

FACTORES EXPLICATIVOS DEL MOVIMIENTO DEPRECIADOR DEL EURO: UNA REVISIÓN DE LOS FUNDAMENTOS

David Cano y Alfonso García(*)

1. Introducción

La evolución del euro en los últimos meses ha vuelto a alejarse de las expectativas que albergaba la mayoría de los analistas, al experimentar un movimiento depreciador frente a la práctica totalidad de monedas relevantes (ver gráfico 1). De esta forma, el euro no ha conseguido aprovechar un contexto totalmente favorable que debería haber propiciado un movimiento apreciator. Si atendemos a los modelos teóricos más clásicos que explican la evolución de una divisa, éstos apuntan a que aquella moneda con un diferencial positivo tanto de crecimiento económico como de tipos de interés debe experimentar un proceso apreciator que, sin embargo, no se ha producido en el caso del euro, a pesar de que se hayan cumplido estos supuestos. El presente artículo pretende analizar el comportamiento de las variables que habitualmente se han utilizado para explicar la evolución de un tipo de cambio y aquellas otras que en los últimos meses han podido motivar de forma más clara su evolución y que habitualmente no se recogen en los modelos: evolución del precio del petróleo, intervenciones del BCE, aversión al riesgo, etcétera.

2. El euro no se beneficia de un escenario favorable

Prácticamente desde su nacimiento, el euro ha defraudado las expectativas alcistas que en él se habían depositado, experimentando un proceso depreciador generalizado frente a las divisas más relevantes, fundamentalmente contra el dólar. No fue hasta el último trimestre de 2000, en el que diversos indicadores pusie-

ron de manifiesto que la ralentización en EE.UU. se estaba materializando, cuando el euro consiguió recuperar parte del terreno perdido frente a la divisa norteamericana.

Sin embargo, a lo largo de los primeros meses de este año 2001, precisamente cuando la economía norteamericana ha entrado en una clara fase de ralentización (más acusada si cabe en el segundo trimestre), el euro ha vuelto a experimentar un proceso depreciador sostenido. Pero no sólo la variable crecimiento debería haber jugado a favor del euro, sino también la fuerte reducción del diferencial de tipos de interés entre sendas divisas que incluso ha llevado a que los tipos del dólar se hayan situado, por primera vez desde 1994, por debajo de los europeos.

a) Diferencial de crecimiento

Como se puede observar en el gráfico 2, el crecimiento de la economía norteamericana ha superado de forma sistemática a la europea a lo largo de los últimos años, patrón de comportamiento que no se modificó hasta el último cuarto de 2000 y, sobre todo, en los primeros meses de este año.

De esta forma, el proceso depreciador experimentado en los primeros meses de vida del euro encontraba su fundamentación esencial en las diferentes expectativas sobre la rentabilidad de las inversiones a largo plazo en una y otra economía. La presunción de una pronta, aunque moderada, desaceleración en la economía de EE.UU. no se veía acompañada de descensos significativos en los beneficios empresariales históricos ni esperados, al tiempo que se sucedían indicadores suficientemente expresivos de una mayor eficiencia en la utilización de todos los factores, en especial del tra-

GRÁFICO 1
EVOLUCIÓN DEL EURO. BASE 100 : 1 DE ENERO DE 1999

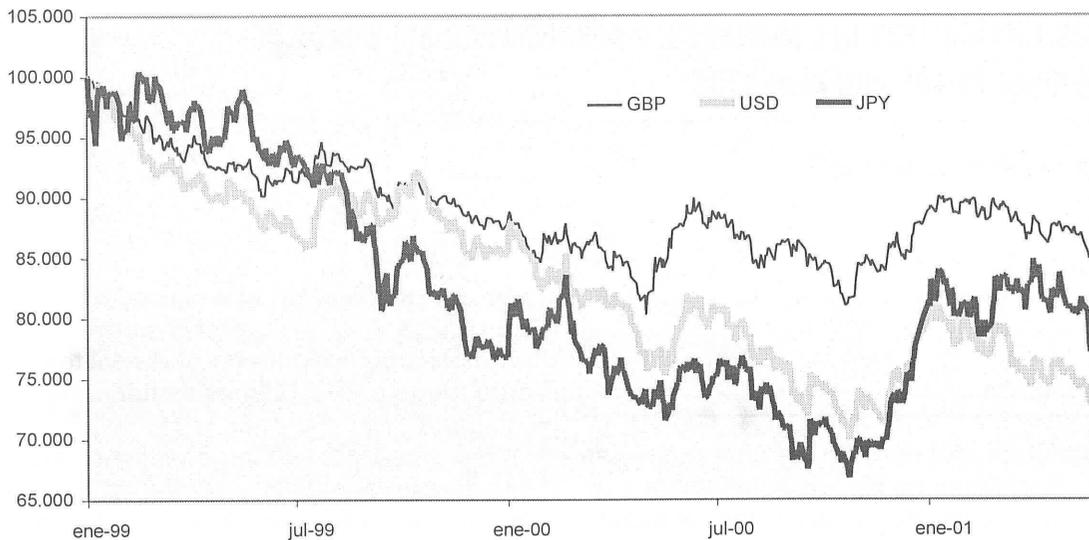
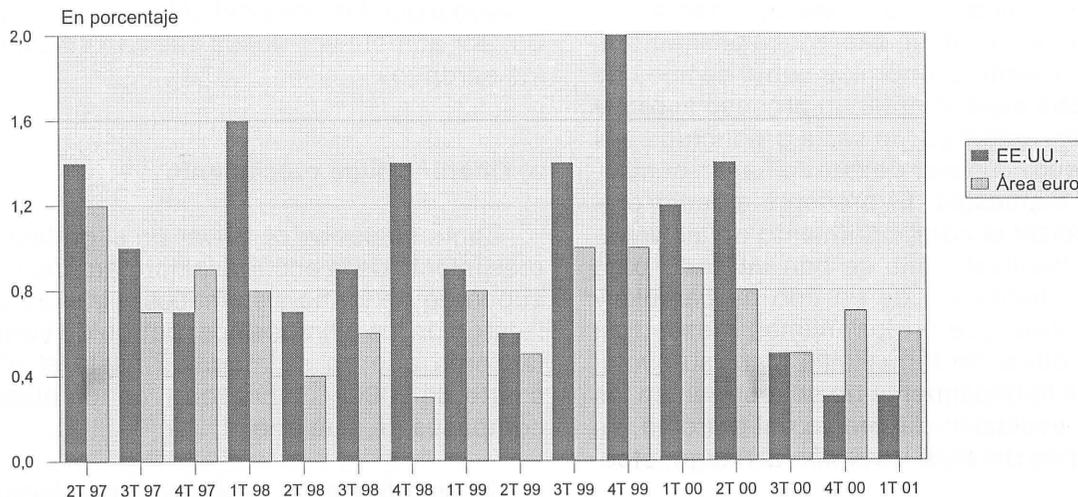


GRÁFICO 2
TASA DE CRECIMIENTO TRIMESTRAL DEL PIB EN EE.UU. Y EL ÁREA EURO



bajo. La productividad del trabajo seguía rompiendo la tradición estadística de la economía americana, hecho que era tanto más sorprendente cuanto más avanzaba la fase expansiva del ciclo y menor era la tasa de desempleo.

