

L'apreciació del dòlar i els tipus d'interès nord-americans i europeus

Des de l'esclat de la guerra a Ucraïna i la intensificació de les pressions inflacionistes, els tipus d'interès nord-americans han pujat de manera sostinguda i significativa, esperonats per l'enduriment monetari ràpid i agressiu de la Reserva Federal. Tanmateix, això no implica necessàriament que els bons nord-americans siguin més atractius que els homòlegs europeus.

Un factor clau en la comparativa és el tipus de canvi. En concret, els moviments en el tipus de canvi entre el moment en què un inversor envia capital a l'estranger i el punt en què repatria aquest capital i/o els pagaments d'interessos associats són un determinant més del retorn de la inversió i són una font d'incertesa. Per cancel·lar o per «esterilitzar» el risc de fluctuacions en el tipus de canvi, una possibilitat és assegurar un tipus de canvi a futur en el mateix moment en què s'intercanvien divises al mercat *spot*.

Arran de les pujades de tipus d'interès als EUA, el 2022, el dòlar va patir una forta apreciació. No obstant això, l'apreciació va ser més intensa al mercat *spot* que en els futurs. La bretxa que es va obrir entre els dos generava de forma implícita una apreciació de l'euro. Per exemple, mentre que, al començament del 2022, el tipus *spot* era d'1,13 dòlars per euro i el futur a tres mesos, d'1,14, amb una revaloració implícita de l'euro del 0,7%, a la tardor, amb un euro-dòlar per sota de l'1 al mercat *spot* i per damunt de la paritat en els futurs, la revaloració implícita de l'euro va arribar a superar el 3%.

L'obertura d'aquesta bretxa i la major revaloració implícita de l'euro tendien a reduir els interessos efectius rebuts per un inversor europeu que tingués bons nord-americans: per exemple, quan el tipus de canvi *spot* era virtualment d'1 dòlar per euro, un inversor europeu podia obtenir 100 dòlars a canvi de 100 euros; però, com que el canvi a futur era superior a 1, en repatriar-los, aquests 100 dòlars es convertien en menys de 100 euros.

En conjunt, ens trobem davant dues forces. D'una banda, l'augment dels tipus d'interès nord-americans n'incrementava l'atractiu. De l'altra, els moviments del tipus de canvi el 2022 tendien a refredar-lo.¹ Per veure quina força va dominar, al segon gràfic comparem el tipus sobirà alemany amb el seu homòleg nord-americà «esterilitzat» pel risc de tipus de canvi.² Veiem que, aparentment, i malgrat

1. Sota el supòsit que les inversions s'«esterilitzen» pel risc de tipus canviari. Un inversor que assumís aquest risc i, en lloc d'assegurar un tipus de canvi futur, optés per repatriar els interessos al tipus de canvi *spot*, s'hauria beneficiat *ex post*, gràcies al fet que, en realitat, el dòlar es va continuar apreciand de manera sostinguda entre el gener i l'octubre del 2022.

Tipus de canvi euro-dòlar

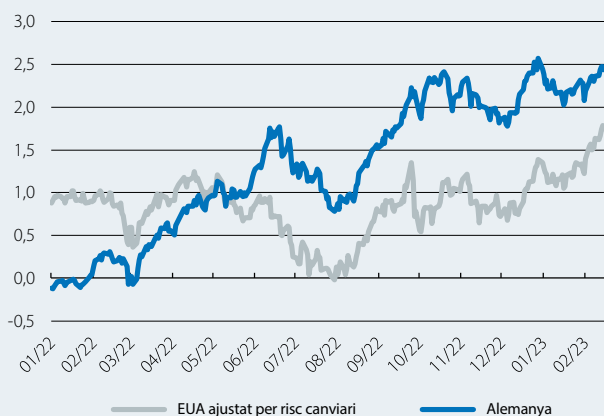
(Dòlars per euro)



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

Tipus d'interès sobirà a 10 anys

(%)



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

uns tipus d'interès més baixos, els tipus alemanys eren més alts des del punt de vista d'un inversor europeu un cop es té en compte el risc canviari.

En definitiva, l'alça dels tipus d'interès als EUA és una font d'apreciació del dòlar. Però l'apreciació del bitllet verd el 2022 va anar molt més allà, la qual cosa reforça la visió, detallada en aquest mateix informe,³ que l'apreciació del dòlar va ser esperonada per altres forces, com el seu valor d'actiu refugi en un entorn molt incert.

2. La relació entre el tipus d'interès domèstic i un tipus d'interès estranger ajustat pel risc canviari entre la divisa estrangera i la domèstica s'anomena paritat dels tipus d'interès coberta (CIP, per les sigles en anglès). Vegeu el Focus «Per què difereixen els tipus d'interès d'actius semblants?», a l'IM03/2019.

3. Vegeu el Focus «Sobre el moviment d'anada i tornada del (king) dòlar», en aquest mateix Informe Mensual.