

# El sorprendente comportamiento del tipo de cambio euro-dólar

ALVARO ANCHUELO CREGO\*

*En este trabajo, se estudian las posibles explicaciones de la depreciación sufrida por el euro desde su nacimiento. Para ello, en primer lugar se resumen cuáles son las variables fundamentales que, según los modelos teóricos más aceptados, deberían gobernar el comportamiento del tipo de cambio. A continuación, se estudia cómo han evolucionado estas variables en la zona del euro y Estados Unidos durante los tres últimos años, y las expectativas sobre el futuro inmediato. Si hasta el año 2001 las variables enviaban señales contradictorias, en la actualidad y el futuro inmediato parecen favorecer al euro unánimemente. Tal vez quepa, pues, atribuir el comportamiento del dólar a la existencia de una burbuja especulativa, con los riesgos de brusco reajuste que ello implica.*

*Palabras clave: tipo de cambio, euro, dólar, Unión Monetaria Europea.*

*Clasificación JEL: F31.*

## 1. Introducción

La fuerte pérdida de valor sufrida por el euro desde su nacimiento (el 1 de enero de 1999) ha sorprendido a la mayoría de los académicos y analistas financieros. Este trabajo pretende estudiar someramente si tal comportamiento resulta explicable desde los modelos teóricos del tipo de cambio habituales. Para ello, en primer lugar se identifican las variables fundamentales que, según dichos modelos, deberían regir la evolución del tipo de cambio. A continuación, se muestra lo sucedido a esas variables fundamentales en la zona del euro y Estados Unidos desde el nacimiento de la moneda única hasta la actualidad, reflexionando sobre en qué medida nos ayudan a comprender la fortaleza del dólar. Las conclusiones y algunas referencias bibliográficas cierran el trabajo. Dado el carácter coyuntural de estas reflexiones convie-

ne aclarar que fueron escritas a finales de octubre de 2001.

## 2. Identificación de las variables fundamentales

Los modelos teóricos sobre el comportamiento de los tipos de cambio son muy variados. No obstante, e incurriendo conscientemente en cierta simplificación, se podrían señalar algunas de las variables fundamentales más comúnmente aceptadas.

### A) El diferencial de inflación

Las monedas de los países con inflaciones altas tenderían a depreciarse, al menos en el largo plazo. Esa depreciación impediría que el diferencial de inflación se tradujese en una pérdida de competitividad internacional de sus productos. La paridad de poder de compra, habitual en los modelos que estudian el largo plazo, como el modelo monetario, sustenta el razonamiento anterior.



COLABORACIONES

\* Catedrático de Economía Aplicada. Universidad Rey Juan Carlos.

**B) El diferencial de tasas de crecimiento de la producción real**

Las monedas de los países con bajas tasas de crecimiento tenderían a depreciarse. De nuevo un modelo monetario típico puede justificar una aseveración como la anterior.

**C) El diferencial de tipos de interés**

*Ceteris paribus*, bajos tipos de interés provocarán una salida de capitales atraídos por los títulos de deuda extranjeros, lo que tenderá a depreciar la moneda doméstica.

**D) El déficit por cuenta corriente de la balanza de pagos**

En este caso, la relación teórica es más ambigua, y depende de la causa de ese déficit. Pero, en general, un déficit corriente considerable tiende a provocar una depreciación que lo palie.

Resumiendo, para que la pérdida de valor experimentada por el euro resulte comprensible desde las variables fundamentales deberíamos observar en la zona del euro:

- Una inflación más alta que en Estados Unidos.
- Un crecimiento de la producción menor.
- Unos tipos de interés más bajos.
- Un déficit por cuenta corriente considerable.

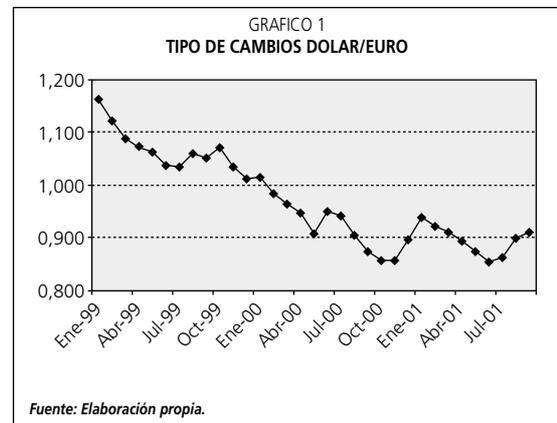
Sin embargo, los tipos de cambio son precios que no sólo dependen de las variables fundamentales actuales, también lo hacen de las que los agentes esperan en el futuro. Es decir, las expectativas sobre inflación, crecimiento, tipos de interés y déficit corrientes en Europa y Estados Unidos son posibles factores explicativos que tendremos que considerar en nuestro análisis.

