

El tipo de cambio del dólar estadounidense ha mostrado una depreciación sustancial y bastante generalizada frente a otras divisas desde principios de 2017, tras un período de notable revalorización que comenzó en 2014, en un contexto en el que la recuperación de la actividad y, por tanto, la normalización de su política monetaria se encontraban más avanzadas en Estados Unidos que en otras economías. Así, como se observa en el gráfico 1, el tipo de cambio efectivo nominal del dólar se apreció un 25 % entre el inicio de 2014 y el final de 2016, depreciándose posteriormente cerca de un 10 %, en términos efectivos. Este último desarrollo fue especialmente acusado frente al euro (18 %).

Este comportamiento del dólar podría parecer un tanto sorprendente si se tiene en cuenta que las perspectivas económicas a corto plazo han ido mejorando en Estados Unidos, especialmente después de la aprobación de la reforma fiscal y el aumento del gasto público, y que la política monetaria de la Reserva Federal sigue estando comparativamente más avanzada en el proceso de normalización. De hecho, los diferenciales de tipos de interés de corto plazo frente a otras áreas, que suelen asociarse a apreciaciones del tipo de cambio dado que los capitales tienden a fluir hacia donde las rentabilidades son más elevadas para un nivel determinado de riesgo, han tendido a aumentar (véase gráfico 2). A pesar de ello, una posible explicación financiera de la depreciación reciente del dólar sería que, con el proceso de retiradas de estímulos monetarios más adelantado en Estados Unidos y, en gran medida, ya descontado por los mercados, se espera que en el futuro sean otras áreas las que normalicen sus políticas monetarias, como el área del euro, lo que se reflejaría en una ampliación a su favor de los diferenciales de tipos de interés en los plazos intermedios de la curva. En esta dirección apuntaría la evolución de la diferencia entre el diferencial entre los tipos a dos y cinco años en Alemania, por un lado, y en Estados Unidos, por otro, que en el último año ha mostrado una elevada correlación con la trayectoria del tipo de cambio del euro frente al dólar, como se aprecia en el mismo gráfico.

Una explicación alternativa de la depreciación generalizada del dólar en el último año estaría relacionada con el hecho de que las perspectivas económicas hayan mejorado no solo en Estados Unidos, sino de forma más generalizada, de manera que, en un entorno financiero favorable a escala global, han continuado el apetito por el riesgo y la búsqueda de rendimiento en otros mercados, contribuyendo a la apreciación de otras monedas. De hecho, como se muestra en el gráfico 3, a lo largo del pasado año las previsiones de crecimiento del PIB para los años 2017 y 2018 en la UEM, por ejemplo, se revisaron al alza en mayor medida que las de Estados Unidos, lo que pudo favorecer una apreciación adicional del euro.

Pero, más allá de factores transitorios, existen otros determinantes más estructurales que podrían explicar el cambio de tendencia del dólar hacia una depreciación. Este sería el caso, en concreto, de la existencia de un importante desequilibrio externo en la economía

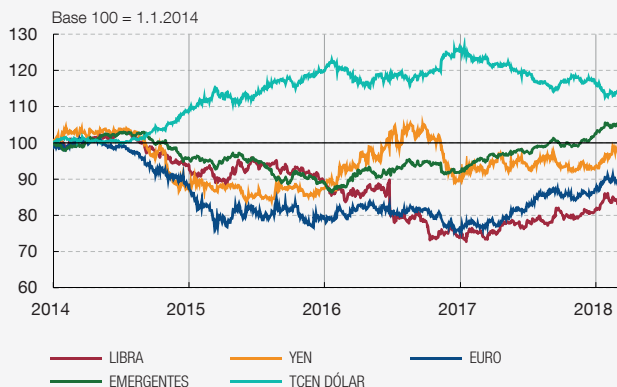
norteamericana, con un déficit por cuenta corriente persistentemente elevado, que, tras registrar niveles cercanos al 6 % del PIB en los años previos a la crisis, se ha mantenido por encima del 2,5 % del PIB en los últimos años (véase gráfico 4), lo que contrasta con los saldos con superávit registrados en otras áreas. De hecho, de acuerdo con el análisis más reciente de los desequilibrios externos globales del FMI (publicado en el *External Sector Report* de julio de 2017), Estados Unidos presentaba en el año 2016 un déficit exterior excesivo de unos 2 puntos porcentuales del PIB, y el dólar tenía una sobrevaloración de entre un 10 % y un 15 %, por lo que la depreciación observada durante 2017 sería parte del ajuste necesario para corregir su desequilibrio frente al resto del mundo.

El impulso fiscal que Estados Unidos está implementando tendrá un efecto positivo sobre la actividad y los precios en el corto plazo, que podría conducir a aumentos de tipos de interés mayores de lo previsto, generando presiones apreciatorias sobre el dólar. Sin embargo, parece muy probable que los desequilibrios público y externo de la economía norteamericana se agraven, dada la escasa holgura cíclica de esa economía (véanse gráficos 4 y 5)<sup>1</sup>. En este contexto, la imposición de medidas proteccionistas por parte del Gobierno de Estados Unidos para frenar el déficit exterior podría inducir una apreciación del dólar, pero, a medio plazo, puede derivar en una confrontación comercial que agrave el desequilibrio externo de Estados Unidos y refuerce las presiones depreciatorias sobre el dólar.