A esos incentivos para la compra de activos estadounidenses se añadían 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”. En líneas generales persistía esa suerte de división entre generación de ahorro (UME) y utilización eficiente del mismo (EE.UU.). Esa capacidad de atracción de capitales que seguía exhibiendo la economía ame-

ricana sólo se habría visto atenuada en caso de creerse en la continuidad de las mayores tasas de crecimiento de la economía europea frente a la estadounidense, escenario que no se produjo hasta la parte final del año 2000 y que, por otro lado, continúa en el momento actual, e incluso ofrece síntomas de una mayor profundización.

Sin querer entrar en un análisis comparativo de los cuadros macroeconómicos de ambas zonas, son muchas las evidencias que plasman el mayor ritmo de avance del PIB en los Doce que en EE.UU., cuyo crecimiento en el segundo trimestre puede ser, como reconoce la propia Reserva Federal, negativo.

Por lo tanto, como conclusión, si bien el diferencial de crecimiento sirvió para explicar el proceso apreciador del dólar en el primer año y medio de vida del euro, esta variable apenas juega un papel destacado en la evolución del tipo de cambio en 2001, toda vez que debería servir de estímulo para el euro, y éste sólo se produjo momentáneamente al final del año 2000.

b) Diferencial de tipos de interés

Uno de los elementos de análisis más destacados de esta primera parte de año es la distinta forma en la que tanto la Reserva Federal (Fed) como el Banco Central Europeo (BCE) han afrontado el deterioro de sus cuadros macroeconómicos. En el primer caso, el 3 de enero la Fed decidía recortar en 50 pb el nivel objetivo de los fondos federales, sin esperar al FOMC programado para el 31 de enero que, a su vez, se saldó con un nuevo recorte. En algo menos de 5 meses, la Reserva Federal ha rebajado en 250 pb sus tipos de interés de referencia y, lo que puede ser más relevante, se ha mostrado partidaria de ajustar nuevamente su política monetaria con la intención de evitar los riesgos que sobre el crecimiento económico puedan existir, minimizando el impacto que una excesiva relajación pudiera tener sobre el comportamiento de los precios.

En sentido contrario, el BCE ha puesto de manifiesto su extraordinaria ortodoxia sobreponderando los riesgos que puedan existir sobre la inflación, verdadero objetivo de su política monetaria. Con una cuantificación concreta

del concepto estabilidad de los precios (2 por 100), el BCE ha sido víctima de su propia rigidez y de la división de responsabilidades con las autoridades de los distintos países de la UME. Así, el BCE ha venido manteniendo un discurso centrado prácticamente en exclusiva en la perspectiva para los precios, argumentando que la única forma de garantizar el crecimiento económico es mediante reformas estructurales y no tanto relajaciones de tipos de interés. Sin querer entrar en este debate, no es menos cierto que la autoridad monetaria debe ser flexible en su análisis y toma de decisiones, sobre todo en un entorno macroeconómico como el actual caracterizado por una revisión a la baja de la duración de los ciclos económicos. Finalmente, el BCE optaba por llevar a cabo este proceso de ajuste de los tipos de interés a una mejor perspectiva para los precios a medio plazo, condicionada a su vez por el menor dinamismo económico (ver gráfico 3).

Sin embargo, este ajuste de tipos de interés ha sido mucho menos acusado que en EE.UU., circunstancia que se ha trasladado al resto de referencias de la curva de tipos. Es precisamente en este factor (diferencial de tipos de interés a 3 meses y a 10 años) en donde nos vamos a centrar a continuación.

En el gráfico 4 se aprecia cómo prácticamente desde el último cuarto de 1999 se produce un proceso de reducción de tipos de interés, que primeramente fue más acusado en el 10 años, para pasar en los últimos meses a una cierta estabilización, siendo el diferencial a tres meses el que ha experimentado un fuerte proceso de reducción que le ha llevado a ser negativo, por primera vez desde 1994.

Aquella divisa que tenga unos tipos de interés más elevados se hace más atractiva desde un punto de vista de la inversión internacional y habitualmente favorece su movimiento apreciador. De esta forma, volvemos a observar cómo la ganancia de valor experimentada por el dólar en los primeros meses de 1999 pudo venir motivada por una ampliación del diferencial de tipos de interés condicionado por una actitud mucho más beligerante por parte de la Reserva Federal a la hora de modificar su política monetaria. Sin embargo, a lo largo de este año 2001, también la evolución de los diferenciales de tipos de interés ha ofrecido una oportu-

GRÁFICO 3
EVOLUCIÓN DE LOS TIPOS DE INTERÉS DE REFERENCIA

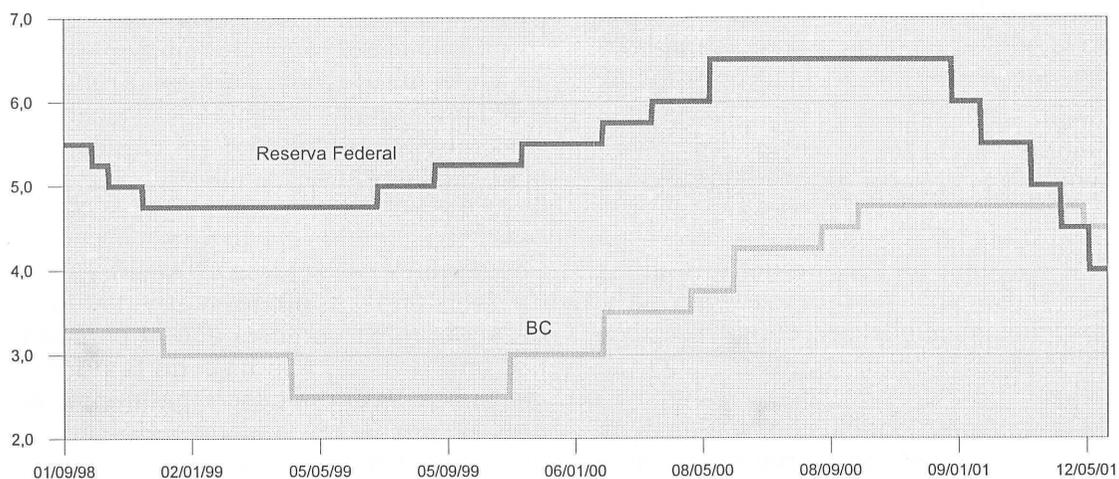
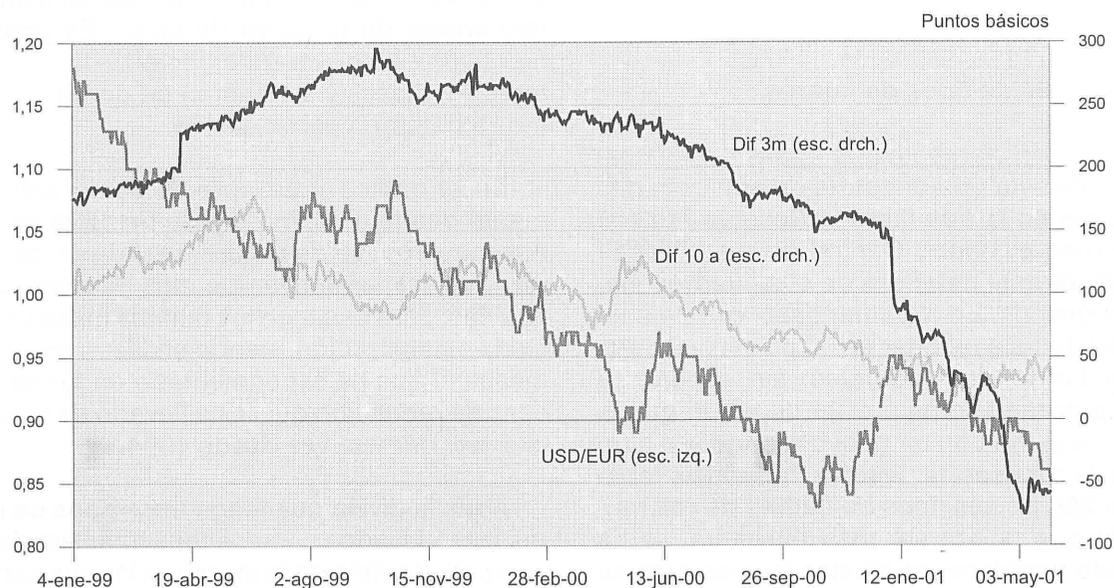


