

EL PRECIO DEL CRUDO COMO NUEVO ARGUMENTO DE LA DEPRECIACIÓN DEL EURO

Yolanda Fernández y Alfonso García Mora(*)

La persistencia del tipo de cambio del euro frente a las principales monedas en su máxima depreciación desde su nacimiento, y el barril de petróleo en su máxima apreciación desde hace más de diez años, configurarían un horizonte económico y financiero significativamente distinto al vigente hace apenas unas semanas. En este sentido, la intervención concertada de los principales bancos centrales para defender la divisa europea sienta un importante precedente en la todavía corta vida de la moneda única. Razones hay, por tanto, para cuestionar las previsiones de las principales variables económicas y financieras. La naturaleza de las alteraciones que han tenido lugar, la reacción de los mercados financieros a las mismas y los fundamentos para que éstas arraiguen son objeto de este artículo.

1. Situación actual: el precio del petróleo y el euro

Lejos queda la fecha del 10 de diciembre de 1998, cuando el precio del barril de petróleo alcanzaba el nivel más bajo de la presente década, situándose en 9,5 dólares por barril. Desde entonces, el incremento ha sido espectacular y prácticamente continuado, tendencia que se vio ligeramente interrumpida en el mes de marzo, tras el acuerdo de aumento de la producción por parte de la OPEP. Sin embargo, el mercado absorbió rápidamente el efecto positivo

que esta medida causó sobre el precio, continuando su senda alcista. El encarecimiento del crudo se ha intensificado en septiembre de 2000 superando el barril Brent los 37 dólares, situándose en máximos de los últimos 20 años. Por tanto, desde enero de 1999 hemos asistido a un incremento cercano al 180 por 100 si lo medimos en dólares y al 260 por 100, tras convertirlo a euros.

Además, no parece que en el corto plazo este comportamiento del precio del crudo vaya a remitir. La OPEP ya ha decidido un nuevo incremento de oferta en su cumbre preparatoria del 10 de septiembre, la tercera este año, y la reacción del precio puede calificarse de tibia. Este tensionamiento del precio del crudo es un elemento novedoso que ha contribuido como factor adicional depreciador de la divisa europea. De hecho, como se observa en el gráfico 1, es evidente la correlación negativa que mantienen ambas variables en los últimos tres años. Un factor explicativo podemos encontrarlo en la incertidumbre sobre la longevidad

CUADRO 1
VARIACIÓN DEL PRECIO BARRIL BRENT
(En porcentaje)

	Último mes	En. 2000-Ag. 2000	En. 99-actual
Dólares/barril...	41,22	21,99	179,52
Euros/barril.....	43,16	36,51	258,02

GRÁFICO 1
PRECIO DEL PETRÓLEO Y DÓLARES EURO

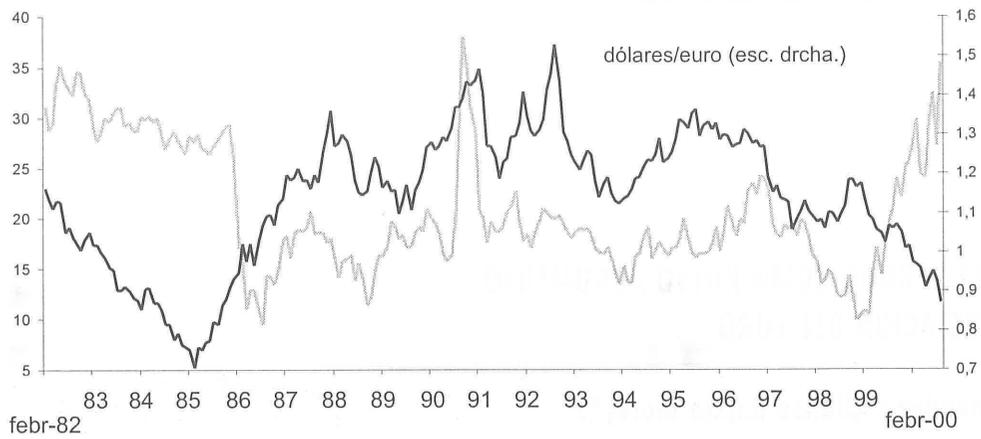
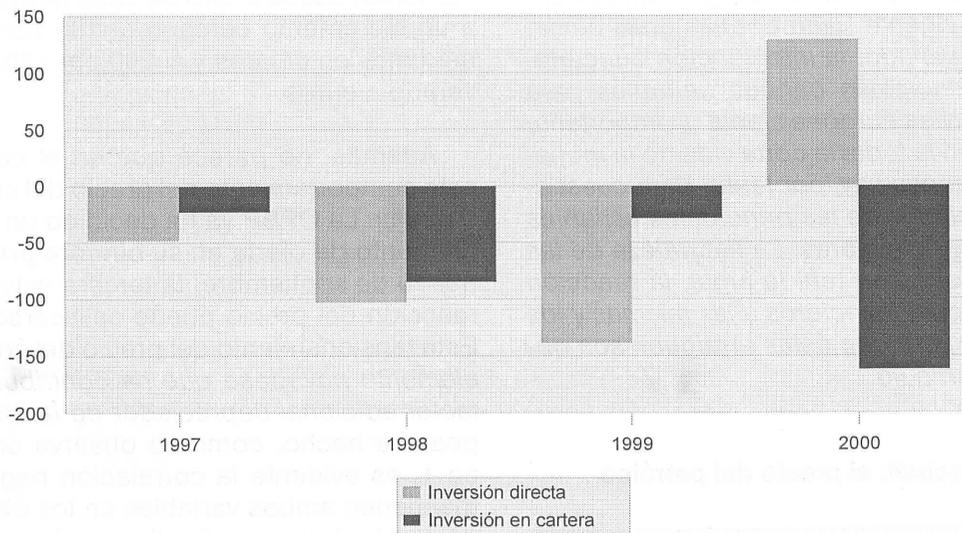


