal. Sin embargo, esto no necesariamente implica que los bonos americanos sean más atractivos que sus homólogos europeos.

Un factor clave en la comparativa es el tipo de cambio. En concreto, los movimientos en el tipo de cambio entre el momento en el que un inversor manda capital al extranjero y el punto en el que repatría ese capital y/o los pagos de intereses asociados son un determinante más del retorno de la inversión y suponen una fuente de incertidumbre. Para cancelar o «esterilizar» el riesgo de fluctuaciones en el tipo de cambio, una posibilidad es asegurar un tipo de cambio a futuro en el mismo momento en el que se intercambian divisas en el mercado *spot*.

De la mano de las subidas de tipos de interés en EE. UU., en 2022 el dólar sufrió una fuerte apreciación. Sin embargo, la apreciación fue más intensa en el mercado *spot* que en los futuros. La brecha que se abrió entre ambos generaba implícitamente una apreciación del euro. Por ejemplo, mientras que a principios de 2022 el tipo *spot* era de 1,13 dólares por euro y el futuro a tres meses de 1,14, con una revalorización implícita del euro del 0,7%, en otoño, con un euro-dólar por debajo del 1 en el mercado *spot* y por encima de la paridad en los futuros, la revalorización implícita del euro llegaba a superar el 3%.

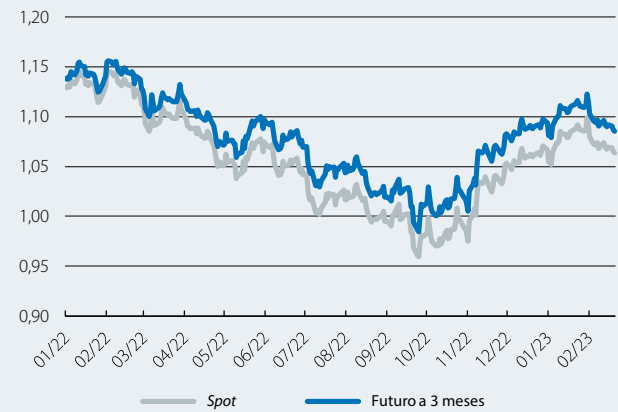
La apertura de esta brecha y la mayor revalorización implícita del euro tendían a reducir los intereses efectivos recibidos por un inversor europeo que tuviera bonos estadounidenses: por ejemplo, cuando el tipo de cambio *spot* era virtualmente de 1 dólar por euro, un inversor europeo podía obtener 100 dólares a cambio de 100 euros; pero como el cambio a futuro era superior a 1, al repatriarlos, estos 100 dólares se convertirían en menos de 100 euros.

En conjunto, nos encontramos ante dos fuerzas. Por un lado, el aumento de los tipos de interés estadounidenses incrementaba su atractivo. Por el otro, los movimientos del tipo de cambio en 2022 tendían a enfriarlo.<sup>1</sup> Para ver qué fuerza dominó, en el segundo gráfico comparamos el tipo soberano alemán con su homólogo estadounidense «esterilizado» por el riesgo de tipo de cambio.<sup>2</sup> Vemos cómo, aparentemente, y pese a unos menores tipos de

1. Bajo el supuesto de que las inversiones se «esterilizan» por el riesgo de tipo cambiario. Un inversor que asumiera hacer frente a ese riesgo y, en vez de asegurar un tipo de cambio futuro, optara por repatriar los intereses al tipo de cambio *spot*, se hubiera beneficiado *ex post* gracias a que, en realidad, el dólar se siguió apreciando de manera sostenida entre enero y octubre de 2022.

### Tipo de cambio euro-dólar

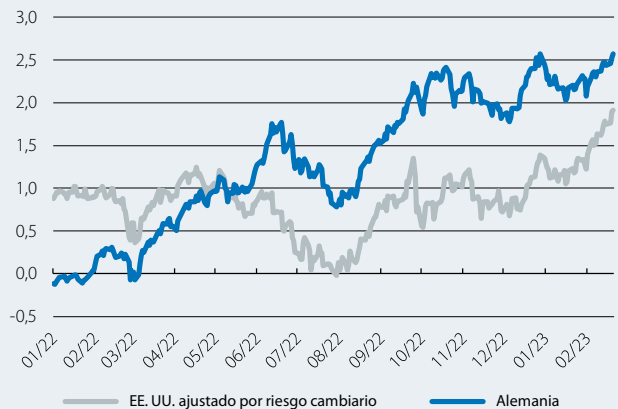
(Dólares por euro)



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

### Tipo de interés soberano a 10 años

(%)



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

interés, los tipos alemanes resultaban ser mayores desde el punto de vista de un inversor europeo una vez se tiene en cuenta el riesgo cambiario.

En definitiva, el alza de los tipos de interés en EE. UU. es una fuente de apreciación del dólar. Pero la apreciación del billete verde en 2022 fue mucho más allá, lo que refuerza la visión, detallada en este mismo informe,<sup>3</sup> de que la apreciación del dólar estuvo aupada por otras fuerzas, como su valor de activo refugio en un entorno altamente incierto.

2. La relación entre el tipo de interés doméstico y un tipo de interés extranjero ajustado por el riesgo cambiario entre la divisa extranjera y la doméstica se denomina paridad de los tipos de interés cubierta (CIP, por sus siglas en inglés). Véase el Focus «¿Por qué difieren los tipos de interés de activos parecidos?» en el IM03/2019.

3. Véase el Focus «Sobre el movimiento de ida y vuelta del (king) dólar» en este mismo Informe Mensual.