

A vueltas con la cotización del euro

.....
SUBDIRECCIÓN GENERAL DE
ESTUDIOS DEL SECTOR EXTERIOR
.....

Cualquier manual básico de economía tendería a afirmar que un país o una región geográfica con un crecimiento económico relativamente sólido, una combinación de política monetaria y fiscal moderada, y una situación equilibrada de su sector exterior debería disfrutar de una moneda estable. Sin embargo, no parece que el comportamiento del euro confirme esta relación.

La duda que surge a continuación es en qué medida se equivocan los manuales o hasta qué punto se están equivocando los mercados y los inversores internacionales a la hora de valorar la moneda europea, especialmente, respecto a la divisa estadounidense.

Asumiendo la racionalidad de los agentes, el análisis de los factores que explican la evolución del euro desde su creación pone de manifiesto que la evolución de la cotización de una moneda va más allá de los datos macroeconómicos de crecimiento económico, inflación, déficit público o equilibrio externo y que éstos no son condición necesaria ni tan siquiera suficiente de una evolución estable, al menos, a corto plazo.

Factores explicativos de la evolución del euro

Al analizar la evolución del euro desde su lanzamiento en enero de 1999, lo primero que cabe apuntar es que difícilmente podía preverse que la moneda europea fuera a perder cerca del 30 por 100 de su valor respecto al dólar en menos de dos años. De hecho, buena parte de

los estudios realizados consideraban la existencia de factores objetivos por los que el euro pudiera convertirse en una divisa internacional al mismo nivel que el dólar y cuya cotización de equilibrio se fijaba en términos de la paridad del poder adquisitivo en unos valores entre 1,1 y 1,2 dólares por euro. Es necesario, por lo tanto, plantearse qué ha cambiado en este período de tiempo o en qué se equivocaban las predicciones de hace un par de años.

Si tenemos en cuenta las grandes variables que constituyen los denominados fundamentales de una economía, puede afirmarse que no se han producido cambios sustanciales que permitan explicar una depreciación del euro como la que ha tenido lugar. Es por ello por lo que es necesario recurrir a otros aspectos de carácter más cualitativo y más vinculados a los factores determinantes de la confianza de los agentes económicos que son los que, en última instancia, apuestan por una u otra moneda.

Al analizar la depreciación del euro respecto al dólar, muchos analistas apuntan que se trata más de una cuestión derivada de la fortaleza del dólar que de la debilidad del euro. La diferencia es importante en la medida en que, en un caso, la evolución de la moneda europea viene condicionada por factores exógenos y en otro por factores de carácter endógeno. En este sentido, la evolución de la economía estadounidense y su espectacular comportamiento a lo largo de la década de los años noventa, con una combinación óptima de crecimiento económico, generación de empleo y control del crecimiento de los precios ha favorecido la tendencia alcista



EN PORTADA

del dólar estadounidense. Este crecimiento de la economía estadounidense ha venido acompañado del manifiesto liderazgo de dicha economía en la mayoría de los aspectos relacionados con la denominada nueva economía. Buena prueba de este comportamiento líder de la economía estadounidense lo constituye el hecho de que el crecimiento de la productividad de la economía estadounidense a lo largo de la segunda mitad de la década de los noventa ha sido sustancialmente mayor al experimentado por los países de la zona euro, a diferencia de lo que ocurrió desde principios de los años ochenta hasta bien entrada la década de los noventa. Este mayor crecimiento ha sido especialmente significativo desde 1999 como lo prueba el que desde principios de dicho año hasta el tercer trimestre del año 2000 el aumento de la productividad en la economía estadounidense se ha situado en el 3,4 por 100 frente al 1,2 por 100 en los países de la zona euro. El resultado de todo ello es que la productividad relativa de la UEM se sitúa en la actualidad en el 76 por 100 de la estadounidense, lo que supone seis puntos por debajo del máximo alcanzado en 1995. Según el denominado efecto Balassa-Samuelson, estas diferencias de productividad entre Estados Unidos y los países de la zona euro explican en buena medida la sobrevaloración de la divisa estadounidense y su desviación respecto a su valor teórico de equilibrio a corto plazo, si bien a más largo plazo es de esperar que tienda a corregirse.