GRÁFICO 2
INVERSIÓN DIRECTA E INVERSIÓN EN CARTERA
(Flujos netos acumulados, miles de millones de euros)

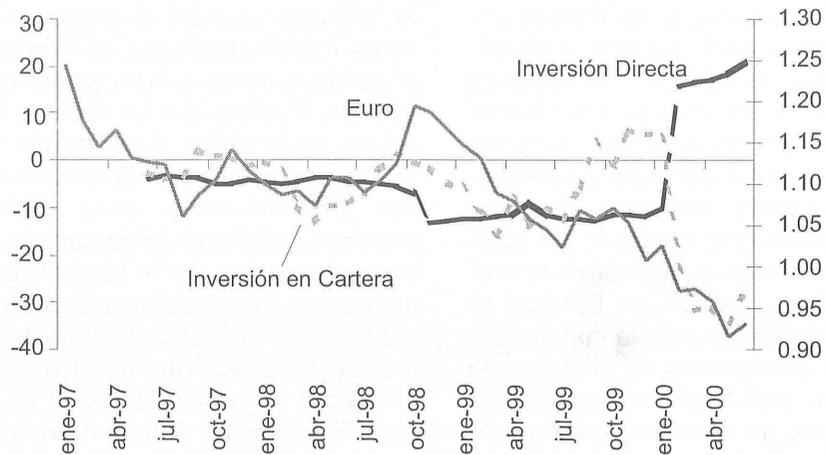


del ciclo europeo que ha generado la cotización del crudo.

Esta extrema debilidad de la divisa europea provocó que el 22 de septiembre se materializara la intervención concertada por parte de los principales bancos centrales en defensa de la moneda única. Aunque se había especulado con esta posibilidad, dada la oportuna reunión

del G-7 que se celebraba en Praga ese fin de semana, las declaraciones del Secretario del Tesoro americano (defendiendo una vez más la política de dólar fuerte) habían provocado que los mercados descartaran una intervención. Desde 1995 no se había intervenido en los mercados de forma concertada; en aquella ocasión, de forma similar a la actual, la cotización del dólar frente a las divisas europeas se ha-

GRÁFICO 3
FLUJOS DE CAPITALES EN CARTERA E INVERSIÓN DIRECTA
 (Media móvil 6 meses, miles de millones de euros)



bían alejado de los fundamentos, aunque hace cinco años era la divisa americana la que se encontraba infravalorada.

2. Factores explicativos de la depreciación del euro

La depreciación del euro frente al dólar encuentra su fundamentación esencial en las diferentes expectativas sobre la rentabilidad de las inversiones a largo plazo en una y otra economía, denominadas en una y otra divisa. En el gráfico 2 se observa el paulatino crecimiento de las salidas de capitales destinados a inversión directa fuera del área euro desde 1997, sólo interrumpido por las cifras del primer semestre del presente año. El fuerte aumento de movimientos de entradas por este concepto, sin embargo, no representa un cambio de tendencia, sino el apunte contable de la compra de la compañía germana Mannesmann por parte de la británica Vodafone. Por otra parte, los flujos de capitales invertidos en cartera también reflejan una salida neta durante los cuatro años, aunque también en este caso el dato correspondiente al año 2000 está excesivamente sesgado al alza por las contrapartidas de intercambio de acciones implícito en la operación anterior.

A pesar de que los movimientos netos de

capitales destinados a inversión directa han superado los flujos en cartera (a excepción del último año), del gráfico 3 se desprende que *la evolución de la divisa europea parece guardar una mayor relación con los movimientos netos de los flujos totales invertidos en cartera* (renta fija y variable) que con aquellos cuyo destino es la inversión directa. Así, la fortaleza del euro frente al dólar a finales de 1998 venía acompañada de una tendencia de menor salida de capitales invertidos en cartera (medias móviles seis meses) mientras que a principios de 2000 estos aumentaban fuertemente coincidiendo con la mayor debilidad de la moneda única.

Esta afluencia de flujos de capital en cartera a Estados Unidos es un factor clave en la cotización del euro que no es previsible que se amortigüe a corto plazo. Así, la presunción de una pronta, aunque moderada, desaceleración en la economía de EE.UU. no ha estado acompañada de descensos significativos en los beneficios empresariales históricos ni esperados, al tiempo que se han ido sucediendo indicadores suficientemente expresivos de una mayor eficiencia en la utilización de todos los factores, en especial, del trabajo. La productividad del trabajo sigue rompiendo la tradición estadística de la economía americana, hecho que es tanto más sorprendente cuanto más avanza-

da está la fase expansiva del ciclo y menor es la tasa de desempleo.