Por último, si ni las variables fundamentales presentes ni las futuras justificasen el comportamiento del euro, estaríamos ante una burbuja especulativa favorable al dólar. De ser este el caso, los agentes se habrían autoconvencido del atractivo del dólar sin ninguna base real que lo justificase; pero mientras ellos lo crean, se com-

portarán de manera que sus predicciones se realicen.

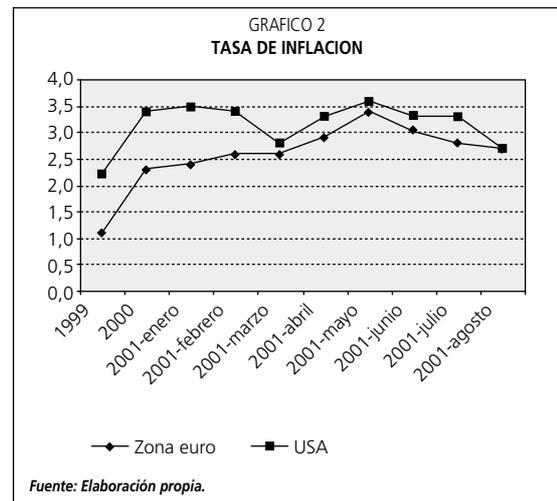
**3. Aplicación a los datos de Europa y Estados Unidos**

En esta sección, se analiza la evolución de las variables fundamentales en la zona del euro y Estados Unidos en los casi tres años de existencia de la moneda europea. Los datos provienen de las últimas ediciones del *Monthly Bulletin* del Banco Central Europeo, y del *Boletín Económico del Banco de España*. En el Gráfico 1 puede observarse el fenómeno que tratamos de explicar: la fuerte depreciación del euro desde su nacimiento el 1 de enero de 1999.



**A) El diferencial de inflación**

Como muestra el Gráfico 2, la tasa de inflación ha sido permanentemente más alta en Esta-

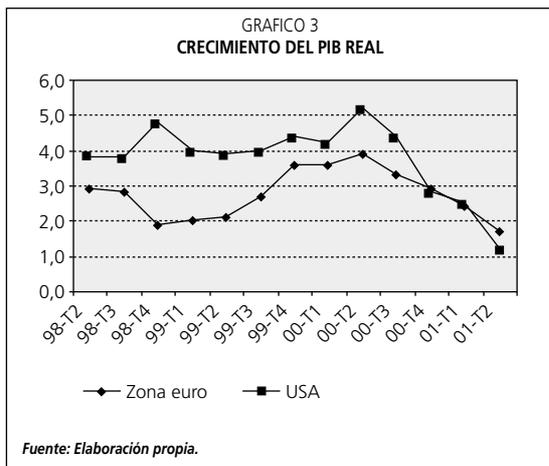


COLABORACIONES

dos Unidos en el período de referencia. Tan solo recientemente, debido a la mayor repercusión inflacionaria de la subida de precios del petróleo en Europa, y a la intensidad de la desaceleración económica en Estados Unidos, las tasas se acercan. No puede ser, por tanto, el comportamiento de esta variable la causa de la depreciación del euro.

