

Economía Internacional

¿FIN DE LA FORTALEZA DEL DÓLAR?

David Cano y Alfonso García Mora(*)

Introducción

Hace ahora un año, teníamos la ocasión de publicar en *Cuadernos de Información Económica* (Cano y García Mora, 2001) un artículo en el que revisábamos los factores explicativos del movimiento depreciador del euro. Una de las principales conclusiones que se extraían es que las variables más clásicas en la determinación de los tipos de cambio (en aquel momento favorables casi todas al euro) habían dado paso a otras mucho más coyunturales pero con mayor poder explicativo de la debilidad de la divisa europea. Un año después el escenario ha cambiado de forma importante, y son los desequilibrios de la economía norteamericana los que están detrás de la reciente pérdida de valor de un dólar estadounidense claramente sobrevalorado. Éste es uno de los primeros aspectos que queremos resaltar. El movimiento al que estamos asistiendo en las últimas semanas debe entenderse en clave de depreciación de la divisa estadounidense, toda vez que este movimiento no se ha producido únicamente en su cruce con el euro.

Entre los elementos que nos permitirán determinar la evolución pasada y las perspectivas para los próximos meses de la evolución del euro, no cabe duda de que la situación en términos de valoración de la divisa europea juega un papel fundamental. A partir de este análisis trataremos de identificar qué otras variables nos permiten justificar la evolución reciente del euro, identificando la situación actual de aque-

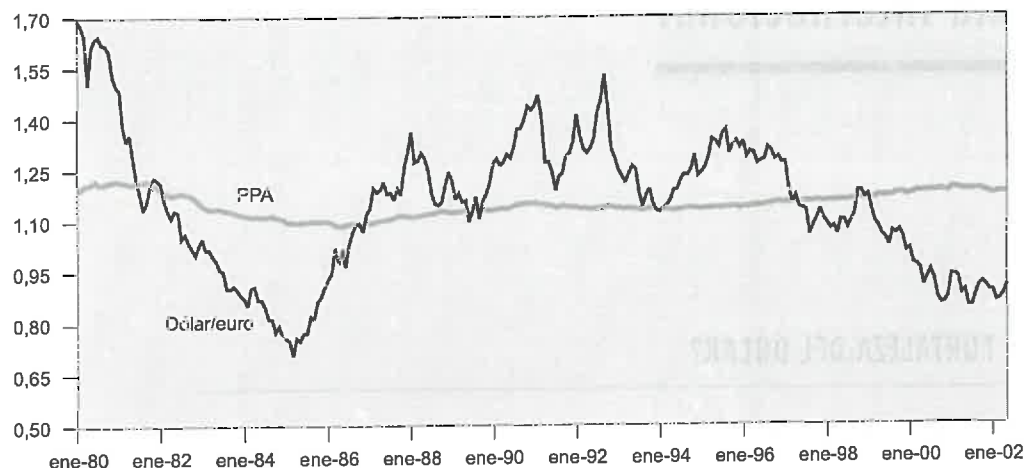
llos factores que tradicionalmente han sido utilizados en los modelos de determinación de tipos de cambio, haciendo especial hincapié en los flujos de capital. Finalmente, analizamos las consecuencias que la apreciación del euro puede tener para la política monetaria del Área Euro.

1. ¿Está el USD sobrevalorado?

Entre los elementos que han propiciado el movimiento depreciador del dólar estadounidense durante las últimas semanas no cabe duda de que la valoración juega un papel fundamental. En efecto, desde que el euro comenzase su andadura en enero de 1999 se ha producido una depreciación constante de la divisa europea, distanciándose significativamente de su nivel de equilibrio, calculado tanto en términos de Paridad del Poder Adquisitivo (PPA) como mediante el Tipo de Cambio Efectivo Real (TCER).

Tradicionalmente ha sido la PPA el modelo fundamental utilizado para analizar el tipo de cambio de equilibrio, en tanto que la asume que los tipos de cambio deberían equilibrar el precio de una misma cesta de bienes en diferentes países. En concreto, partiendo de la ley del precio único, si los mercados están perfectamente integrados, los precios de un mismo bien vendido en países diferentes deberían ser iguales cuando se convierten a la misma moneda, debido a que si no es así se podría realizar arbitraje

GRÁFICO 1
EVOLUCIÓN DE TIPO DE CAMBIO Y PPA DEL USD/EURO



de bienes (comprando en el país más barato y vendiendo en el más caro). Relación que, extrapolada a una cesta de bienes, que recoja de forma más certera la situación de un determinado país, supondría que aquella moneda cuyos precios aumenten más se depreciará frente a la otra en un porcentaje igual al diferencial de incremento de los precios. De esta manera, las tasas de inflación en términos relativos determinarían la tendencia de los tipos de cambio.

Si atendemos a la evolución de la PPA del tipo de cambio dólar/euro (gráfico 1), se puede observar cómo desde su nacimiento se ha producido una depreciación paulatina de la divisa europea, alejándose de su tipo de cambio de equilibrio. No obstante, la sobrevaloración del dólar resulta menor, en cualquier caso, de la que tuvo lugar a principios de la década de los ochenta, siendo, incluso, similar a la sobrevaloración de la divisa estadounidense en la primera parte de la década de los noventa.