A esos incentivos para la compra de activos estadounidenses se añaden las decisiones estratégicas de empresas ubicadas en sectores básicos de la economía europea tendentes a la compra de empresas, o participaciones significativas de las mismas, en EE.UU. en sectores no sólo estrechamente vinculados a la "nueva economía". Muy simplificado: persiste esa suerte de división entre generación de ahorro (UEM) y utilización eficiente de éste (EE.UU.). Esa capacidad de atracción de capitales que sigue exhibiendo la economía americana sólo se atenuará cuando en Europa se perciba como irreversible no sólo la instalación de sus principales economías en una senda clara de expansión, sino cuando ésta se encuentre acompañada de ciertas garantías de continuidad. Eso es equivalente a generar expectativas de reproducción en el viejo continente de las transformaciones que siguen avallando la singularidad del patrón de crecimiento en EE.UU., fundamentalmente esos ritmos de crecimiento de la productividad superiores al 5 por 100 (5,7 por 100 anualizado en el segundo trimestre de 2000), los más intensos en las tres últimas décadas (gráfico 4).

Junto a los factores de fondo que impulsan la depreciación de la moneda única en las últi-

mas semanas se han conjugado otros, de índole más cualitativa. Nos referimos a las declaraciones de Schröder mostrando su complacencia con la depreciación del euro por el efecto impulsor sobre la recuperación de la actividad, especialmente en Alemania del Este. En nuestra opinión la información asociada a estas manifestaciones es relativamente poco importante aunque la inoportunidad haya podido jugar algún papel en la caída libre de la cotización de la divisa. Aun cuando fuera objetivamente posible atribuir la reacción de los mercados de divisas a esas declaraciones, la cuestión no es sólo lamentarse por las mismas, sino desconfiar de la capacidad de procesamiento de información relevante que llevan a cabo esos mercados. La información asociada a esas declaraciones (relativa a la historia, sin prejuzgar el futuro del euro) es relativamente poco importante: mucho menos, en todo caso, que las más directamente expresivas de la evolución de los fundamentos de ambas economías.

Los mercados, debemos asumir, en ocasiones no son tan eficientes como se presume: episodios de sobre reacción, comportamiento gregario, contagio excesivo, han sido frecuentes en los últimos tiempos, y han estado más determinados por tensiones psicológicas fácilmente transmitidas por los grandes inversores institucionales, que por variaciones en la infor-

GRÁFICO 4
CRECIMIENTO DE LA PRODUCTIVIDAD EN EL SECTOR NO AGRÍCOLA EN FASES EXPANSIVAS
(Variación media anual durante el periodo)

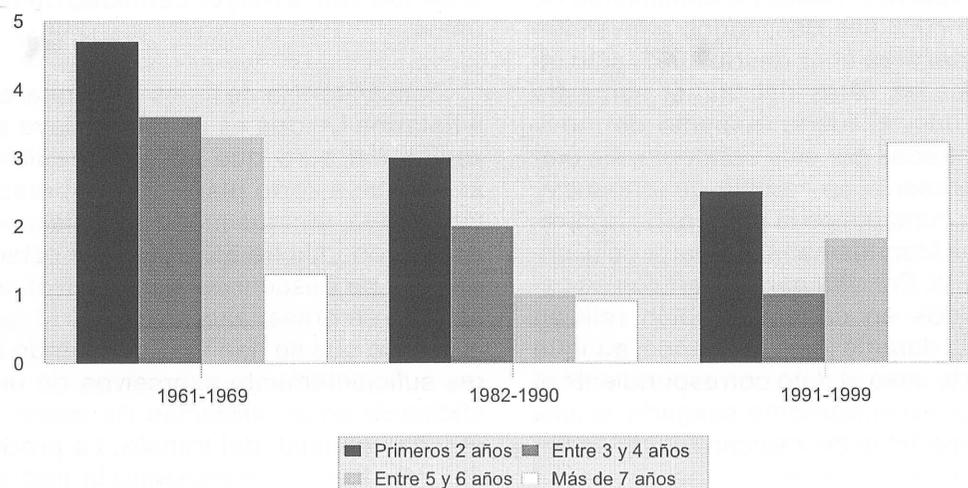
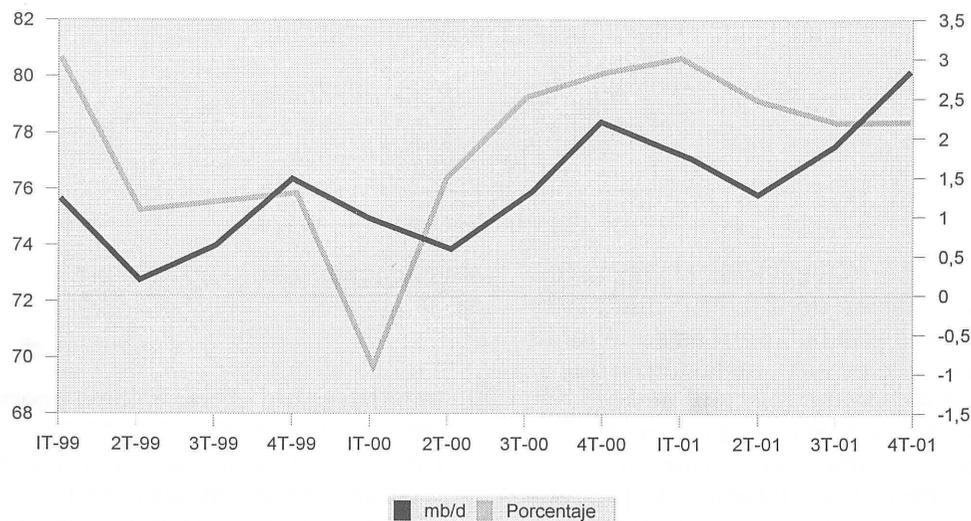