GRÁFICO 4
EVOLUCIÓN DE LOS TIPOS DE INTERÉS DE REFERENCIA



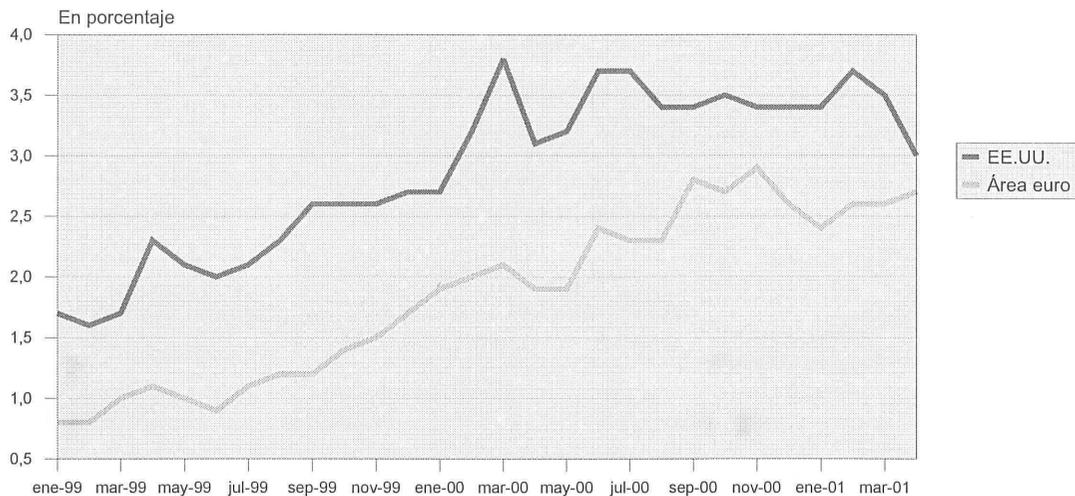
tunidad de apreciación para el euro que no ha podido aprovechar.

c) Diferencial de inflación

Un último factor, aunque su importancia en la determinación de los tipos de cambio, por lo

menos a corto plazo, es más limitada, es la evolución del diferencial de inflación entre las dos economías. En el caso del Área Euro y de EE.UU., si bien es cierto que en el período más reciente se observa una reducción del diferencial del crecimiento de los precios favorable a la UME, de forma sistemática éste ha estado por debajo del de su homólogo norteamericano.

GRÁFICO 5
EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN EN EE.UU. Y EL ÁREA EURO



no (ver gráfico 5), factor que debería haber jugado un papel favorable para la divisa europea y que, como viene quedando patente a lo largo del texto, tampoco se ha visto materializado.

Aun reconociendo las limitaciones que supone utilizar como indicador de evolución de los precios el IPC, el análisis que podríamos hacer si utilizáramos otros como los precios de producción industrial, los costes laborales unitarios, los precios de importación, etc., es muy similar, concluyendo en todos ellos que suponen un elemento, en teoría, positivo para la evolución del tipo de cambio del euro.

En definitiva, se observa que las variables más clásicas que se utilizan para explicar y anticipar la evolución del tipo de cambio no sirven en el caso del euro, sobre todo en los últimos meses, si bien es cierto que su carácter explicativo es algo superior en los primeros compases de su historia.

3. Modelos de determinación de tipos de cambio

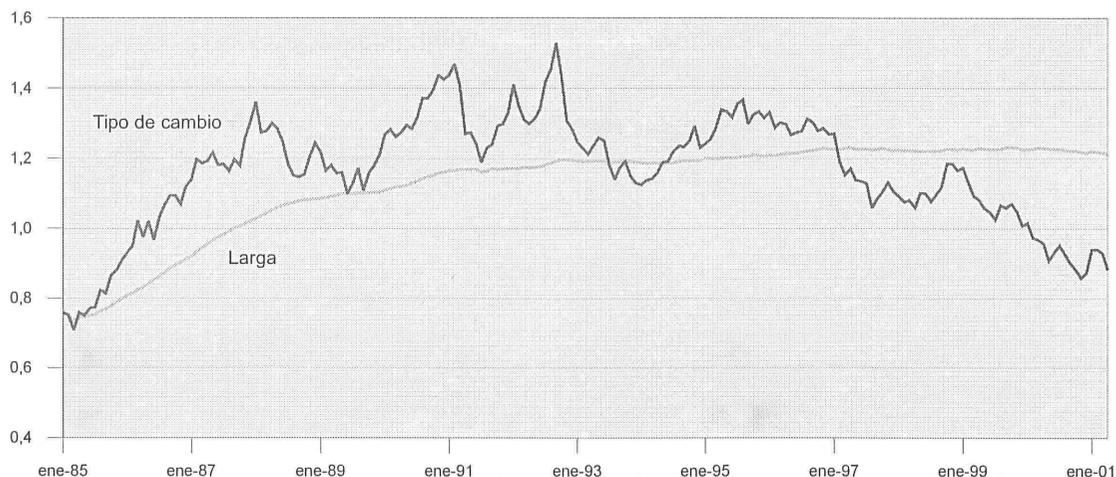
Una de las disciplinas económicas en las que existe una mayor divergencia entre las estimaciones empíricas de los modelos teóricos y la realidad existente es en el mercado de divisas. En el artículo seminal de Messe & Roggoff (1983) se ponía en entredicho la aportación de

los modelos estructurales a la predicción de los tipos de cambio, concluyendo que es el *random walk* el mejor modelo para tal fin. Desde entonces, dada la escasa efectividad de la teoría clásica en la explicación de los tipos de cambio, las líneas de investigación han ido encaminadas a explicar la evolución de los tipos de cambio en el largo plazo. De tal forma que si en el análisis econométrico se incorporan estas relaciones de largo plazo, se pueden obtener modelos que mejoren las predicciones del *random walk*, a pesar de la existencia de "ruido" en el corto plazo. Por tanto, a pesar de la escasa bondad de estos modelos en el corto plazo, el análisis de los mismos puede resultar positivo a la hora de afrontar el estudio de los movimientos del tipo de cambio con una perspectiva temporal más amplia.