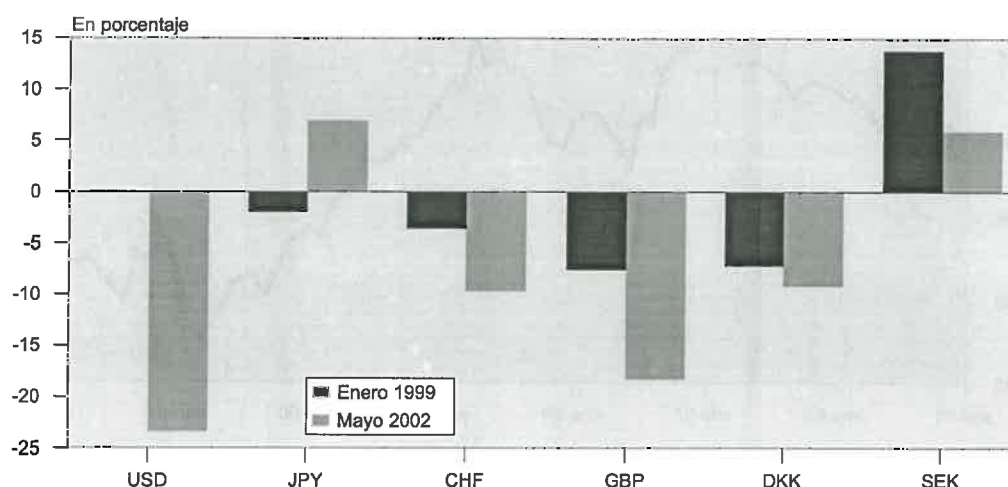
No obstante, la PPA, lejos de ser un modelo que nos permita determinar la situación de una divisa a corto plazo, se trata de un nivel de referencia, al que el tipo de cambio suele tender. De hecho, las desviaciones respecto a este nivel de equilibrio son comunes y constantes (gráfico 2), fruto tanto de factores de oferta como de demanda. Entre las causas esgrimidas para justificar la existencia de desviaciones en el corto plazo no cabe duda de que la existencia de precios rígidos resulta clave. En el corto plazo, los

precios no absorben los *shocks* con la misma velocidad que el tipo de cambio, siendo la volatilidad de éste mucho mayor. Pero más allá de esta diferencia temporal en la absorción de los *shocks*, existe otra serie de factores reales a destacar (García Mora y Montero, 2001). En primer lugar, está la existencia de costes de transacción (ya sean barreras comerciales o impuestos), que imposibilitan que se produzca el proceso de arbitraje mencionado anteriormente. En segundo lugar, y a nuestro juicio más importante, la existencia de diferencias de productividad entre los sectores de bienes comercializables y no comercializables: cuando todos los precios de los países son traducidos a una misma divisa al tipo de cambio correspondiente, los países ricos tienden a tener precios mayores que los pobres (y por lo tanto a apreciarse su tipo de cambio en términos reales). La idea subyacente se centra en que no sólo la productividad de los países ricos es mayor, sino que además en términos relativos son más productivos en el sector de bienes comercializables. Esta mayor productividad en dicho sector provoca un aumento de los precios de los no comercializables (los anteriores, debido a la competencia internacional, se supone que no varían), y por tanto una apreciación del tipo de cambio real.

No obstante, si la finalidad es identificar la sobre o infravaloración de una divisa, la PPA únicamente hace referencia a la situación entre dos divisas. Con relaciones multilaterales hay

GRÁFICO 2
DESVIACIÓN DEL EURO CON RESPECTO A SU PPA EN SU CRUCE
CON LAS SIGUIENTES DIVISAS

Comparación enero 1999-mayo 2002 (*)



(*) Un signo positivo denota sobrevaloración de euro, y un signo negativo infravaloración con respecto a su PPA.

que tener en cuenta los tipos de cambio entre todos los pares de divisas. El Tipo de Cambio Efectivo Real (TCER) trata de recoger esta situación, midiendo la evolución del tipo de cambio de la moneda de un país frente a la de los países con los que comercia, ponderando cada una de ellas por el peso que tiene en el comercio exterior del país en cuestión, y considerando el diferencial medio ponderado de inflación entre el país local y los extranjeros.

$$TCER = \left[\sum_{i=1}^N \frac{S_{it}}{S_{io}} \cdot W_i \right] \cdot \left[\frac{P_{et}}{\sum_{i=1}^N P_{it} \cdot W_i} \right]$$

donde:

$\frac{S_{it}}{S_{io}}$: Variación del tipo de cambio entre el euro y el país i .

P_{et} : IPC del Área Euro.

P_{it} : IPC del país i .

W_i : mide el peso relativo que, sobre los intercambios comerciales del área con el exterior, tienen los realizados con el país i . Para ello se

promedian las exportaciones (X) e importaciones (M) de la siguiente forma:

$$W_i = \frac{(X_i + M_i)}{\sum_{i=1}^N (X_i + M_i)}$$

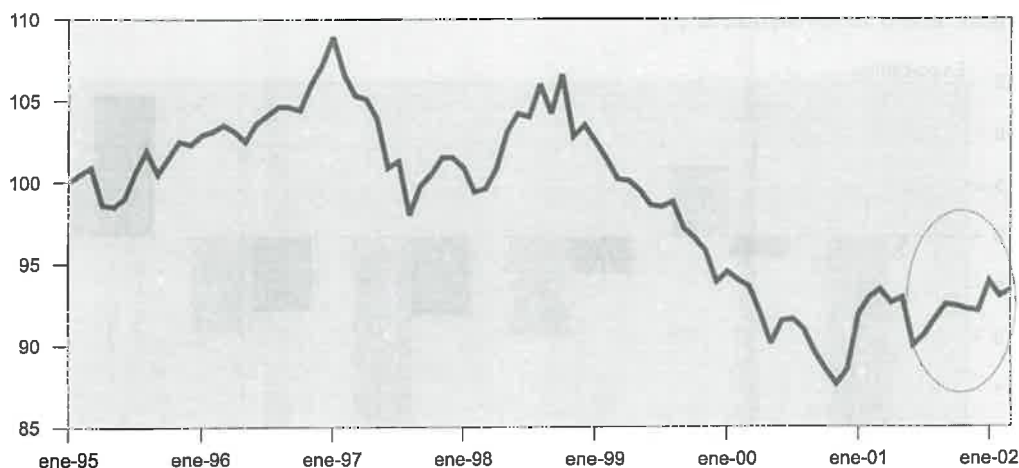
X_i , M_i son, respectivamente, exportaciones e importaciones del área con respecto al país i .