GRÁFICO 5
DEMANDA DE BARRILES Y CRECIMIENTO DE LA DEMANDA(1)



(1) mb/d: millones de barriles diarios.

Fuente: Agencia Internacional de la Energía, *Monthly Oil Market Report*, 9th August 2000.

mación considerada relevante para el proceso de formación de sus precios.

3. Oferta y demanda de crudo

Al analizar los motivos que han provocado la senda alcista del precio del crudo durante el último año, es necesario hacer referencia tanto a la oferta como a la demanda. La oferta de crudo durante los últimos meses no ha acompañado al fuerte incremento de la demanda, consecuencia ineludible de la recuperación económica actual, con previsiones de crecimiento mundial en torno al 4,5 por 100 para el presente año. El tirón procedente de la recuperación de las economías latinoamericanas y la consolidación de la reactivación del Sudeste asiático han influido considerablemente en la evolución de la demanda total, en tanto que los países no-OCDE representan en torno al 37 por 100 de la misma. Junto a ello, la proximidad del invierno en el hemisferio Norte hace pensar que la demanda, lejos de relajarse, continuará aumentando en el medio plazo. La demanda de derivados del petróleo por los consumidores es muy inelástica, al menos en el corto plazo, de tal forma que incrementos en el precio de los derivados no conllevaría reducciones significativas en la demanda ni de gasolina ni de gasóleo de calefacción. Todo lo contrario, el efec-

to sería sustitutivo, de tal forma que los consumidores pagarían más por la energía, reduciendo aquellas partidas de su renta destinada a otros bienes de consumo.

Por otro lado, la posible sustitución del petróleo por energías renovables no parece que se pueda producir en el corto plazo, siendo su repercusión, en cualquier caso, mucho menor de lo que en un principio sería necesario para tener un efecto sustitución destacable (gráfico 5).

Sin embargo, no es únicamente el fuerte impulso de la demanda lo que está desencadenando la situación actual. El desequilibrio entre oferta y demanda parece importante, superando en gran medida la demanda al volumen producido, con unos inventarios que se encuentran en niveles mínimos. De hecho, la capacidad disponible de producción es bastante reducida. De los países de la OPEP (que producen entorno al 40 por 100 del total) únicamente Arabia Saudita podría aumentar su producción significativamente, teniendo en cuenta además que la producción actual del cártel está próxima al máximo de los últimos 20 años.

En la reunión de la OPEP del pasado 10 de septiembre se acordó un incremento de la producción de 800.000 barriles diarios, lo cual

CUADRO 2
OFERTA DE CRUDO

	Ampliación acordada Septiembre de 2000	Producción efectiva Agosto de 2000	Capacidad de producción actual	Capacidad de ampliación
Arabia Saudí.....	8,513	8,55	10,5	1,95
Irán.....	3,844	3,67	3,73	0,06
Venezuela.....	3,018	2,92	2,95	0,03
Emiratos Árabes.....	2,289	2,28	2,4	0,12
Kuwait.....	2,101	2,14	2,4	0,26
Total OPEP.....	26,2(*)	28,79	31,63	2,84

(*) Sin Iraq (produce en torno a 3m.bpd.)

equivale a un 3,2 por 100 del total. No obstante, la oferta de los países de la OPEP durante el mes de agosto era 435.000 barriles superior al objetivo establecido en julio, de tal forma que si bien no se había determinado un aumento oficial de las cuotas, *de facto* ya se estaba produciendo más de lo establecido. Sin embargo, sería necesario añadir los aumentos de producción de países exportadores de petróleo como México, que también han anunciado futuros incrementos. Por tanto, a pesar de que la decisión de la OPEP es una buena señal de cara a la formación de expectativas sobre los precios futuros, para que en el corto plazo tenga un efecto importante sobre la producción debería ir acompañado de la adopción de medidas similares por parte de otros países productores fuera de la OPEP. No obstante, incluso si suponemos que este incremento de la producción es significativo, podría surgir un segundo problema, procedente de la dificultad de movilizar una producción que excede en gran medida los niveles de periodos anteriores. De esta forma, a los ya existentes problemas de desequilibrio entre oferta y demanda habría que añadir la existencia de rigideces en la distribución.

Por tanto, la consideración de ambas fuerzas –oferta y demanda– no aporta una conclusión favorable a la restauración de un precio en las proximidades de los 25 dólares, como hasta hace poco incorporaban en promedio las hipótesis en la mayoría de las previsiones de crecimiento económico para el año 2001. Si bien, ello tampoco respalda la posibilidad de que el precio del petróleo se establezca en niveles superiores a los 35 dólares diarios. La relajación de las expectativas alcistas que la reunión del 10 de septiembre provocó llevaría a una situación en la que el precio estuviese realmente determinado por oferta y demanda, sin que se produzcan sobre-reacciones en el mercado

ante la posibilidad precios excesivos en el futuro.