**B) El diferencial de crecimiento real**

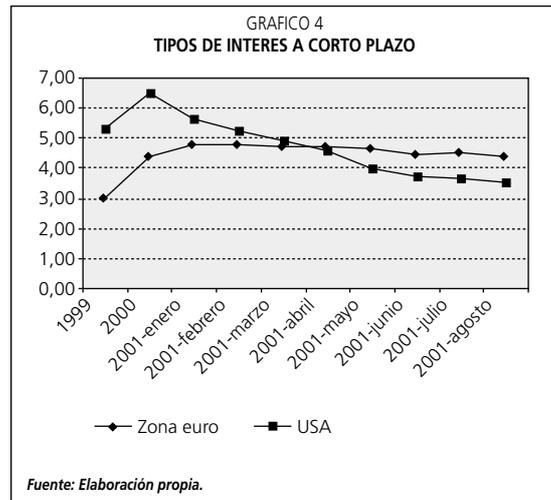
En la etapa considerada, la producción crece a tasas muy superiores en Estados Unidos, debido a los incrementos de productividad provocados por el progreso técnico, especialmente el relacionado con las tecnologías de la información. Esto podría justificar la fortaleza del dólar, y, de hecho, es la razón más citada por los analistas. Obsérvese, no obstante, que desde el cuarto trimestre del año 2000 la economía norteamericana se desacelera bruscamente, y en la actualidad la zona del euro crece más.



**C) Diferencial de intereses**

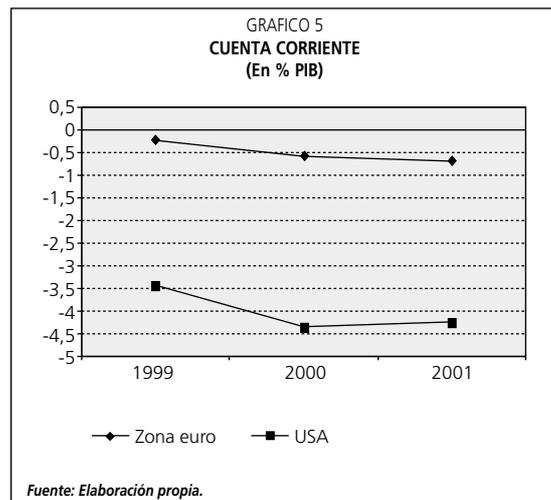
Los tipos de interés a corto plazo han sido durante estos años considerablemente más altos en Estados Unidos que en Europa. Las salidas de capitales europeos hacia Estados Unidos podrían ser otra de las razones de la debilidad del euro, pese a que en realidad los capitales europeos se dedicaron a la compra de acciones más que de bonos. Nótese, sin embargo, que durante el año 2001 los tipos de interés caen más rápidamente en

Estados Unidos que en la zona del euro, siendo ahora más bajos.



**D) Cuenta corriente de la balanza de pagos**

Se mantiene casi en equilibrio durante los tres años en Europa, lo que contrasta con el enorme y persistente déficit estadounidense. No puede ser ésta, en consecuencia, una de las razones de la debilidad del euro.



COLABORACIONES

podían justificar la fortaleza del dólar. Hoy, por el contrario, todas las variables parecen favorecer al euro. Sin embargo, éste no acaba de remontar el vuelo, ni siquiera tras los atentados del 11 de septiembre. En este sentido, el auténtico misterio del comportamiento del tipo de cambio euro/dólar se está produciendo ahora, en octubre de 2001.

Pero, como se ha señalado antes, el tipo de cambio también depende de las expectativas sobre el valor futuro de las variables fundamentales. Podría, pues, argumentarse que es en ellas donde se encontraría la explicación de este aparente misterio. Por ejemplo, si los agentes económicos esperasen una fuerte y pronta recuperación de la economía norteamericana, el valor del dólar estaría justificado, pese al comportamiento actual de las variables fundamentales.

Evidentemente, es más complicado rebatir una argumentación como la anterior, basada en variables difícilmente observables. Pese a ello, es posible hacerse una idea aproximada de cuáles pueden ser esas expectativas de los agentes sobre el futuro. Los institutos de investigación económica realizan previsiones sobre el escenario que cabe esperar en el futuro inmediato, y la revista británica *The Economist*, recoge una media de esas estimaciones. En el Cuadro 1 se muestran los valores esperados para las variables fundamentales en el año en curso y el próximo.

En dicho cuadro macroeconómico, que refleja el consenso del mercado, las variables fundamentales siguen enviando señales unánimemente favorables al euro. Así, se espera que la inflación siga siendo inferior en Europa; el crecimiento de la producción mayor, dentro de la atonía general; la cuenta corriente, más equilibrada. Por último, se recogen los tipos de interés a 10 años el 10 de octubre de 2001. Estos tipos son una media de los tipos a corto actuales y esperados en el futuro. Al ser más alto en Europa, cabe concluir que los mercados esperan que los tipos de interés a corto sigan siendo ligeramente superiores en el futuro inmediato.