Por tanto, el TCER es el producto entre la cotización nominal de la divisa y los precios relativos frente al exterior. Un aumento del TCER supone una pérdida de competitividad de los productos frente al exterior (apreciación real).

La evolución del TCER del euro pone de manifiesto la infravaloración mostrada por la divisa europea desde su nacimiento, en enero de 1999, hasta mediados de 2001, en que comenzó a apreciarse frente al resto de divisas con las que mantiene relaciones comerciales significativas (gráfico 3).

Por tanto, la reciente apreciación del euro cabe enmarcarla dentro de un escenario en el que la divisa europea se encontraba, en términos de valoración fundamental, muy infravalorada con respecto a su nivel teórico. Sin embargo, tanto las variables ya comentadas, que

GRÁFICO 3
TCER DEL EURO (BASE 100 ENERO DE 1995)



en cierta medida limitan el alcance de estos modelos en el corto plazo, como la conjugación de otra serie de variables, han impedido que esta corrección del tipo de cambio se produjera con anterioridad, siendo el elemento claramente determinante la evolución de los flujos de capital.

2. Factores explicativos del tipo de cambio dólar/euro

Entre los factores que tradicionalmente han sido utilizados para determinar la evolución de un tipo de cambio conviene destacar tres variables. En primer lugar, el diferencial de tipos de interés. Si bien es cierto que este factor juega un papel relevante si asumimos un periodo histórico suficientemente amplio, su importancia durante los últimos años ha ido disminuyendo, probablemente condicionado, por la propia estructura de los flujos de capital. En segundo lugar, las expectativas de crecimiento de las economías han determinado gran parte de los movimientos cambiarios, toda vez que el crecimiento se identifica como una variable relevante para estimar la rentabilidad del capital allí invertido. De hecho, son las expectativas de crecimiento más que el crecimiento contemporáneo el factor que guarda una correlación más estrecha con el tipo de cambio. En este mismo sentido cabe analizar la evolución que han seguido los movimientos de política monetaria de los bancos centrales y el tipo de cambio. Durante gran parte de 2000 y 2001, la menor agre-

sividad mostrada por el BCE en la conducción de su política monetaria fue interpretada como un elemento negativo, por el efecto que pudiera causar sobre el crecimiento futuro de la economía.

Sin embargo, más allá del efecto que el crecimiento pudiera tener sobre el tipo de cambio, ha sido el diferencial de productividad la variable clave en la evolución del dólar/euro. La importancia de esta variable radica tanto en la relación directa que sobre el tipo de cambio pueda tener (comentada en el epígrafe anterior) como sobre la rentabilidad esperada en el capital invertido. Ligado precisamente a este aspecto, la evolución del dólar hay que enmarcarla dentro de un proceso de histórica atracción de capital por parte de la economía estadounidense durante la segunda parte de los noventa. Evolución que ha estado vinculada a dos factores: por un lado, la elevada productividad y por otro, la favorable evolución de su mercado de acciones a raíz del *boom* asociado a la nueva economía. Como denominador común de las dos variables, resulta necesario destacar que durante gran parte de la década de los noventa las diferencias mostradas por las tasas de crecimiento de los beneficios empresariales EE.UU. y el Área Euro han sido muy significativas, condicionando como consecuencia de ello la evolución de los flujos de capital.

Precisamente, ha sido el espectacular volumen de entradas de capital el que ha justificado

el movimiento apreciator experimentado por el dólar hasta finales del pasado ejercicio. Todo ello a pesar del elevado déficit por cuenta corriente que ha mantenido la economía estadounidense durante los últimos años y que en un escenario caracterizado por una menor entrada de flujos de capital hubiera introducido un elemento claramente desfavorable para la evolución del tipo de cambio del dólar.

3. Evolución reciente y perspectivas del tipo de cambio dólar/euro

La fase desaceleradora por la que ha atravesado la economía estadounidense difiere en varios aspectos de los modelos seguidos en otras ocasiones: fuerte incremento del precio de los activos inmobiliarios y escasa corrección tanto del consumo privado como del déficit por cuenta corriente. Es en este último aspecto en el que nos queremos centrar ya que tiene, en nuestra opinión, un importante poder explicativo del reciente movimiento depreciador del dólar.

Desde la crisis de los primeros años de la década de los noventa, la economía estadounidense registró un creciente déficit por cuenta corriente, que sistemáticamente ha coincidido con una posición superavitaria o equilibrada en el Área Euro, y claramente positiva en Japón. La teoría económica apunta a que el mecanismo de corrección del desequilibrio por cuenta corriente es, habitualmente, el tipo de cambio, ante la incapacidad de sus bancos centrales para contener, vía acciones directas en el mercado, la cotización de su divisa, y la dificultad de financiar dicho desequilibrio (cuadro 1).