4. Impacto sobre el crecimiento económico

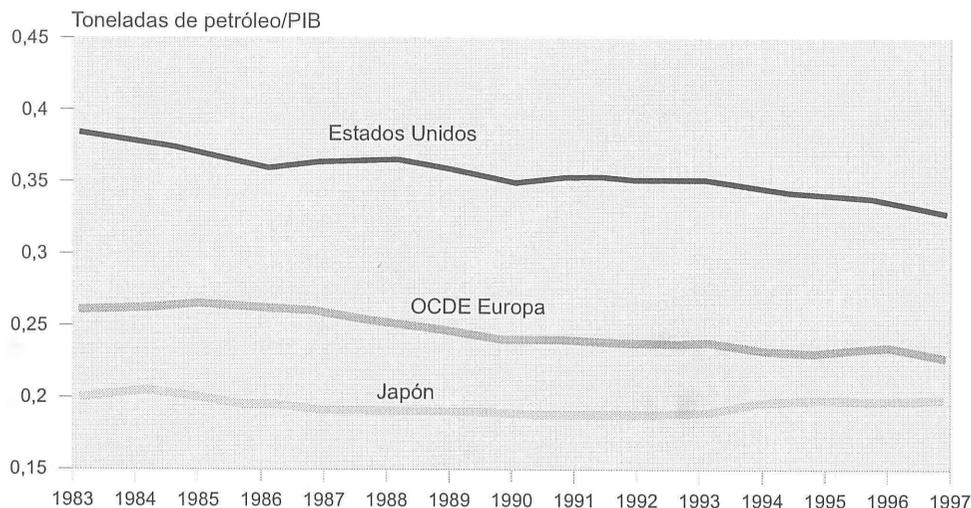
Dos consideraciones son necesarias a la hora de analizar el impacto que la situación actual del precio del petróleo puede tener en el crecimiento económico del área euro.

En primer lugar, la dependencia de la economía europea del petróleo no es tan elevada como en anteriores ocasiones. Según estimaciones de la Comisión Europea, el consumo de petróleo por unidad de PIB en la economía de la UE ha disminuido desde el 0,15 por 100 en 1973 al 0,08 por 100 en la actualidad. Como se puede observar, la tendencia de la intensidad energética(1), tanto en los países europeos de la OCDE como en EE.UU., es bajista, disminuyendo considerablemente desde principios de los ochenta a la actualidad (gráfico 6).

En segundo lugar, no pensamos que el petróleo vaya a situarse en márgenes superiores a los 32–35 dólares por barril. En este escenario, consideramos poco probable que el impacto sobre el PIB sea suficientemente significativo como para provocar un efecto sostenido y negativo sobre el crecimiento europeo, que provoque nuevas tensiones monetarias y cambiarias. De hecho, el impacto que el mantenimiento de elevados precios en el petróleo puede tener en el PIB es menor que en anteriores crisis económicas. La disminución de la intensidad energética, junto con la reducción del consumo de petróleo por unidad de PIB, respaldan esta hipótesis.

La OCDE realiza un estudio mediante el cual se estima el efecto que un incremento del precio del petróleo podría causar en diferentes va-

GRÁFICO 6
EVOLUCIÓN DE LA INTENSIDAD ENERGÉTICA



Fuente: OECD, Economic Surveys, *United States*, 2000.

CUADRO 3

	2000	2001
Precio del petróleo.....	29,8	33
Precio del petróleo (variación)	4,6	10,3
<i>Desviaciones en el PIB (En porcentaje)</i>		
EE.UU.	-0,1	-0,3
Japón.....	-0,2	-0,6
UE.....	-0,2	-0,5
<i>IPC</i>		
EE.UU.	0,1	0,5
Japón.....	0,2	0,6
UE.....	0,2	0,8

Fuente: OCDE, Estimaciones publicadas en la reunión del FMI/BM en Praga, 25/09/2000.

riables macroeconómicas(2). En el año 2000 la reducción del PIB podría llegar a ser como máximo de dos décimas en la UE y en Japón. Por tanto, el impacto en ningún caso sería tan significativo como en anteriores crisis petrolíferas. Sin embargo, el efecto sí podría ser más importante en el año 2001, llegando a suponer un 0,5 por 100 del PIB, pero siempre considerando que el precio se situase en torno a los 33 dólares por barril.

Si analizamos el impacto que las crisis energéticas han tenido en el PIB del área euro y de EE.UU., se observa cómo en anteriores crisis el descenso en la tasa de crecimiento económico

sí fue muy significativo durante los años posteriores a la elevación del precio del petróleo. El impacto sobre el consumo y sobre la inversión fue notable en ambas zonas. Sin embargo, las predicciones de crecimiento para el año 2000 y 2001 únicamente se verían recortadas como máximo en 0,5 puntos porcentuales, de tal forma que no cabría esperar una recesión importante. Tanto la moderación del precio del crudo alrededor de los 30-35 dólares por barril como la menor sensibilidad de la economía actual a incrementos del crudo respaldarían este análisis.

