Anatomia d'una depreciació: el dòlar en temps d'incertesa en política econòmica

La recent depreciació del dòlar en un context d'aversió al risc als mercats financers ha disparat les preocupacions inversores per dues raons fonamentals. La primera es basa en un article que va publicar, després de les eleccions presidencials del novembre, el que avui és un dels principals assessors econòmics de Trump i que defensa la implementació de mesures per devaluar el dòlar. La segona va ser l'anunci del 2 d'abril dels –mal anomenats– aranzels «recíprocs», que introduïen un grau de proteccionisme comercial d'una severitat superior a l'esperada i que intensificaven l'escrutini dels inversors sobre l'agenda de reformes de la nova Administració. Per aquestes raons, es contempla la possibilitat que el comportament anòmal que ha tingut la divisa a l'abril indiqui que el mercat està avaluant el risc vinculat a polítiques econòmiques poc ortodoxes als EUA, la qual cosa podria afectar la funció del dòlar com a moneda de reserva. Té fonaments aquesta visió? Sembla que, si més no ara com ara, i malgrat la depreciació que acumula des de l'inici d'enguany, no és possible afirmar que el dòlar estigui cotitzant un canvi significatiu en el seu paper central en el sistema monetari internacional.

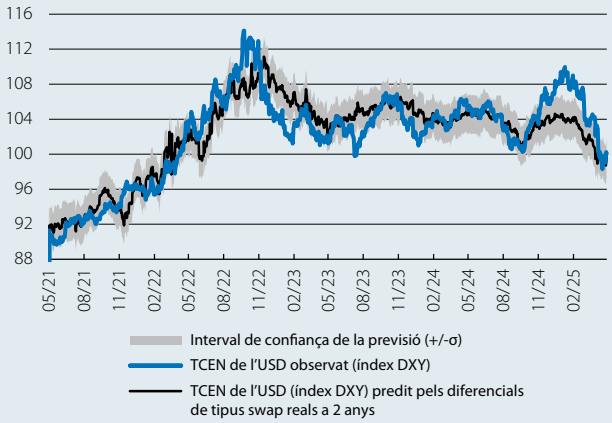
Unes reflexions de política econòmica controvertides…

Stephen Miran, actual president del Consell d'Assessors Econòmics de la Casa Blanca, va publicar, al final de novembre (abans del seu nomenament), un informe en què explorava de quines formes podien els EUA aconseguir diversos objectius de política econòmica recollits en el programa de campanya electoral de Trump.[1] Miren proposava diferents vies simultànies per: reduir el cost del servei del deute i augmentar la recaptació del Tresor dels EUA, involucrar els aliats del país en les despeses de defensa, i millorar la competitivitat-preu de la indústria nord-americana per recuperar capacitat productiva i llocs de treball.

Per assolir aquests objectius, proposava, entre altres mesures: uns aranzels més elevats, una devaluació del dòlar o, fins i tot, una taxa sobre els rendiments dels bons del Tresor en mans del sector públic de la resta del món. Al llarg de l'informe, Miren desgranava formes d'aplicar aquestes mesures de forma simultània o alternativa i per vies tant multilaterals (concertades amb països tercers) com, en última instància, unilaterals per part dels EUA.

El potencial impacte d'aquestes mesures va posar en alerta els inversors. Per aquest motiu, la recent depreciació del dòlar[2] en un context d'aversió al risc al mercat, quan la divisa sol jugar un paper d'actiu refugi i tendeix a apreciar-se, va disparar els dubtes sobre si el mercat estava ja cotitzant el risc que s'escometessin les mesures menys ortodoxes –i de major importància– que Miren explorava al seu informe.

Tipus de canvi efectiu nominal del dòlar
Índex



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg i de Macrobond.*

…i un dòlar que torna cap al nivell assenyalat pel diferencial de tipus

No obstant això, diverses anàlisis apunten al fet que aquests factors, tot i que continuen presents en el radar dels inversors, s'han mostrat transitoris, i la divisa ha tornat als nivells que assenyala la seva relació històrica amb altres actius i variables financeres. A això sembla apuntar la correlació històrica entre el tipus de canvi efectiu nominal del dòlar i el diferencial entre els tipus d'interès reals als EUA[3] i els dels seus principals socis comercials.[4] De fet, el tipus de canvi efectiu nominal del dòlar es troba, en l'actualitat, on prediu aquesta correlació[5] (el nivell observat amb prou feines es desvia de les prediccions), un nivell en què sembla que ha trobat una certa estabilitat (vegeu el primer gràfic).

La capacitat explicativa dels tipus reals sobre el tipus de canvi ha fluctuat en els últims mesos. En concret, va dismi-

1. «A User's Guide to Restructuring the Global Trading System» (novembre del 2024).

2. En el seu tipus de canvi efectiu nominal, acumula una depreciació de més del 8% des de l'inici d'enguany i de més del 4% des de l'anunci dels aranzels «recíprocs» del 2 d'abril.
3. Mesurats com la diferència entre els tipus *swap* intradia (OIS) i els tipus *swap* d'inflació.
4. Segons la ponderació que realitza l'índex DXY (referència habitual per al tipus de canvi efectiu nominal intradia), aquests són: l'euro, el ien, la lliura esterlina, el dòlar canadenc i la corona sueca.
5. Primer s'obté el moviment conjunt dels tipus reals en aquestes divises, menys els tipus reals en dòlars (és a dir, els dos primers factors d'una anàlisi de components principals), i després aquest es torna sobre l'índex DXY.

nuir entre el passat octubre i el gener d'enguany. Després d'iniciar la Fed el cicle de baixades de tipus al setembre del 2024, la narrativa que es va imposar al mercat va ser la d'un aterratge gradual de l'economia nord-americana, gràcies a les bones dades d'ocupació i a uns preus que semblava que es reconduïen cap al 2%. Amb posterioritat, la victòria de Trump va insuflar nou aire a aquesta narrativa d'excepcionalitat del creixement econòmic dels EUA.