Por lo tanto, las expectativas sobre el futuro inmediato no parecen justificar tampoco la fortaleza del dólar. En la medida en que estas previsiones no reflejen todavía todas las consecuencias de los atentados del 11 de septiembre, las previsiones de futuro pueden ser todavía peores para la economía mundial en su conjunto, pero especialmente para Estados Unidos, más directamente afectado por las incertidumbres generadas en la nueva situación.

Siempre puede argumentarse que son las expectativas sobre un futuro más lejano las que estarían detrás del comportamiento del tipo de cambio. Pero esto es altamente improbable, pues el futuro lejano afecta con mucha menos fuerza al comportamiento presente.

Una vez descartadas las otras alternativas posibles, nos queda una última posibilidad: interpretar lo que sucede como una burbuja especulativa. Es decir, el dólar tendría un valor injustificable a partir de las variables fundamentales presentes o futuras. Simplemente, los agentes se habrían autoconvencido de la deseabilidad de comprar dólares, sin base en la realidad; pero, mientras se mantenga esa creencia, se comportarán de forma que acaban provocando lo que ellos injustificadamente creen.

Lo preocupante es que la Historia nos enseña que esas burbujas especulativas suelen acabar estallando bruscamente, cuando de repente los agentes se dan cuenta de lo injustificable del precio alcanzado por el activo (sean acciones, inmuebles, o una divisa, como en este caso). No obstante, también las experiencias pasadas



COLABORACIONES

CUADRO 1 PREVISIONES			
		2001	2002
Crecimiento	Zona euro	1,6	1,5
	USA	1	1
Inflación	Zona euro	2,6	1,7
	USA	3,1	2,1
C/A	Zona euro	-0,3	-0,2
	USA	-4,2	-4
		Zona euro	USA
t/i a largo		4,63	4,59

Fuente: Elaboración propia.

demuestran que es difícil predecir la duración del fenómeno, cuándo exactamente se producirá el reajuste.

#### 4. Conclusiones

Los modelos teóricos identifican una serie de variables fundamentales que deberían gobernar el comportamiento del tipo de cambio. Destacan entre ellas la inflación, el crecimiento real, los tipos de interés y el déficit por cuenta corriente.

Cuando observamos la evolución de estas variables en los casi tres años de existencia del euro, buscando las causas de su depreciación, encontramos hasta hace poco señales mezcladas; el mayor crecimiento y los más altos tipos de interés en Estados Unidos podrían justificar lo sucedido. Sin embargo, actualmente las señales enviadas por las variables fundamentales favorecen unánimemente al euro, pese a lo que, misteriosamente, no se aprecia.

Las expectativas sobre el comportamiento de las variables en el futuro inmediato tampoco parecen proporcionar una explicación, y menos tras los atentados del 11 de Septiembre.

Cabe concluir que la explicación más probable de la fortaleza del dólar es la existencia de una burbuja especulativa. Esto resulta preocupante, pues es difícil predecir la duración de estos fenómenos, pero su final suele ser abrupto.

#### Bibliografía

1. DE GRAUWE, P. (2000): «Exchange Rates in Search of Fundamentals: the Case of the Euro-Dollar Rate». *CEPR Discussion Paper* número 2575.
2. COHEN, D. y LOISEL, O. (2000): «Why was the Euro Weak? Markets and Policies». *CEPR Discussion Paper* número 2633.
3. COPELAND, L. (2000): *Exchange Rates and International Finance*, tercera edición, Prentice Hall.
4. EUROPEAN CENTRAL BANK: *Monthly Bulletin*.
5. BANCO DE ESPAÑA: *Boletín Económico*.



COLABORACIONES



INFORMACIÓN COMERCIAL ESPAÑOLA

## **SERVICIO DE ATENCIÓN AL SUScriptor**

**El Boletín Económico de ICE pone a disposición de sus suscriptores un servicio telefónico y de fax, a fin de solucionar cualquier incidencia relacionada con la recepción, contenido, impresión e información de nuestra publicación**

**Teléfono: 91 349 39 65 - Fax: 91 349 36 34**

**E-mail: [pilar.malaga@sscc.mcx.es](mailto:pilar.malaga@sscc.mcx.es)**

*No dude en llamarnos,  
le atenderemos personalmente*