De hecho, la evidencia histórica de las últimas décadas muestra que la aparición en Estados Unidos de déficits elevados en el saldo público y en la cuenta corriente (los conocidos como «déficits gemelos») ha estado asociada a una sustancial depreciación posterior del dólar, como sucedió a mediados de los años ochenta con las políticas fiscales expansivas del gobierno de Reagan y a principios de la década de los 2000 tras acometer varios recortes impositivos, como se aprecia en el gráfico 6. En ambos casos, el incremento del déficit exterior de la economía estadounidense, propiciado por un mayor déficit público, vino seguido de una depreciación sustancial del tipo de cambio efectivo nominal del dólar, de un 35 % entre los años 1985-1988 y del 30 % entre los años 2002-2007. En este último período, la imposición de aranceles en Estados Unidos también se vio acompañada de una depreciación del dólar.

1 Las estimaciones de la Congressional Budget Office (CBO) de junio de 2017 elevaban la previsión de deuda pública (en manos del público) del 77 % del PIB actual al 91 % en 2027, antes de tener en consideración los efectos de la reforma fiscal. Aunque aún no ha publicado las nuevas previsiones que incorporen esos efectos y la ampliación del gasto recientemente aprobada, el Committee for a Responsible Federal Budget estima que, como resultado de la reforma fiscal, la deuda se incrementaría en 2027 hasta el 97 % del PIB, y teniendo en cuenta el aumento del gasto en 2018-2019 lo haría hasta el 99 %. En el caso, no descartable, de que ese aumento del gasto y los recortes impositivos que son temporales (como los del impuesto sobre la renta de las personas físicas) se hicieran permanentes, el aumento de la ratio de deuda en manos del público llegaría a casi el 110 % del PIB dentro de diez años.

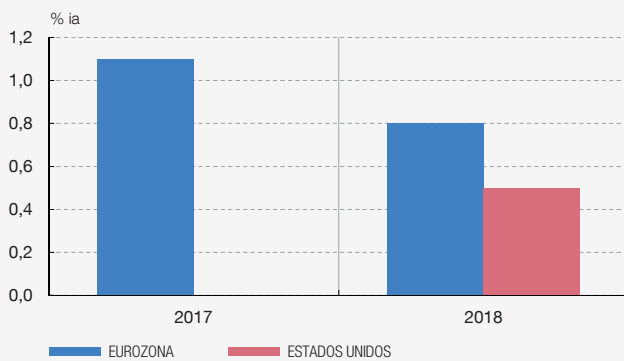
**Gráfico 1**  
TIPOS DE CAMBIO FRENTE AL DÓLAR



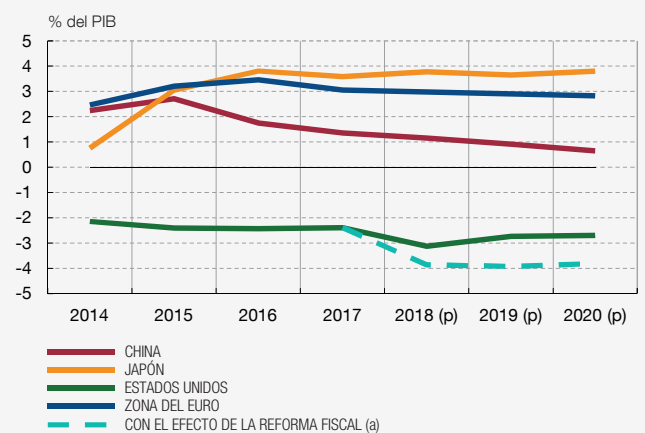
**Gráfico 2**  
TIPO DE CAMBIO DEL DÓLAR Y DIFERENCIALES



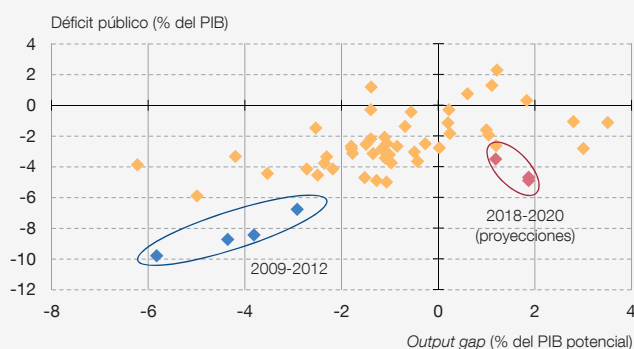
**Gráfico 3**  
DIFERENCIAL PREVISIONES CONSENSUS PIB FEBRERO 2018 FRENTE A ENERO 2017



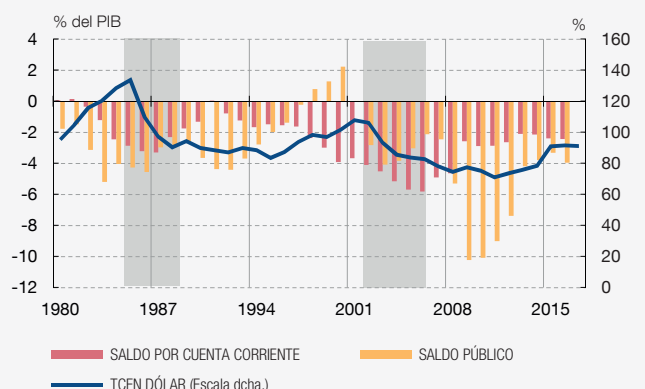
**Gráfico 4**  
SALDO POR CUENTA CORRIENTE



**Gráfico 5**  
RELACIÓN OUTPUT GAP Y DÉFICIT PÚBLICO (1967-2020)



**Gráfico 6**  
ESTADOS UNIDOS: DÉFICIT PÚBLICO Y POR CUENTA CORRIENTE, Y TCEN DEL DÓLAR



FUENTES: Datastream, Consensus Forecast, Congressional Budget Office, Fondo Monetario Internacional (*World Economic Outlook*), World Bank, cálculos propios con modelo NiGEM, Federal Reserve Bank of St. Louis.

a. Asumiendo una política monetaria exógena.