Dentro de los modelos de teóricos de determinación de los tipos de cambio, la Paridad del Poder Adquisitivo (PPA) es el referente clásico utilizado para estimar la evolución de un tipo de cambio de equilibrio a largo plazo. En base a esta teoría, si el tipo de cambio es el valor de una moneda en términos de otra, la relación entre las dos divisas vendría a reflejar la *ratio* de poderes adquisitivos de ambas monedas.

La PPA encuentra su referente fundamental en la Ley del Precio Único, de tal forma que si los mercados están perfectamente integrados, los precios de un mismo bien vendidos en paí-

GRÁFICO 6
EVOLUCIÓN DE LA PPA Y TIPO DE CAMBIO DEL USD/EUR



ses diferentes deberían ser iguales cuando se convierten a la misma moneda. Si no fuera así, se podría realizar arbitraje de bienes (comprando en el país más barato y vendiendo en el más caro). La extensión de la ley del precio único a una cesta de consumo (en lugar de hacer referencia a un único bien como en el caso del famoso índice *Big Mac* publicado por la revista *The Economist*), daría lugar a la PPA. Por consiguiente, la tasa de depreciación del tipo de cambio es igual a la diferencia entre la inflación doméstica y la extranjera.

A pesar de la racionalidad y consistencia teórica de la Paridad del Poder Adquisitivo, la evidencia empírica muestra cómo las desviaciones de la cotización de un tipo de cambio con respecto al nivel de equilibrio establecido es prácticamente constante. Situación que resulta lógica en un escenario en el que la volatilidad de los tipos de cambio a corto plazo es muy elevada, mientras que los *shocks* son absorbidos muy lentamente, por lo que el ajuste vía precios no se produce con la rapidez esperada. De esta forma uno de los principales motivos por los que la PPA no se cumple en el corto plazo procede de la rigidez de los precios, razón que por sí sola no debería suponer un obstáculo para que se produjese una convergencia hacia el nivel de equilibrio a lo largo del tiempo, a medida que los salarios y los precios vayan ajustándose al *shock* correspondiente. Desde un punto de vista empírico, la PPA sólo

se cumple en países con elevada inflación, donde la depreciación de estas divisas con respecto a otras con escasa inflación es paralela a la variación de sus precios.

Aparte de la rigidez de los precios en el corto plazo, existen otra serie de factores que también han sido utilizados en la literatura de forma recurrente para explicar la escasa validez de la PPA: la ausencia de costes de transacción y transporte, la necesidad de utilizar sólo bienes y servicios intercambiados internacionalmente (en tanto que son los únicos susceptibles de arbitraje), la existencia de diferencias evidentes en la construcción de los IPC, las barreras a la competencia interna (ya sea mediante la existencia de monopolios, estándares sanitarios, IVA, etc.) y por último la existencia de diferencias de productividad en los bienes comercializables. Este último factor, siguiendo la teoría Balassa-Samuelson, supone que los países con mayor crecimiento y mayor productividad tienen en el corto plazo monedas sobrevaluadas, situación que únicamente se vería corregida en el medio plazo con la convergencia que se produce gracias a la difusión tecnológica.

Por tanto, a pesar de la escasa validez de la PPA para analizar los movimientos de una divisa a corto plazo, sí existen elementos suficientes para que se produzca una reversión hacia el nivel de equilibrio a medio plazo, tal y como se puede observar en el gráfico 6. De hecho tal

y como argumentan Frankel y Rose (1996) las desviaciones con respecto a la PPA se producen aproximadamente durante cuatro años, momento a partir del cual comienza a producirse una reversión al nivel de equilibrio.

En base al cumplimiento de la PPA, se desarrolla el modelo monetarista de tipo de cambio, referente clásico en la literatura económica. Bajo los supuestos de estos modelos y partiendo de la teoría cuantitativa del dinero, un incremento relativo de la oferta monetaria supondría un aumento del diferencial de precios, y por tanto, una depreciación del tipo de cambio; mientras que una mayor producción relativa o una disminución del diferencial de tipos de interés aumentaría la demanda real de dinero, y dada la oferta de dinero, se ajustarían los precios a la baja para recuperar el equilibrio en el mercado monetario, lo que supondría una apreciación del tipo de cambio. De igual forma, en base a la condición de Fischer, un incremento de la inflación originaría una depreciación de la divisa doméstica. Lógicamente, el principal problema de la teoría monetarista con precios flexibles es la relación positiva existente entre el diferencial de tipos de interés y el tipo de cambio, mediante el cual un incremento del diferencial de tipos de interés a favor del euro supondría una depreciación de la divisa europea. Como consecuencia de ello, Dornbusch (1976) establece la existencia de precios rígidos y el supuesto de que el cumplimiento de la PPA sólo se produce en el largo plazo, situación más acorde con la realidad descrita con anterioridad. Entre estas dos teorías surge la establecida por Frankel (1979)(1), modelo mixto en el que debido a la existencia de precios rígidos el diferencial de tipos de interés nominales está negativamente relacionado con el tipo de cambio, sin que ello sea óbice para que el diferencial de inflación tenga un impacto positivo sobre el mismo.

Por tanto, como ya establecimos anteriormente, un aumento del diferencial de crecimiento a favor del euro debería tener un impacto positivo (apreciación) sobre la divisa europea. En base al modelo de Frankel, un aumento del diferencial positivo de los tipos de interés a favor de la Zona Euro también tendría como efecto una mayor depreciación del euro. Por último, un aumento de la inflación en el Área Euro mayor que en EE.UU. daría lugar a una depreciación de la divisa europea.

García y Montero (2001) partiendo del modelo desarrollado por Frankel y recogiendo en la variable e_t los diferenciales de productividad (existencia de bienes comercializables y no comercializables), analizan la evolución del tipo de cambio dólar/euro en función del modelo descrito. Para ello estiman la siguiente ecuación mediante un análisis de cointegración:

$$e_t = \beta_0 + \beta_1 (m_t^{\text{USD}} - m_t^{\text{EUR}}) + \beta_2 (y_t^{\text{USD}} - y_t^{\text{EUR}}) + \beta_3 (i_t^{\text{USD}} - i_t^{\text{EUR}}) + \beta_4 (\pi_t^{\text{USD}} - \pi_t^{\text{EUR}}) + \beta_5 \omega_t$$

donde e_t es el tipo de cambio en logaritmos (USD/EUR), por lo que un aumento representaría una apreciación del euro; m_t la oferta monetaria; y_t el PIB; i_t el tipo de interés; π_t la tasa de inflación y ω_t la variable que recoge los precios relativos de los bienes no comercializables con respecto a los comercializables (diferencia de productividad).

La evolución de las economías europea y estadounidense en la última parte de la década de los noventa y comienzos de 2000 provoca que sea el diferencial de productividad una de las variables más relevantes a la hora de explicar la evolución del tipo de cambio. La evolución de los flujos de inversión ha estado fuertemente condicionada por comportamiento de esta variable. Los resultados obtenidos por García y Montero (2001) establecen que es el modelo monetarista en su versión de precios rígidos el modelo que mejor explica la evolución del euro, aunque resulta necesaria la introducción del diferencial de productividades entre las dos áreas. De igual forma, es notable la pérdida de importancia del diferencial de inflación y el elevado peso que adquiere el diferencial de tipos de interés en la década de los noventa. En el mismo estudio se recoge que si bien el euro nació sobrevalorado con respecto al dólar entre un 7 por 100 y un 8 por 100, el tipo de equilibrio oscilaría en torno a 0,95 una vez recogido el diferencial de productividad existente entre las dos áreas. Sin embargo, la evolución del euro en los últimos meses pone en entredicho la validez de estos modelos estructuralistas en la explicación de la evolución del tipo de cambio a corto plazo. Jamaleh (2001) mediante un análisis de regresión no lineal llega a unas conclusiones similares, poniendo de manifiesto la necesidad de introducir otra serie de variables para determinar los tipos de cambio. Variables que no quedan recogidas en ninguno de los modelos monetaristas y que su impor-

tancia en el corto plazo es especialmente relevante.