A pesar de la existencia de síntomas de desaceleración en la economía estadounidense, su crecimiento sigue considerándose más sólido que el de las economías europeas, las cuales se han visto negativamente afectadas por el incremento del precio del petróleo, cuya disminución es considerada como una condición necesaria para la apreciación del euro. En este sentido, no debe olvidarse que en las situaciones de incertidumbre como la actualmente generada por el aumento del precio del petróleo, el dólar se constituye como moneda refugio ante la caída de los indicadores de confianza de los agentes económicos.

Este mayor crecimiento de la economía esta-

dounidense ha venido acompañado de un diferencial de tipos de interés favorable a los activos nominados en dólares. Así, desde el momento de la implantación del euro puede afirmarse que las rentabilidades de largo plazo en Estados Unidos han sido casi un uno por cien superiores a las rentabilidades de la zona euro, todo lo cual ha contribuido a la compra de activos en dólares en detrimento de los activos en euros. A este fenómeno de compra de activos nominados en la divisa estadounidense no han sido ajenas tampoco las empresas europeas como lo prueba el hecho de que a lo largo del primer semestre del año 2000, las empresas europeas han invertido alrededor de 168.000 millones de dólares en activos de renta variable en dólares cuando las empresas estadounidenses únicamente han invertido en torno a los 3.000 millones de dólares en activos de renta variable en euros. En este sentido, no es de extrañar que los activos en dólares en manos de extranjeros hayan pasado de representar el 42 por 100 del PIB en 1990 a suponer en torno al 75 por 100 en la actualidad. En definitiva, tanto los flujos de inversión directa como, sobre todo, los flujos de inversión en cartera, atraídos por las rentabilidades de la bolsa estadounidense, son factores esenciales que se encuentran detrás de la depreciación del euro.

El incremento de la demanda de dólares, con el consiguiente impacto alcista sobre la cotización del dólar, se ha visto también impulsado por la persistencia del déficit por cuenta corriente que se sitúa entre el 4 por 100 y el 5 por 100 del PIB. El déficit por cuenta corriente estadounidense, que no es sino el reflejo de las necesidades de financiación de dicha economía, está siendo financiado con las entradas de capital extranjero, de tal forma que la economía estadounidense está absorbiendo cerca del 2 por 100 del ahorro mundial para hacer frente al desequilibrio entre su ahorro y su gasto interno. En cierto sentido, podría afirmarse que nos encontramos ante un modelo mundial en el que unas zonas geográficas generan el ahorro y otras, en este caso Estados Unidos, lo gastan.

Junto a estos factores que podríamos considerar como exógenos a las economías europeas,



EN PORTADA

no puede olvidarse que la evolución del euro también responde al comportamiento de éstas y de sus instituciones. En este sentido, y dejando al margen la mejor valoración relativa que hacen los mercados de la situación económica estadounidense, la cotización del euro se está viendo negativamente influida por el carácter virtual de la moneda europea, lo que retrae a los inversores y disminuye la demanda de euros. De hecho, muchos analistas han apuntado que el plazo entre la aparición del euro y su introducción física ha resultado ser excesivo y contraproducente para su credibilidad como moneda estable y como divisa internacional.

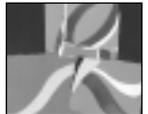
La existencia del euro como una moneda meramente virtual se ha visto acompañada de otros factores de tipo económico como las mayores expectativas inflacionistas en los países de la zona euro, o de tipo institucional como el relativo a la credibilidad del Banco Central Europeo y la falta de liderazgo en el ámbito de la Unión Europea.