Sin embargo, este efecto no es homogéneo, la respuesta de EE.UU., Europa y Japón a incrementos en el precio del crudo es diferente, afectando de forma desigual al crecimiento, a la inflación y a la balanza por cuenta corriente en las diferentes zonas geográficas, en función de la sensibilidad de cada área a incrementos del crudo. Japón sería el país más afectado en términos de crecimiento, debido a que su dependencia de la importación de crudo es mayor que en los otros casos.

5. Impacto sobre los niveles de inflación y tipos de interés a corto plazo

El efecto inmediato del mantenimiento de

CUADRO 4
IMPACTO DE ELEVACIONES DEL PRECIO DEL PETRÓLEO EN EL PIB
(En porcentaje)

1973					
EE.UU.	1972	4,6	5,9	9,3	3,6
	1974	-0,2	-0,4	-5,4	9,9
	1975	-0,3	2,2	-9,4	8,1
Área euro	1972	5,4	4,9	4,5	6,4
	1974	3,0	2,4	-1,1	14,3
	1975	-0,9	2,3	-1,5	11,7
1978-1982					
EE.UU.	1977	4,6	4,2	11,7	6,7
	1982	-1,9	1,4	-7,4	5,4
Área euro	1977	2,9	3,2	1,6	11,1
	1982	0,8	0,8	-3,0	11,0
1999					
EE.UU.	1998	4,3	4,7	10,7	0,9
	2000	5,1	5,1	13,0	1,6
	2001	3,4	3,0	7,5	2,4
Área euro	1998	2,7	3,0	4,5	1,5
	2000	3,6	2,9	5,7	1,6
	2001	3,4	3,4	4,7	2,0

Fuente: Eurostat y elaboración propia.

elevados precios del barril de crudo es el *incremento de la inflación*. Las variaciones en el precio del petróleo se reflejan casi de inmediato en la evolución de los precios al consumo de la energía, siendo la correlación muy alta (ya sea contemporáneamente o con un retardo). No obstante, resulta necesario distinguir entre las diferentes formas en las que se puede materializar. Por un lado, existe un efecto directo, a través del impacto sobre el consumo privado de las familias, y por otro, uno indirecto a través de las consecuencias que un elevado precio del petróleo puede tener en los costes de las empresas que, trasladados a precios, afectaría a la inflación subyacente.

Para analizar el efecto cuantitativo que un precio del barril de crudo por encima de los 30 dólares puede tener en la inflación de la zona euro, hemos supuesto dos escenarios con diferentes márgenes de precio del crudo para el período comprendido entre septiembre del año 2000 y diciembre del 2001. En este análisis, se mantiene la inflación subyacente con las mismas previsiones, asumiendo la hipótesis de que el incremento de los precios del petróleo serían absorbidos por las empresas y no repercutirían en los bienes finales.

Analizando únicamente el efecto directo

que incrementos en el precio del crudo puede tener en el IPC, se puede observar cómo el impacto no es excesivamente alarmista. En el escenario alcista, las consecuencias de una elevación del precio del crudo en la inflación sería de apenas una décima en el 2000 y de dos décimas en el 2001. Por tanto, de mantenerse los precios del petróleo en el margen de 30-32 dólares por barril, no parece que vaya a repercutir ostensiblemente sobre la inflación total; si bien este escenario asume que el incremento de los costes energéticos no es trasladado por parte de las industrias a los bienes de consumo, no afectando por tanto a la inflación subyacente. Por el momento, en el área euro no están surgiendo tensiones en el núcleo subyacente, ya que el aumento de la competencia existente en el seno de la UME, la moderación de los costes laborales y el proceso de liberalización que se está viviendo en algunos sectores contrarrestan el encarecimiento de los *inputs*. Si el impacto final en este componente se produjera, el escenario podría cambiar, teniendo un efecto más gradual en el medio y largo plazo.

Entre las repercusiones que un aumento de la inflación podría causar, hay que destacar posibles tensionamientos en la curva de tipos de interés del euro, sobre todo, en los tramos cortos y medios. Si se realiza una simulación so-

CUADRO 5
ESCENARIOS AFI PARA EL IPC EURO

BARRIL BREN 2000-2001 (DÓLARES)	ESCENARIO CENTRAL 29 - 27		ESCENARIO ALCISTA 35 - 32
	IPC	Subyacente(*)	IPC
1999.....	1,1	1,0	1,1
DIC. 1999.....	1,7	1,0	1,7
2000.....	2,2	1,2	2,3
DIC. 2000.....	2,2	1,5	2,3
2001.....	1,8	1,7	1,9

(*) IPC excluyendo el componente de energía.

CUADRO 6
ESCENARIOS AFI PARA EL IPC ESTADOS UNIDOS

BARRIL BREN 2000-2001 (DÓLARES)	ESCENARIO CENTRAL 29 - 27		ESCENARIO ALCISTA 35 - 32
	IPC	Subyacente(*)	IPC
1999.....	2,2	2,1	2,2
DIC. 1999.....	2,7	2,0	2,7
2000.....	3,1	2,3	3,3
DIC. 2000.....	2,8	2,3	3,1
2001.....	1,6	1,8	2,0

(*) IPC excluyendo el componente de energía.

bre el impacto del escenario alto en la regla de Taylor(3) de política monetaria, los tipos podrían aumentar entre 20 y 40 puntos básicos adicionales como consecuencia directa del aumento del precio del barril.