Son varios los ejemplos en los que déficit superiores al 4 por 100 (Freund, 2000) han supuesto el comienzo de una crisis cambiaria (en EE.UU. son ya tres los ejercicios consecutivos en los que se ha superado). No obstante, en el caso estadounidense, a pesar de alcanzar en el primer trimestre del año un máximo histórico del 4,5 por 100 del PIB, existe un factor que no se produce en el resto de naciones: es el país que emite la moneda de transacción internacional por excelencia, por lo que no cuenta con una "limitación" en cuanto al volumen de reservas, tanto el sector público como privado apenas tienen financiación en divisa extranjera y, además, cuenta con el principal mercado mundial de activos financieros.

En el gráfico 4 se puede comprobar el incremento prácticamente ininterrumpido del déficit por cuenta corriente, y de forma más destacada en los últimos años de la década de los noventa, coincidiendo con el fuerte crecimiento de su economía. De hecho, en contra de lo sucedido en la crisis de principios de los noventa, en los años 2000 y 2001, la desaceleración del ciclo no ha ido acompañada de una corrección del déficit por cuenta corriente. Si en anteriores circunstancias las fases recesivas de esta economía habían provocado una disminución de la demanda interna, mientras que la externa continuaba creciendo a ritmos elevados, permitiendo de esta forma un reajuste de los desequilibrios, en esta ocasión no ha sido así. El hecho de que la crisis del año pasado se expandiera a todas las economías relevantes para EE.UU. en términos comerciales, junto a que los estímulos fiscales y monetarios introducidos por las autoridades norteamericanas permitieron que la demanda interna estadounidense continuase creciendo a ritmos elevados, ha provocado que no se haya producido una corrección del desequilibrio de balanza de pagos en EE.UU. De hecho, se trata de la primera crisis en la que esta corrección no se produce. Esta situación, lejos de ser un hecho puntual, adquiere cierta relevancia si la recuperación de esta economía se comienza a producir desde los niveles de déficit existentes en la actualidad, en tanto que éste podría incrementarse incluso hasta porcentajes cercanos al 5 por 100 del PIB.

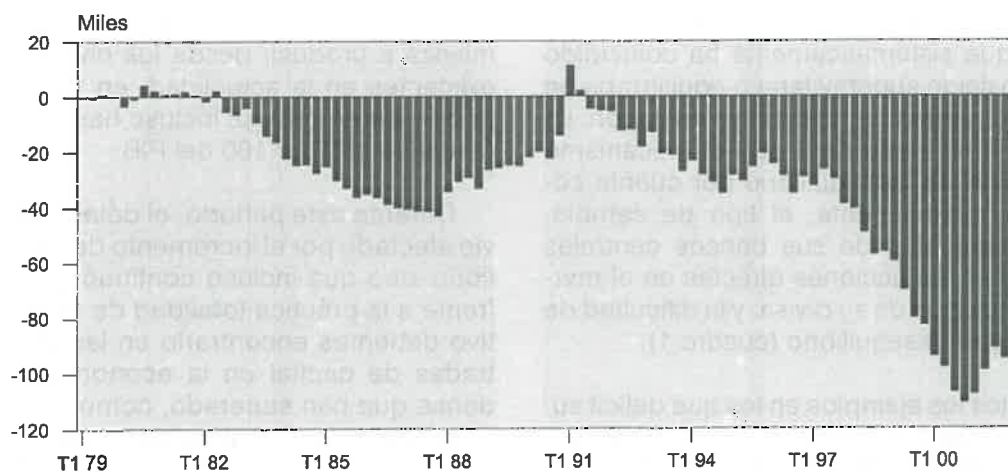
Durante este periodo, el dólar no sólo no se vio afectado por el incremento de este desequilibrio sino que incluso continuó apreciándose frente a la práctica totalidad de divisas. El motivo debemos encontrarlo en las elevadas entradas de capital en la economía estadounidense que han superado, como se aprecia en el gráfico 5 las necesidades de financiación derivadas del déficit corriente. El fuerte atractivo de las inversiones en EE.UU. gracias a la mayor rentabilidad esperada del capital, motivaba que aquel país encontrara en el resto del mundo capitales que estaban dispuestos a financiarlo. La denominada "nueva economía" supuso una clara apuesta de los inversores por EE.UU. y fundamentalmente de las empresas europeas, que acapararon entre el 80 y el 90 por 100 de las compras de activos estadounidenses. Desde 1997 hasta 2000 el volumen de entradas de capital por fusiones y adquisiciones pasó de 278.000 mill. a 1.200.000 mill. de dólares.

CUADRO 1
DÉFICIT POR CUENTA CORRIENTE Y TIPO DE CAMBIO EN LAS DÉCADAS DE LOS OCHENTA Y LOS NOVENTA

	Año	Déficit por cuenta corriente (Porcentaje del PIB)	Ajuste cambiario (tipo de cambio ajustado por ponderaciones de las relaciones comerciales)	Período de ajuste cambiario
EE.UU.	1985/87	3,1/3,7	-33,5	1985/88
Canadá.....	1991/93	3,7/3,9	-22,5	1991/95
Reino Unido	1989	5,1	+3,6	1989/92
Australia.....	1985/86	5,6/5,7	-26,6	1984/87
Australia.....	1994/95	5,1/5,4	-2,3	1994/96
Australia.....	1998/99	5,0/5,9	-10,6	1999/01
Nueva Zelanda.....	1996/97	6,0/6,7	-4,4	1997/00
Finlandia.....	1989/91	5,0/5,4	-51,8	1990/93
Noruega	1986	6,2	+4,2	1989/89
Suecia.....	1982	3,5	-5,9	1982/86
México	1994	7,1	-37	1994/98
Corea del Sur	1996	4,4	-32	1996/99
República Checa	1996	7,4	+10,6	1996/98
Polonia.....	1999	8,1	+23	1999/01

Fuente: Standard & Poor's (2002).