4. Otros factores explicativos de la evolución del tipo de cambio del euro

Hasta aquí se ha comprobado cómo las teorías más clásicas que explican la evolución de un tipo de cambio no se han podido aplicar en el caso del euro prácticamente desde el tercer trimestre de 2000, cuando EE.UU. comenzó a confirmar un cambio de ciclo. A continuación pretendemos señalar una serie de factores que, en nuestra opinión, han tenido un impacto notable en el comportamiento del euro.

a) Expectativas de crecimiento futuro

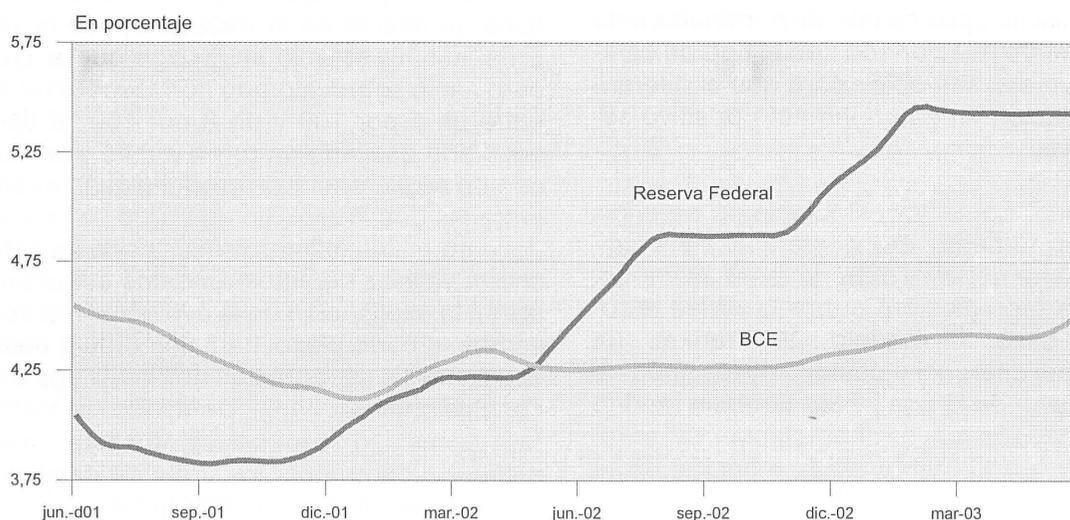
A nuestro juicio, esta es la variable que más ha influido en el reciente movimiento depreciador del euro. Como ya hemos señalado con anterioridad, la forma en la que tanto la Reserva Federal como el Banco Central Europeo han afrontado la fase de desaceleración de sus respectivas economías ha sido muy diferente. Si la Fed ha reaccionado de forma anticipada y contundente, el BCE se ha mantenido mucho más beligerante ante la negativa evolución de los precios en el Área Euro. Si bien es cierto que la posición en el ciclo y los riesgos para el creci-

miento futuro en una y otra economía eran y son bien distintos, el mercado ha establecido ya un veredicto sobre el papel desempeñado por uno y otro banco central.

Utilizando las expectativas del mercado acerca de la evolución de los tipos de interés (ver gráfico 7) para determinar la posible evolución de las economías a medio plazo, se puede observar cómo el mercado espera que la economía norteamericana esté ya en la parte final del proceso de desaceleración para iniciar a partir del tercer trimestre una recuperación. De esta forma, la Reserva Federal comenzaría a tensionar su política monetaria a lo largo de todo el 2002, hasta situar su tipo de referencia por encima del 5,25 por 100. Perspectivas muy distintas mantiene para el Área Euro, donde el mercado considera que el BCE tendrá que relajar aún más su política monetaria (es decir, decidiendo los recortes que tendría que haber realizado en meses anteriores) para iniciar a partir de ahí una etapa de neutralidad, asociada a una economía que muy posiblemente no consiga crecer por encima del 2,5 por 100, situándose de nuevo, por debajo de las tasas de EE.UU.

Estas distintas expectativas para la evolución de los dos bloques económicos son las que, en nuestra opinión, más han podido explicar el proceso depreciador del euro. Entre fe-

GRÁFICO 7
EXPECTATIVAS DEL MERCADO PARA LA EVOLUCIÓN DE LOS TIPOS DE INTERÉS DE REFERENCIA DE LA RESERVA FEDERAL Y DEL BCE



brero y abril, cuando el BCE mostraba su preocupación por los riesgos para la estabilidad de los precios, reduciendo las probabilidades de una relajación de tipos, se acentuaba la depreciación del euro. Asimismo, la publicación de los primeros indicadores positivos en EE.UU. (sobre todo de confianza empresarial y del consumidor) junto con nuevas evidencias de desaceleración en la UME, se saldaban en la mayoría de las ocasiones con nuevas pérdidas de valor del euro. Ni siquiera cuando por fin el BCE decidió recortar en 25 pb el tipo repo, la divisa europea consiguió trancar su senda depreciadora, castigada por las diferentes perspectivas para el crecimiento económico en próximos trimestres tanto en EE.UU. como en los Doce.

b) Los flujos de inversión

Los recientes avances en tecnología de comunicaciones y las mayores facilidades para invertir en bolsas extranjeras a costes competitivos han impulsado fuertemente las inversiones tanto de residentes europeos en activos fuera del Área Euro como de residentes extranjeros dentro de nuestras fronteras. En un momento de especial debilidad de la moneda europea y en el que la fortaleza de la moneda americana estaba financiándose de forma creciente con las entradas de capital extranjero, los importantes flujos de capitales desde y ha-

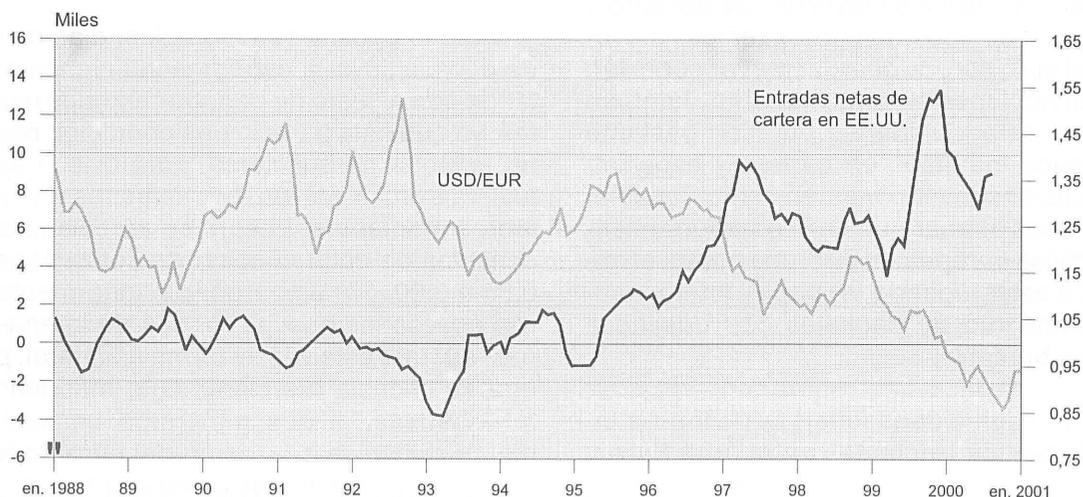
cia el Área Euro merecen especial atención. Sin duda, la debilidad de la moneda europea ha estado explicada de forma significativa por esta preferencia de los inversores europeos por activos fuera del Área Euro buscando mayores rendimientos.