No obstante, el efecto directo es mayor en EE.UU. que en la zona euro. La mayor dependencia del petróleo de la economía estadounidense, tanto si tenemos en cuenta la intensidad energética como el consumo por habitante, supone que el impacto directo que un incremento del crudo tiene sobre la inflación sea mayor en EE.UU. que en la zona euro. De hecho, se puede observar cómo el efecto en el caso estadounidense sería de dos décimas para el 2000 y de cuatro para el 2001. Sin embargo, este efecto recogería únicamente el impacto directo, y no el que se produce a través de la inflación subyacente. En este caso, la mayor productividad de la economía estadounidense, junto con la mayor flexibilidad del mercado laboral, absorberían gran parte del incremento en los precios. Por lo tanto, a pesar de que el efecto directo, a través del componente energético es posible que sea más importante en EE.UU., el efecto total que un incremento del precio del crudo puede tener en la inflación es mayor en la zona euro. En esta dirección apuntan las previsiones de la OCDE (cuadro 3).

6. Perspectivas para la divisa europea

Una vez analizado el nuevo escenario, y el impacto que el incremento del precio del petróleo puede tener en la economía de la zona euro, resulta necesario distinguir claramente las expectativas para la cotización del euro en un horizonte temporal de muy corto plazo y la tendencia más a largo plazo.

1. El escenario macroeconómico previsto justifica una *recuperación del euro a medio plazo*.

a) Sobre la base de las anteriores consideraciones, y asumiendo que los fundamentos sobre los que se está asentando el crecimiento en Europa son suficientemente sólidos, el euro ha de recuperar parte de las cesiones excesivas de los últimos meses, una vez se estabilice, o incluso, se reduzca la intensidad exportadora de capitales a largo plazo desde los Once. Hipótesis que se sustenta, en gran medida, en el escenario que mantenemos de convergencia de tasas de crecimiento y estrechamiento de diferenciales de tipos de interés. Si hasta ahora el diferencial de tipos de interés a favor de EE.UU. podía explicar la apreciación del dólar en el corto plazo, una reducción de este dife-

rencial debe conllevar una depreciación de la divisa estadounidense.

b) Si asumimos igualmente la moderación en el ritmo de crecimiento de la economía estadounidense, ello explicitará la necesidad de corrección del abultado déficit por cuenta corriente americano, para lo que una corrección del tipo de cambio del dólar se presenta como una condición necesaria.

c) Adicionalmente, pensamos que a medio plazo perderá protagonismo uno de los factores novedosos que ha potenciado las cesiones de la divisa europea: el precio del crudo. En nuestra senda de previsión central asumimos una reconducción del precio del barril hacia el entorno de los 30 dólares por barril sobre la base de una normalización de la demanda en un contexto de ampliación de la oferta.

d) El análisis en términos de PPA es clarividente en este sentido. Si comparamos la cotización del euro con el valor de la paridad de poder adquisitivo (PPA), se observa como la PPA se sitúa en niveles cercanos a 1,20 dólares por euro, es decir, se tendría que producir una apreciación de la divisa europea de casi un 30 por 100. A pesar del carácter de medio-largo plazo que un análisis de PPA tiene, consideramos que es un buen indicador de la tendencia que debe marcar el euro en este plazo. Si bien en el corto plazo pueden existir desviaciones de la PPA debido principalmente a dos factores:

— Por el lado de la demanda, debido a las rigideces en los precios (por lo que los tipos de cambio nominales pueden moverse sin producir una respuesta proporcional inmediata en los precios domésticos relativos, de tal forma que las fluctuaciones de los tipos de cambio nominales se trasladan directamente a los tipos de cambio reales). Sin embargo, en el largo plazo estas desviaciones suelen corregirse, tendiendo a los niveles marcados por la PPA.

— Por el lado de la oferta, por las diferencias de productividad entre la zona euro y EE.UU.. De acuerdo con la *hipótesis de Balassa-Samuelson* las diferencias en la productividad de los bienes comerciables es la que determina que países con una mayor tasa de crecimiento tengan en el corto plazo una moneda sobrevaluada. Realmente, la PPA sólo es válida

para bienes comerciables, pero en tanto que el índice de precios utilizado también incorpora los precios de los bienes no comerciables, que tienen un peso más elevado en países con mayor crecimiento, se producen automáticamente desviaciones de la PPA. En el medio-largo plazo, estas diferencias en la productividad de los bienes comerciales se reducirían, en tanto que se produciría una convergencia de las mismas, mediante la difusión de la tecnología asociada a dichas productividades a través de las fronteras.

Desde un punto de vista metodológico, para calcular la PPA utilizamos una serie de inflación del euro (la publicada por Eurostat, que se basa en el consumo interno como ponderación de los IPC nacionales) y una serie sintética de tipo de cambio del euro que pondera los distintos tipos de cambio de las once monedas por el peso de los PIB nacionales. Como año base utilizamos 1980 (gráfico 7).