GRÁFICO 4
SALDO BALANZA POR CUENTA CORRIENTE
(Millones de USD)



De hecho, resulta especialmente relevante la composición de las entradas de capital en EE.UU. durante la segunda parte de la década de los noventa, fuertemente concentrada en los flujos de inversión directa, que incluso se mantuvo a lo largo de 2001. Pero no sólo se produjo un cambio en la composición de los flujos de capital, sino, también, en los flujos de cartera. En efecto, frente a la tendencia histórica, en la que la mayor parte de la entrada de flujos iba

destinada a la compra de referencias del Tesoro estadounidense, desde 1995 son los bonos corporativos, las agencias y, sobre todo, las acciones, los instrumentos que atraen el porcentaje más elevado de capital, mientras que el saldo neto de las referencias de deuda pública pasa a ser incluso negativo.

Esta evolución basada en unas expectativas de rentabilidad del capital significativamente su-

GRÁFICO 5
FINANCIACIÓN PRIVADA DEL DÉFICIT POR CUENTA CORRIENTE EN EE.UU.

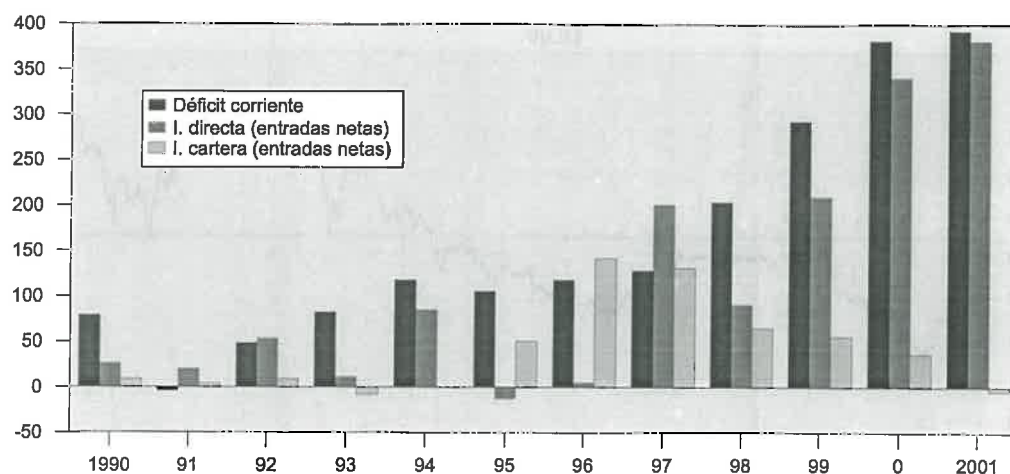
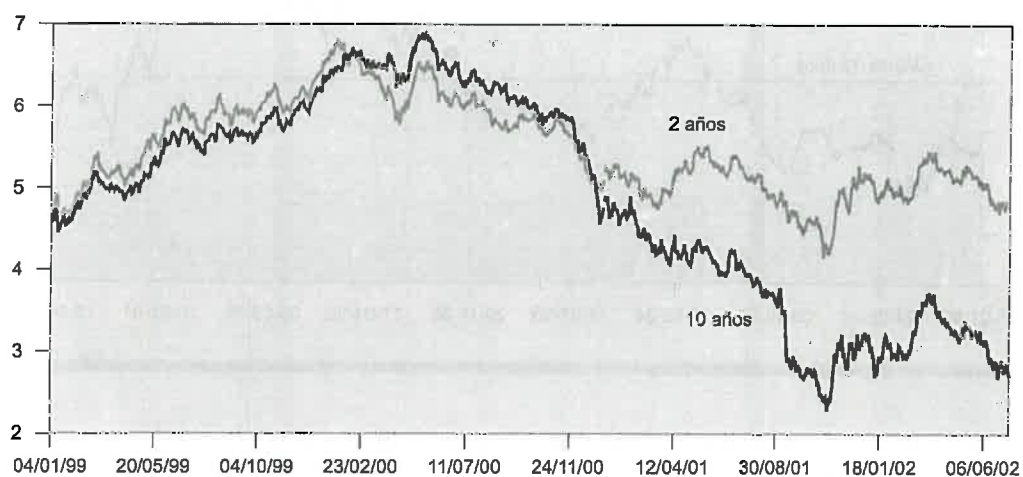