Por lo que respecta a las mayores expectativas en el crecimiento de los precios para los países de la zona euro, el incremento del precio del petróleo y la pérdida de valor del euro están generando una revisión al alza de las previsiones de inflación de estos países, lo que refuerza la tendencia de pérdida de valor de la paridad de la moneda europea. De hecho, según la OCDE, se estima que la inflación de los países de la Unión Europea aumentará dos décimas en el año 2000 y ocho en el año siguiente como consecuencia de la elevación del precio del petróleo, frente a una y tres décimas, respectivamente, en el caso estadounidense, si bien la inflación de la Unión Económica y Monetaria sigue siendo inferior a la estadounidense.

Sin embargo, y dejando al margen la existencia de factores exógenos y de aspectos derivados de la situación del ciclo económico, no cabe duda que el aspecto más controvertido de la evolución del euro es el relativo al grado de responsabilidad del Banco Central Europeo y su credibilidad como garante de la estabilidad del euro. No obstante, antes de entrar a valorar el acierto o no del comportamiento del Banco Central Europeo, desde el punto de vista de la

cotización del euro, es necesario considerar cuáles son las atribuciones del BCE en materia de política monetaria. En este sentido, al constituir el BCE, se estableció que su objetivo de política monetaria no sería otro que el de contener la tasa de inflación, sin que dicho objetivo tuviera ningún tipo de restricción externa o interna. Por lo tanto, ya de entrada, se estaba limitando la capacidad de actuación del Banco Central Europeo en materia de tipo de cambio. En cualquier caso, y siendo difícil su cuantificación, es evidente que manifestaciones de altos dirigentes europeos declarando la benevolencia de un euro débil y su positivo impacto sobre la actividad económica, especialmente, sobre las exportaciones, no contribuyen a crear la imagen de una UEM comprometida en la defensa del valor del euro y, por el contrario, crean un cierto caldo de cultivo favorable a las opiniones escépticas respecto a la moneda europea.

La pérdida de valor del euro frente al dólar no es sino la consecuencia de una oferta de euros mayor que la demanda. Esta diferencia entre la oferta y la demanda se deriva, por un lado, del aumento de liquidez como consecuencia de la desaparición de los costes de transacción que suponía la existencia de varias monedas y, por otro, de la disminución de la demanda de euros dado el mayor atractivo de los activos nominados en dólares. En este contexto, se plantea si existen mecanismos que puedan contrarrestar la pérdida de valor del euro. Por lo que a la utilización de los tipos de interés a corto plazo respecta, su validez es mayor como señal de voluntad de defensa de una moneda que por su capacidad de modificar la oferta o la demanda de una divisa. De hecho, si no existe una cierta burbuja especulativa con claro predominio de los capitales a corto plazo la modificación de los tipos de interés resulta inútil y, además, hace la renta variable del país o la zona en cuestión menos atractiva. Por su parte, la alternativa de comprar euros, incluso siendo una medida concertada por los principales bancos centrales, como sucedió después del verano, se enfrenta ante la escasez del volumen de divisas inyectado, en términos del volumen de divisas que se mueven diariamente en los mercados



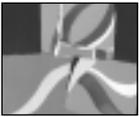
EN PORTADA

internacionales, y ante la necesidad de que las variaciones de la oferta monetaria no sean esterilizadas.

Conclusiones

Aunque pueda resultar obvio, la única manera de quebrar la tendencia a la baja del euro es hacer que los activos en euros sean tan atractivos como los activos en dólares, para lo cual resulta necesario consolidar el crecimiento eco-

nómico más allá de la evolución del precio del petróleo, progresar en la implantación de la nueva economía a través de los sectores intensivos en nuevas tecnologías y las consiguientes ganancias de productividad, despejar las incógnitas surgidas sobre la credibilidad de las instituciones encargadas de la moneda europea, y adelantar al máximo, físicamente y en la mente de los agentes económicos, el paso de una moneda virtual a una moneda plenamente consolidada.



EN PORTADA