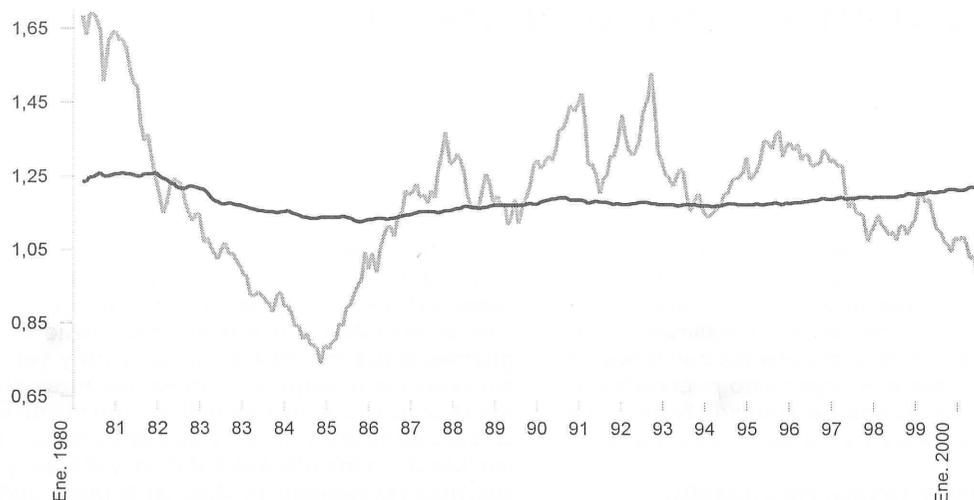
2. A corto plazo hay factores que pueden mantener debilitado el euro.

a) El precio del crudo en máximos tiene un doble impacto sobre el crecimiento del área euro, directo vía drenaje de recursos, e indirecto como consecuencia de una política monetaria más restrictiva necesaria para atajar las tensiones inflacionistas a medio plazo. Estos elementos configuran un escenario incierto para el ciclo económico de la zona y agravan las presiones a las que se está viendo sometida la moneda única. En este sentido, aunque el impacto en crecimiento pueda resultar muy similar en Estados Unidos y el área euro, la dispar posición en el ciclo es un elemento diferencial que pesa en contra de la cotización del euro.

b) El atractivo que continúa teniendo EE.UU. para los inversores, que sigue exhibiendo su capacidad para generar intensas ganancias de productividad y de mantener bajo control las presiones inflacionistas, contrasta con Europa, que no es capaz de convencer de la longevidad de su ciclo expansivo.

En definitiva, aunque somos sensibles a los factores que a corto plazo pueden retrasar el inicio de la senda sostenida de recuperación del euro, mantenemos el escenario de apreciación desde los mínimos registrados. En este

GRÁFICO 7
PARIDAD DE PODER ADQUISITIVO USD/EUR



sentido, resulta indudable que la persistente debilidad del euro está íntimamente relacionada con el atractivo que continúa teniendo EE.UU. para los inversores, economía que después de un prolongado ciclo expansivo sigue exhibiendo su capacidad para generar intensas ganancias de productividad y para mantener bajo control las presiones inflacionistas.

En contraposición, Europa no es capaz de convencer de la longevidad de su ciclo expansivo, y esta falta de confianza, reflejada en salidas de capital hacia la economía estadounidense, es, en definitiva, la causante de la prolongada senda bajista de su moneda. A lo largo de todo el año 2000 hemos estado viendo cómo se materializaba finalmente la convergencia de las tasas de crecimiento de EE.UU. y el área euro, y el consecuente estrechamiento del diferencial de tipos de interés a largo plazo entre ambas economías. Este factor, *a priori*, se contemplaba como el principal impulsor de la moneda única, si bien la realidad es que no ha tenido todavía el efecto previsto. Por el contrario, ha pesado más la ausencia de reformas estructurales que permitan a la economía europea emular el "círculo virtuoso" estadounidense, así como, más recientemente, la amenaza representada por la cotización del petróleo. En este contexto, la disyuntiva ante la que se encuentra el BCE es si debe atajar los riesgos inflacionistas procedentes del ámbito de la oferta por medio de una política monetaria más agre-

siva. No obstante, la autoridad monetaria es consciente de que esta decisión puede tener un efecto perverso sobre la cotización del euro, y, por ende, sobre la estabilidad de precios de la zona. Ésta es una de las razones que pudo justificar la decisión de intervenir en los mercados el pasado 22 de septiembre, intervención que se ha visto completada con la subida de tipos de interés del BCE del pasado 5 de octubre.

NOTAS

(*) Responsable de análisis económico, y economista, respectivamente, en Analistas Financieros Internacionales.

(1) La intensidad energética es definida como consumo de energía total por unidad de PIB, en dólares de 1990.

(2) Se trata de una modificación de la simulación realizada en el *Economic Outlook 67*, donde se realizaban las previsiones con un precio del barril en 25 dólares.

(3) Esta regla simple de política monetaria relaciona los tipos de interés nominales con la inflación y la brecha de crecimiento a través de la expresión: $r = I + 0,5(I - I') + 0,5(O - G)$

donde,

r = Tipo de interés nominal a corto plazo

I = Inflación actual

I' = Nivel objetivo de inflación

$O - G$ = Brecha de crecimiento