En aquest context, el diferencial de tipus es va ampliar i va assenyalar un dòlar més apreciat, i, malgrat que el moviment de la divisa va anar en aquesta mateixa direcció, va ser de major intensitat. Aquest desacoblament era degut, probablement, al fet que els inversors van interpretar que el conjunt de polítiques de Trump (aranzels, restriccions a la immigració, baixades d'impostos) seria especialment favorable per al dòlar.

No va ser fins al gener, quan va canviar el sentiment inversor sobre les polítiques de Trump i va començar la tendència de depreciació que ha dut el dòlar fins als nivells actuals, que el diferencial dels tipus reals entre el dòlar i les principals divises va recuperar la seva gran capacitat explicativa dels moviments del tipus de canvi.

Així, i segons aquesta anàlisi, el moviment d'anada i tornada del dòlar en els vuit últims mesos estaria més relacionat amb un canvi de narrativa sobre l'impacte de Trump sobre el potencial de creixement econòmic dels EUA en els propers trimestres que amb les propostes de l'esmentat Stephen Miran. El fet que l'apreciació del dòlar començés a l'octubre, abans de l'informe de Miran, i en sentit contrari al preconitzat, és una altra evidència que el moviment d'anada i tornada del dòlar de llavors ençà (l'índex DXY es troba menys de l'1% per sota del nivell del passat 30 de setembre) ha estat dirigit, principalment, per altres forces i narratives. Dit d'una altra manera: el que hem vist des del setembre hauria estat l'auge i la caiguda d'una narrativa de mercat molt favorable per als actius dels EUA (que alguns van anomenar *Trump trade*).

En una versió particular i simplificada d'aquesta anàlisi, i centrant-nos només en el que ha succeït en relació amb l'euro, la conclusió és similar: l'apreciació del dòlar des de l'octubre del 2024 l'ha separat del predit pel diferencial de tipus reals entre els EUA i la zona de l'euro, nivell al qual s'ha reconduït de llavors ençà, tot i que amb especial velocitat en els dos últims mesos després de l'anunci d'una despesa pública més elevada a Alemanya i de l'anomenat *Liberation Day* de Trump del 2 d'abril (vegeu el segon gràfic).

Unes fortaleses estructurals encara a prova de Trump

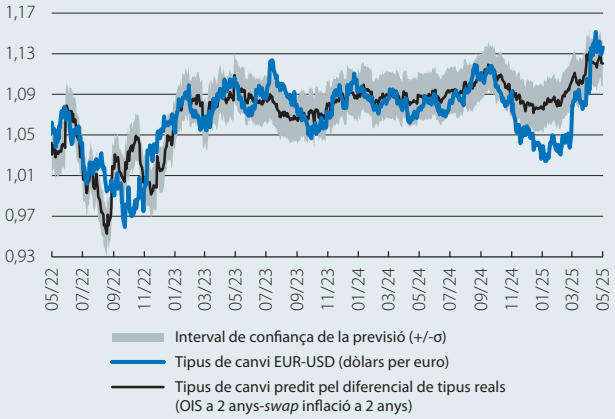
En definitiva, sembla clar que, malgrat que la narrativa del mercat ha canviat i que la sensibilitat dels inversors a qualsevol nova política «poc ortodoxa» de l'Administració Trump s'ha disparat després dels aranzels «recíprocs», el dòlar hauria d'haver cotitzat una depreciació encara major si un canvi estructural del paper del dòlar al sistema financer internacional a curt termini fos un escenari amb una probabilitat significativa.

Ara com ara, les fortaleses estructurals del dòlar es mantenen, tot i que el simple suggeriment d'alterar el valor de l'actiu central del sistema financer internacional hagi causat calfreds al mercat. El seu caràcter nuclear continua intacte, si més no mentre aquests suggeriments no es materialitzin. Com s'aprecia al tercer gràfic, el dòlar continua sent la moneda de reserva internacional, la més comerciada als mercats de divises, on es denominen la majoria dels pagaments globals i on s'emet el major volum de deute. Caldrà més que unes reflexions sobre possibles reformes per canviar això.

David del Val

Tipus de canvi EUR-USD

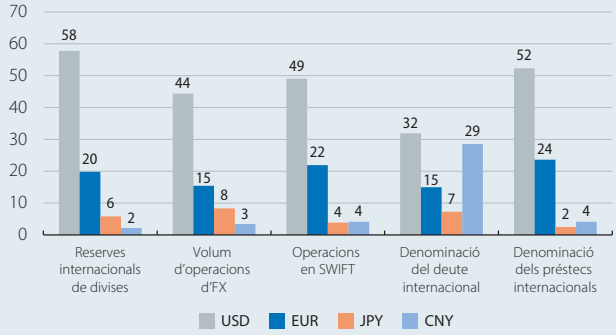
Dòlars per euro



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Macrobond i de Bloomberg.*

Ús de divises per instrument o per concepte

(% del total en cada cas)



Nota: *Reserves internacionals, dades de l'FMI (del 4T 2024); dades de volum d'operacions d'FX, del BIS (del 2022); dades d'operacions en SWIFT, d'SWIFT (del març del 2025), i dades de denominació de deute i de préstecs, de Bloomberg (de l'abril del 2025).*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*