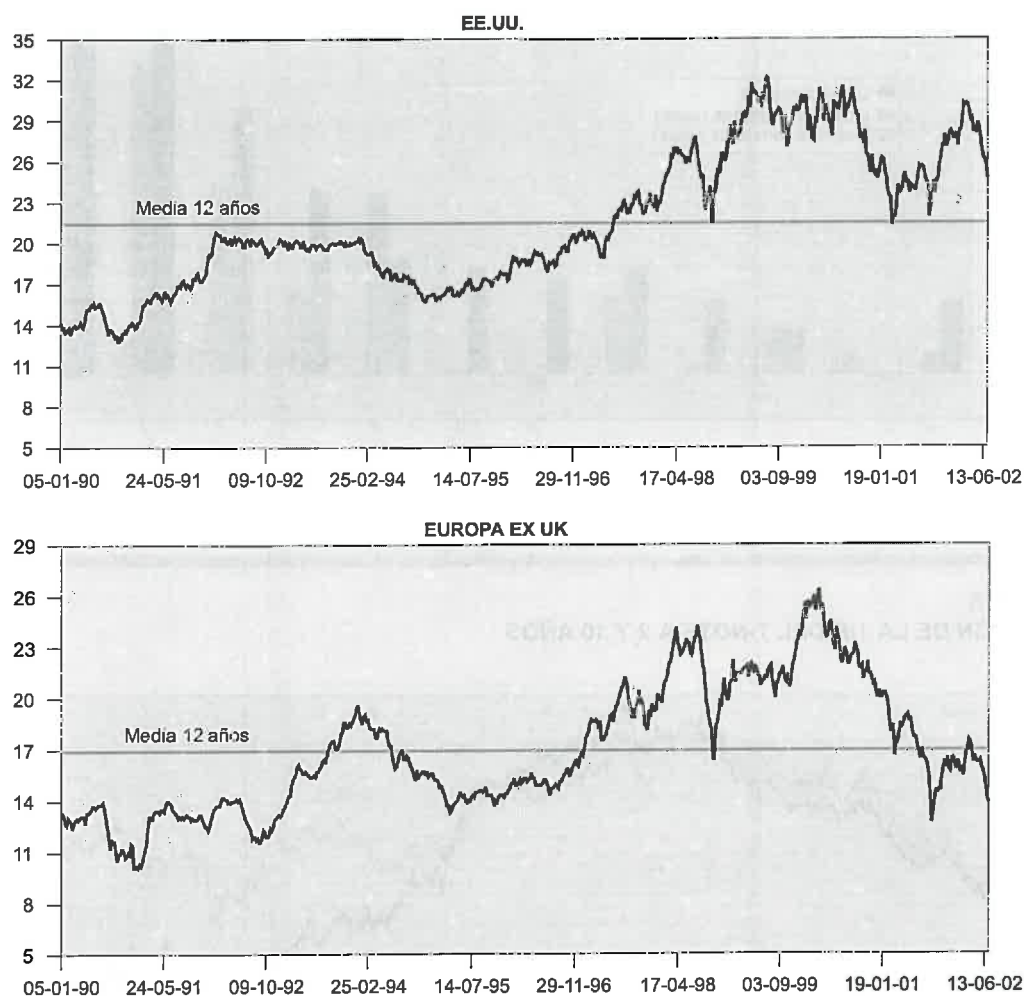
GRÁFICO 6
EVOLUCIÓN DE LA TIR DEL T-NOTE A 2 Y 10 AÑOS



perior en EE.UU. que en el resto de áreas geográficas permitió, como ya hemos señalado, que la economía estadounidense experimentara un constante incremento del déficit por cuenta corriente, sin que ello introdujera presiones depreciadoras sobre su divisa. Sin embargo, el año 2001 ha podido marcar un punto de inflexión ante la pérdida de atractivo de aquella economía. Más allá de la vulnerabilidad que exhibió tras los terribles acontecimientos del 11 de septiembre, los inversores internacionales han modificado significativamente sus ex-

pectativas de rentabilidad del capital. En primer lugar, porque los sectores que más capital atrajeron (tecnología, telecomunicaciones y media) son los que en el momento actual presentan mayores dudas sobre su viabilidad. En este contexto, el escepticismo sobre la veracidad empresarial y diversos escándalos sobre el denominado "buen gobierno corporativo" han incrementado la aversión al riesgo de los inversores. En segundo lugar, el elevado endeudamiento del sector corporativo tanto europeo como estadounidense limita los procesos de fu-

GRÁFICO 7
VALORACIÓN DE LAS BOLSAS ESTADOUNIDENSE Y EUROPEA EX UK
(EVOLUCIÓN DEL PER Y MEDIA DE LOS ÚLTIMOS 12 AÑOS)



siones y, sobre todo, adquisiciones como los que se produjeron a finales de los noventa, en un contexto como el actual en el que los moderados crecimientos económicos limitan la rentabilidad esperada de las inversiones.

La incertidumbre se ha incrementado no sólo en las inversiones directas, sino también en las inversiones en cartera. A este respecto, la curva de tipos de interés de las referencias de deuda emitidas por el Tesoro estadounidense se ha situado en las últimas semanas en niveles muy cercanos a los mínimos de noviembre de 2001, cuando la posición en el ciclo actualmente es muy distinta a la existente entonces (gráfico 6). Por tanto, cabe esperar un incremento de las rentabilidades conforme se vaya

consolidando el ciclo de recuperación económica, que, unido al fuerte deterioro de la posición presupuestaria de la Administración Bush supondrá un incremento importante de la oferta de papel emitido por el Tesoro estadounidense, con la presión que ello pueda tener sobre sus cotizaciones.

Tampoco la situación de los mercados de renta variable permite ser optimista acerca de la entrada de flujos de capital en EE.UU. Si durante finales de los noventa y 2000, la apreciación del dólar estuvo muy ligada a la fuerte entrada de flujos en el mercado de acciones estadounidense, la situación en términos de valoración de este mercado, en comparación con el europeo, podría limitar su atractivo du-

rante los próximos meses (gráfico 7). A pesar de las fuertes cesiones que se han producido desde el pinchazo de la burbuja bursátil en marzo de 2000, la corrección en los beneficios esperados ha sido igual de significativa, no permitiendo, por tanto, que se produzca un ajuste suficientemente significativo en la relación entre precio y beneficio como para considerar que la renta variable estadounidense vuelve a presentar una situación atractiva.

4. Conclusiones

El movimiento apreciador mostrado por el euro con respecto al dólar durante las últimas semanas responde a una situación de clara infravaloración de la divisa europea, tanto en términos de paridad del poder adquisitivo como de tipo de cambio efectivo real. Desde su nacimiento, el euro había mostrado una depreciación constante, en un contexto caracterizado por el espectacular incremento de la productividad en la economía estadounidense (ver García Mora y Montero, 2001) y la consiguiente

mayor rentabilidad esperada sobre el capital invertido. Sin embargo, el proceso de desaceleración de las economías, junto con el creciente déficit por cuenta corriente de EE.UU. y la delicada situación de la estructura financiera de las empresas, ha provocado una desaceleración de la entrada de flujos de capital en aquella economía, lo que ha propiciado la depreciación del dólar hasta niveles cercanos a la paridad.