En los últimos meses se observa el paulatino crecimiento de las salidas de capitales destinados a inversión directa fuera del Área Euro, sólo interrumpido por las cifras del primer semestre del pasado año muy asociadas con la compra de la compañía germana Mannesmann por parte de la británica Vodafone.

A pesar de que los movimientos netos de capitales destinados a inversión directa han superado los flujos en cartera, 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 mientras que a principios de 2000 éstos aumentaban fuertemente (ver gráfico 8).

Hasta aquí únicamente nos hemos fijado en los movimientos de la divisa europea con respecto al dólar y los flujos de capitales desde el Área Euro al resto del mundo. Sin embargo,

GRÁFICO 8
FLUJOS DE INVERSIÓN EN CARTERA Y USD/EUR



esta variable también podría reflejar importantes variaciones en los flujos de capitales americanos, de forma que la evolución de la divisa europea no se explique tanto por los acontecimientos en los mercados de capitales europeos como por las fluctuaciones en los mercados estadounidenses, estando la evolución de la divisa determinada en mayor medida por los datos referentes a esta economía.

De los datos disponibles se desprende que las entradas, tanto en deuda como en renta variable, aumentaron fuertemente desde finales de 1998, coincidiendo con las revalorizaciones que experimentó el dólar a lo largo de este periodo. Al igual que lo observado con los flujos de capitales en renta variable europea, las inversiones en cartera estadounidenses muestran una mayor correlación con los movimientos en la cotización del dólar que los flujos en renta fija, lo que nos pone de manifiesto la importancia que las preferencias de los inversores extranjeros por activos bursátiles americanos ha tenido en la cotización de su divisa. Por último, un análisis de causalidad de Granger nos lleva a aceptar la hipótesis de que los flujos en renta variable hacia EE.UU. ayudan a predecir el tipo de cambio del dólar, lo que no sucede en el caso de los movimientos de capital invertidos en renta fija.

Como conclusión, si bien existe una relación entre los flujos netos y el tipo de cambio, y desde luego, los movimientos de compra-venta de empresas han afectado significativamente a esta relación, los flujos de inversión en cartera están siendo más determinantes. En cuanto a los flujos europeos, aunque existe una clara relación entre los movimientos del euro y el diferencial de tipos de interés reales, la evolución del euro parece guardar mayor conexión con las inversiones en renta variable. También en el caso estadounidense parecen bastante significativos los flujos en cartera y especialmente aquellas inversiones en renta variable. Así, podemos afirmar que en el comportamiento de la divisa europea en su cruce contra el dólar parece estar jugando un papel determinante el movimiento de capitales con destino a mercados bursátiles.

Por tanto como consecuencia de los distintos fundamentos existentes en el Área Euro y EE.UU., los flujos de capital (fundamentalmente de cartera en renta variable e inversión

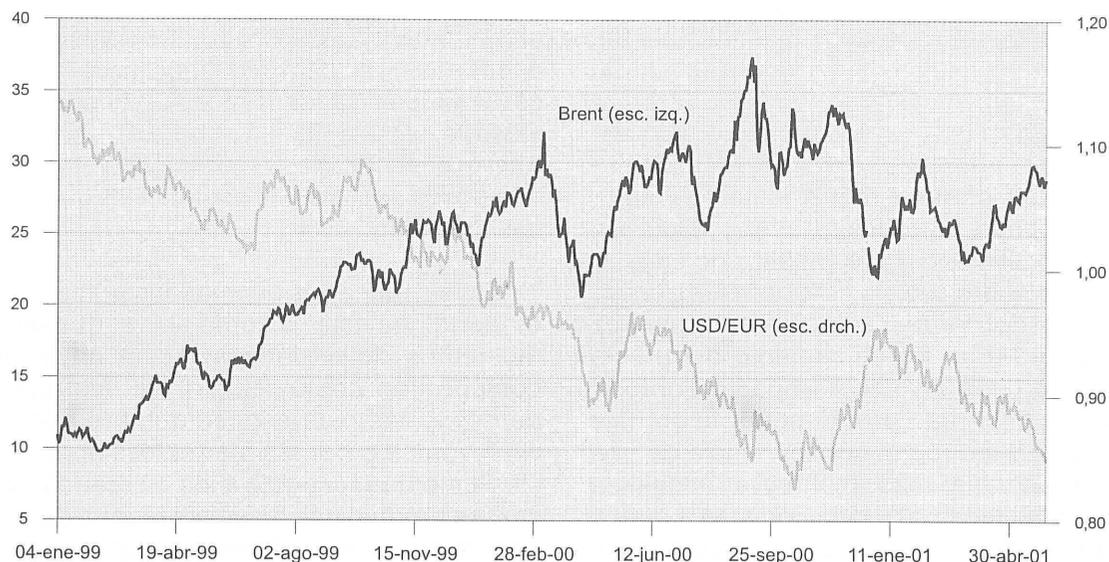
directa) han seguido pautas comunes, afectando negativamente a la cotización de la divisa europea.

c) Las intervenciones en el mercado de divisas del BCE

El 22 de septiembre de 2000 el BCE decidía llevar a cabo una intervención en el mercado de divisas de forma conjunta con los bancos centrales más relevantes del mundo: Reserva Federal, Banco de Inglaterra, Banco de Japón y Banco de Canadá. La acción supuso una relativa sorpresa, toda vez que pocos días antes los distintos miembros del Banco Central Europeo habían minimizado los efectos favorables de una acción directa en el mercado de divisas. No obstante, la fuerte depreciación experimentada por el euro, que llegó a cotizar en referencias inferiores a 0,85 dólares, elevaba las probabilidades de una intervención por parte del BCE. Además, pocas sesiones antes, la autoridad monetaria llevaba a cabo una venta de divisas, que a pesar de deberse a un ajuste de sus posiciones de tesorería, se interpretaba como una primera prueba para observar la reacción de los tipos de cambio a la presencia de la autoridad monetaria. Este tipo de venta de reservas, que se repetirá en próximas ocasiones, debe ser interpretado desde un punto de vista operativo, toda vez que es propia de la gestión de un banco central. Sin embargo, tuvo lugar en un momento en el que la sensibilidad del mercado a la presencia del Eurosistema era muy elevada. No en vano, provocó un destacado movimiento apreciador del euro, que permitió comprobar el impacto que podría tener una acción directa en el mercado.