El análisis de las condiciones de fondo existentes en ambas economías, y de la consiguiente dirección de los flujos de capital, respalda la continuación de esta pauta de comportamiento a lo largo de los próximos meses. Tan sólo las intervenciones directas en el mercado de divisas por parte de los bancos centrales (de forma coordinada) podrían suponer una minoración en el ritmo de pérdida de valor del dólar, pero en ningún caso un cambio en la dirección (tras seis años de apreciación del dólar), que debería llevar al tipo de cambio a cotizaciones ligeramente superiores a la paridad a lo largo de los próximos meses.

Recuadro 1

Banco de Suiza y Banco de Japón: dos formas distintas de hacer frente a la apreciación de sus divisas

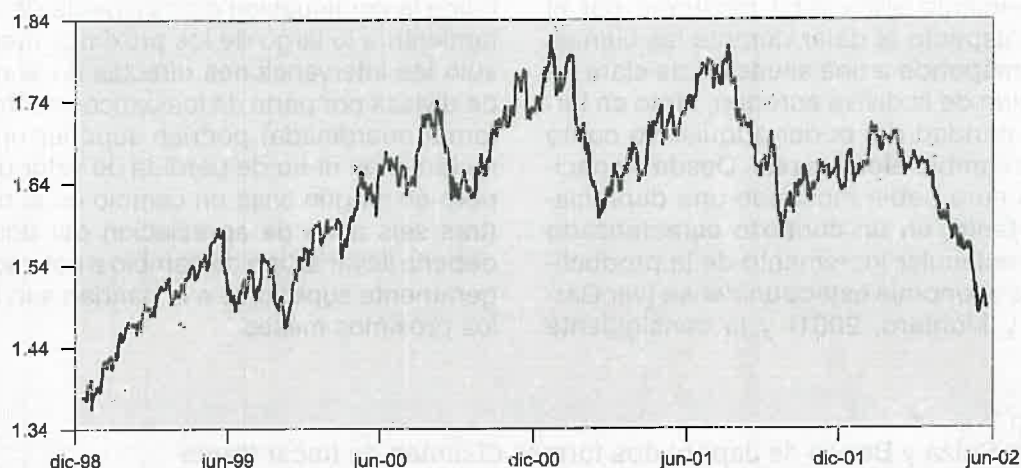
El reciente movimiento depreciador del dólar preocupa especialmente a dos economías, en principio, con una posición en el ciclo muy diferente: Suiza y Japón, cuyas autoridades monetarias optan por distintas estrategias para hacer frente al fortalecimiento de sus monedas. Como pudo quedar patente tras los atentados terroristas del pasado 11 de septiembre, la divisa helvética se está favoreciendo de su carácter de activo refugio. Si en otros episodios de aversión al riesgo este papel lo había ejercido el dólar estadounidense, en el momento actual ésta es la divisa que precisamente más dudas genera sobre su capacidad de resistencia. Sin que se observen riesgos inflacionistas en la economía suiza, la fortaleza de su divisa puede poner en peligro la incipiente recuperación de su economía, por lo que su autoridad monetaria ha optado por recortar tipos de interés como medida compensadora. Los resultados sobre la evolución del franco no están siendo muy favorables, tal y como se puede observar en el gráfico R 1.1.

La estrategia adoptada por el Banco de Japón para hacer frente a las apreciaciones del yen ha sido intervenir directamente en el mercado de divisas, mediante la compra de dólares (provocando que las reservas se hayan elevado hasta un máximo histórico). Las intervenciones en los últimos meses han sido numerosas y por una cuantía que se estima en 5.000 millones de dólares en cada acción. Los resultados de esta estrategia tampoco han sido los esperados y lo único que han conseguido es poner freno al movimiento apreciador del yen, pero en ningún caso han permitido un punto de inflexión en la evolución del tipo de cambio (gráfico R 1.2).

En este punto surge el debate sobre la conveniencia de las intervenciones directas en el mercado de divisas. En un mercado con liquidez y profundidad elevadas, las acciones de los bancos centrales no tienen apenas impacto (o por lo menos duradero) sobre la estructura de oferta y demanda y, por lo tanto, sobre la cotización. En este sentido, son los fundamentos macroeconómicos los que determinan la evolución del tipo de cambio, sobre todo en una perspectiva a medio y