Ante los positivos resultados, días más tarde decidía llevar a cabo una intervención contando con el resto de bancos centrales relevantes, ya que ésta parecía una condición necesaria, aunque no suficiente, para que la acción tuviera éxito. Y así fue, por lo menos en los primeros momentos. El euro se apreciaba casi 5 centavos de dólar al pasar de cotizaciones de 0,85 a 0,90. Sin embargo, posteriormente fueron necesarias nuevas rondas de intervenciones, aunque esta vez de forma unilateral, por lo que su eficacia fue claramente más limitada. No obstante, sí que generaron un suelo de mercado para la cotización del euro, toda vez que la adopción de posiciones cortas en euros suponía asumir un importante riesgo asimétrico.

GRÁFICO 9
EVOLUCIÓN DEL BARRIL DE PETRÓLEO TIPO BRENT (USD/BARRIL Y USD/EUR)



co (el BCE ya había demostrado su predisposición a actuar ante nuevos movimientos depreciadores). Como no podía ser de otra forma, la verdadera causa de la posterior recuperación del euro fueron los negativos indicadores que en materia de actividad económica se publicaban en EE.UU. Sin embargo, el BCE, con sus intervenciones había conseguido alejar al euro de sus niveles mínimos y había tomado las riendas de una responsabilidad que hasta ese momento las distintas autoridades económicas europeas habían tratado de evitar. Por lo tanto, otorgamos un papel relevante a las intervenciones del BCE, no como factor que potencie un movimiento apreciator sino como generador de un suelo de mercado.

De hecho, en el nuevo episodio depreciador del euro a finales de mayo, mientras existía la expectativa de una nueva acción del BCE, la pérdida de valor estaba limitada. Sin embargo, una vez que la autoridad monetaria descartó cualquier acción directa, el euro experimentó una profundización en su movimiento de pérdida de valor.

d) Evolución del precio del petróleo y el euro

Una de las características más reseñables

del comportamiento del mercado de divisas en los últimos meses ha sido la correlación negativa observada entre el precio del petróleo y el tipo de cambio del euro, especialmente en los momentos de mayor encarecimiento del crudo (ver gráfico 9).

A finales de 1998 el precio del barril de petróleo alcanzaba el nivel más bajo de la década, situándose en 9,55 dólares por barril. Desde entonces, el incremento fue espectacular y prácticamente continuado hasta el año 2000, tendencia que se vio ligeramente interrumpida en marzo, tras el aumento de la producción decretado por la OPEP. Sin embargo, el mercado absorbió rápidamente el efecto positivo de esta medida, continuando su senda alcista. Durante las primeras semanas de septiembre el barril *brent* alcanzaba los máximos de los últimos 20 años, situándose en 37,64 dólares, coincidiendo con los momentos de mayor debilidad del euro. Posteriormente, las primeras señales de ralentización en EE.UU. provocaron una fuerte relajación del precio del crudo ante la reducción de la demanda que suponía un menor dinamismo de la actividad económica. Esa caída del petróleo favoreció una recuperación de la divisa europea, que llegaba a cotizar en referencias de 0,95 dólares. Continuando con esta revisión de la evolución reciente, en las últimas

semanas se ha vuelto a observar un encarecimiento del crudo vinculado a unos reducidos niveles de *stocks* de gasolinas y crudo en EE.UU. que ha vuelto a situar al barril en referencias de 29 dólares, con el consiguiente impacto sobre la evolución del tipo de cambio del euro.

De esta forma, la evolución del precio del crudo es un elemento novedoso que ha contribuido a condicionar los movimientos del euro, sobre todo en la parte final del año 2000. Un factor explicativo podemos encontrarlo en la incertidumbre sobre el ciclo europeo que generó la cotización del crudo. En línea con Fernández y García (2000), el encarecimiento del precio del petróleo tiene un doble impacto sobre el crecimiento del Área Euro: directo, vía drenaje de recursos, e indirecto, consecuencia de una política monetaria más restrictiva necesaria para atajar las tensiones inflacionistas a medio plazo. De hecho, el aumento de los costes soportados por los agentes económicos podría continuar produciendo, al igual que sucediera en otoño de 2000, una rotación en las cestas de consumo y un encarecimiento de los costes empresariales, factores a los que la economía europea está mostrando una mayor sensibilidad que la estadounidense. La evolución conjunta de petróleo y euro configuran un escenario incierto para el ciclo económico de la zona y agrava las presiones a las que se ve sometida la moneda única. En este sentido, aunque el impacto en crecimiento pudiera resultar muy similar en EE.UU. y Área Euro, la dispar posición en el ciclo y la dependencia de ambas áreas de las importaciones de crudo son elementos diferenciales en contra de la cotización del euro. Por otro lado, el efecto sobre la inflación es mayor en la Unión Europea que en EE.UU. o Japón, debido tanto al mayor peso que el componente energético tiene en el IPC europeo con respecto al de EE.UU. (10 por 100 frente a un porcentaje próximo al 7 por 100), como a la menor flexibilidad del mercado europeo para poder absorber el incremento de precios energéticos mediante, por ejemplo, ajustes en los costes laborales reales. Factor que por tanto también introduciría elementos depreciadores sobre la divisa europea.

e) La aversión al riesgo

Por último, otro factor que consideramos

tiene un poder explicativo coyuntural en la evolución del tipo de cambio dólar/euro es la fuerte aversión al riesgo observada en los mercados financieros prácticamente desde verano de 2000. Históricamente, en los momentos de mayor incertidumbre sobre la evolución de las economías y la actividad empresarial se produce una fuerte salida de fondos desde la renta variable hacia renta fija soberana, así como un trasvase dentro de cada uno de estos mercados desde sectores de crecimiento hacia aquellos más defensivos.

En los mercados de materias primas, si bien es cierto que activos como el oro, que en otros momentos de elevada aversión al riesgo se comportaron como refugio, en este episodio de desaceleración e incertidumbre apenas se vio favorecido por las fuertes cesiones en bolsa. Por lo que respecta a los mercados de divisas, se produjo una mayor demanda de activos denominados en dólares, con un tipo de interés interbancario que incluso ofrecía un diferencial positivo frente a la otra divisa habitualmente considerada como refugio: el franco suizo.

En los gráficos 10 y 11 se puede observar cómo la mayor aversión al riesgo de los últimos meses se ha visto reflejada en una fuerte caída de los distintos índices bursátiles, y sobre todo en un aumento de los diferenciales de distintos sectores de renta fija (fundamentalmente de bonos *high yield*, o de alto rendimiento) frente a la deuda soberana alemana. Desde verano de 2000, en que comenzara a plasmarse de forma manifiesta la desaceleración estadounidense y la debilidad del sector empresarial, los aumentos del diferencial han ido acompañados de cesiones en la cotización de la divisa europea.

5. Conclusiones

En el presente artículo se ha querido poner de manifiesto cómo la evolución del tipo de cambio dólar/euro en los últimos meses no puede ser explicada a partir de los modelos teóricos más convencionales. Las variables que habitualmente se utilizan para determinar el comportamiento de una divisa han jugado, desde verano de 2000 a favor del euro, que, sin embargo, ha continuado experimentando un claro proceso depreciador, tan sólo interrumpi-

GRÁFICO 10
EVOLUCIÓN DEL NASDAQ, KIKKEI 225 Y EUROSTOXX 50
(Base 100 : 1 de febrero de 1999)

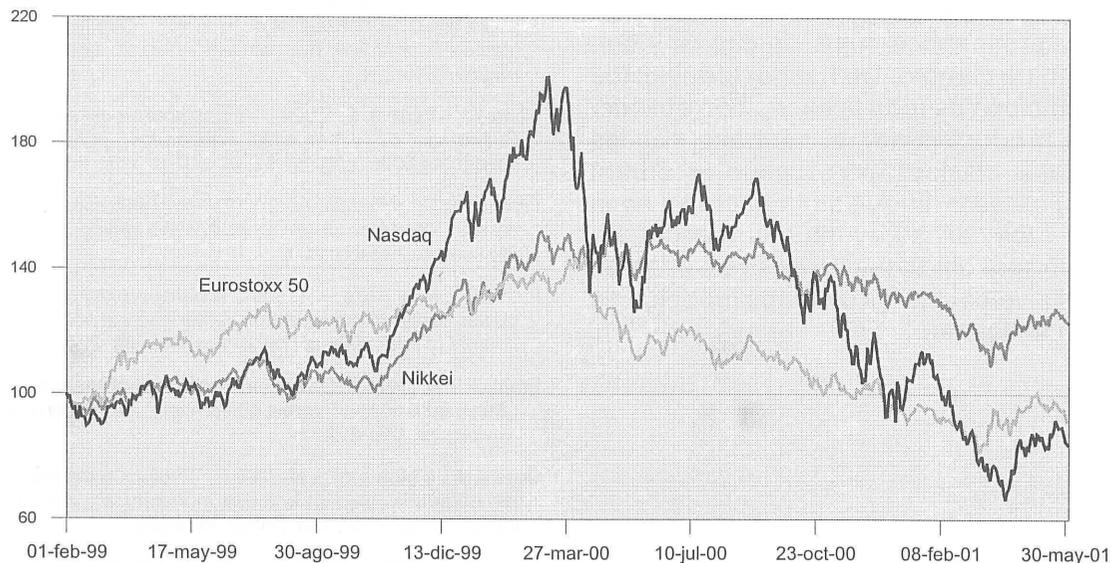
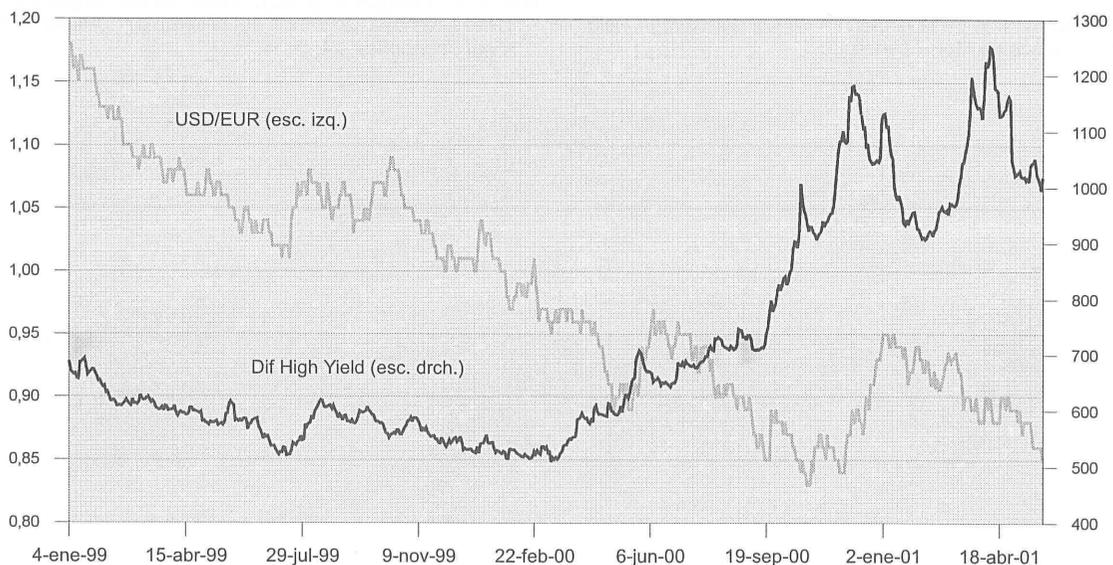


GRÁFICO 11
EVOLUCIÓN DEL DIFERENCIAL *HIGH YIELD* (FRENTE A DEUDA SOBERANA)
Y DEL TIPO DE CAMBIO USD/EUR²



do por las intervenciones del BCE y el deterioro del crecimiento estadounidense a comienzos de 2001. La fuerte volatilidad del tipo de cambio, y las desviaciones con respecto a su nivel de equilibrio, son difícilmente explicables en

base a modelos clásicos de determinación de tipos de cambio. Para ello, resulta necesario introducir nuevas variables cuyo efecto sobre el tipo de cambio no es constante pero que en determinadas coyunturas resulta especialmente

relevante. Así, a la ya consabida importancia de los diferenciales de productividad, uniríamos, las perspectivas de crecimiento futuro, la evolución del precio del petróleo y el aumento de la aversión al riesgo. Factores que en gran medida determinan los flujos de capital y con ello del tipo de cambio. De hecho, todos estos factores adicionales (con la excepción del diferencial de productividad), al contrario que las variables más clásicas, han jugado en contra del euro, y a pesar de que su impacto es en la mayoría de los casos coyuntural, mientras no se mitiguen será difícil que la divisa europea recupere los niveles que los distintos modelos de valoración anticipan.

NOTAS

(*) Departamento de Análisis de AFI.

(1) El desarrollo del modelo monetarista tanto con precios rígidos como flexibles queda recogido en García y Montero (2001).

(2) Como medida de la evolución de los bonos *high yield* utilizamos el índice de Merrill Lynch.

BIBLIOGRAFÍA

- BCE, *Informe mensual*, varios números, Banco Central Europeo, Frankfurt.
- Cano, D., y Cantalapiedra, C. (1999), "¿Es sostenible a medio plazo la actual cotización dólar/euro?", *Cuadernos de Información Económica*, número 148/149, julio-agosto de 1999, páginas 215-224.
- Cano, D., y Pereira, E. (2000), "¿Es posible crecer sin inflación?", *Cuadernos de Información Económica*, número 157, julio-agosto 2000, páginas 51-61.
- Fernández, Y., y García, A. (2000), "Un nuevo escenario para el euro", *Cuadernos de Información Económica*, número 158, septiembre-octubre 2000.
- Frankel, J. A., y Rose, K. (1996), "A panel project on purchasing power parity: Mean reversion within and between countries", *Journal of International Economics*, 40, 209-224.
- Frankel, J. A. (1979), "On the mark: A theory of floating exchange rates based on real interest differentials", *American Economic Review*, 69, 610-622.
- García, A., y Montero, J. M. (2001), "Evolución del tipo de cambio dólar/euro bajo un enfoque monetarista", *Análisis Financiero Internacional*, 103, primer trimestre.
- Jamaleh, A. (2001), "Explaining and forecasting the euro/dollar exchange rate using threshold models to capture non-linearities triggered by business cycle developments and equity markets dynamics?", Ponencia presentada en la *Forecasting Financial Markets Conference*, Londres, mayo-junio.
- MacDonald, R. (1997), "What determines real exchange rates?, the long and short of it", *IMF Working Paper*, 97/21, International Monetary Fund.
- Meese, R., y Rogoff, K. (1983), "Empirical exchange rate models of the seventies. Do they fit out of sample?", *Journal of International Economics*, 14, 3-24.