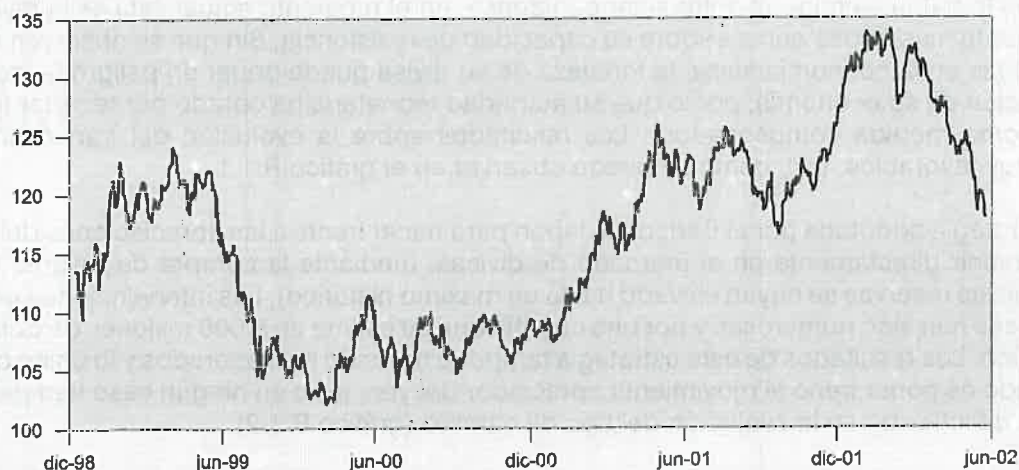
largo plazo. No obstante, la presencia de los bancos centrales sí puede tener un efecto sobre el ritmo al que se producen los movimientos cambiarios. Ya se pudo constatar entre septiembre y noviembre de 2000, cuando la presencia del BCE permitió poner freno a la depreciación del euro. Ejemplos algo más lejanos son los famosos acuerdos del Plaza y del Louvre en donde los principales bancos centrales se comprometieron a intervenir en el mercado. Recientemente, ha sido el propio FMI el que ha vuelto a sugerir la necesidad de una acción conjunta en caso de que el dólar experimente un fuerte proceso depreciador que podría poner en peligro la estabilidad del sistema financiero internacional. En este sentido, una intervención coordinada por parte de las autoridades monetarias del G7 podría minorar el ritmo depreciador del dólar.

GRÁFICO R 1.1.
EVOLUCIÓN DEL TIPO DE CAMBIO CHF/USD



Fuente: elaboración propia a partir de los *fixing* suministrados por el Banco Central Europeo.

GRÁFICO R 1.2.
EVOLUCIÓN DEL TIPO DE CAMBIO JPY/USD



Fuente: elaboración propia a partir de los *fixing* suministrados por el Banco Central Europeo.

Recuadro 2

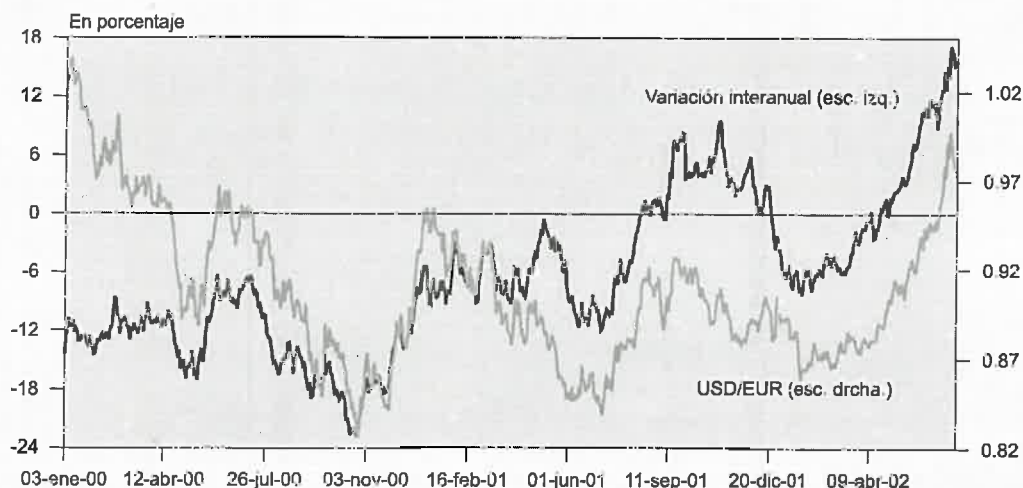
Implicaciones sobre la política monetaria del BCE de la reciente recuperación del euro

Uno de los efectos más inmediatos de la recuperación del euro hasta referencias cercanas a la paridad lo encontramos en el comportamiento de la inflación en la Unión Monetaria Europea. Alcanzado el objetivo del 2 por 100 en el mes de mayo, los indicadores preliminares publicados hasta la fecha apuntan a una relajación hasta el 1,7 por 100 en junio, motivada, en gran medida, por la apreciación del euro (gráfico R 2.1.) y un mantenimiento de la cotización del petróleo en torno a los 25 dólares.

Como consecuencia, el Banco Central Europeo ha podido moderar la beligerancia mantenida en los últimos meses en materia de inflación y, de esta forma, el mercado ha aplazado sus expectativas para el inicio de las elevaciones del tipo repo. Si en la primera mitad del mes de mayo se llegó a especular con una subida ya en julio del BCE (provocando que el tipo año se elevara hasta el 4,10 por 100), en el momento actual es difícil defender un tensionamiento de la política monetaria antes del próximo mes de octubre. Se pone de manifiesto, de esta forma, el efecto positivo sobre las presiones inflacionistas observadas en el Área Euro en los primeros meses del año y que amenazaban con un posible adelanto de las elevaciones de tipos por parte del BCE, con el impacto negativo que podría suponer sobre la evolución del ciclo.

Evidentemente, la nota negativa de la apreciación del euro es una posible pérdida de competitividad en un momento en el que la recuperación económica descansa en gran medida en el sector exterior. Sin embargo, el balance de las consecuencias es, a nuestro juicio, claramente favorable para el Área Euro y lo puede seguir siendo hasta referencias ligeramente superiores a la paridad. Sólo en el caso de que el euro se apreciara por encima de la cota 1,05 los efectos positivos sobre inflación, no compensarían los negativos derivados de la pérdida de competitividad.

GRÁFICO R 2.1.
EVOLUCIÓN DEL TIPO DE CAMBIO USD/EUR Y VARIACIÓN INTERANUAL



NOTA

(*) Socios de Analistas Financieros Internacionales.

BIBLIOGRAFÍA

- Brooks, R.; Edison, H.; Kumar, S., y Slok, T. (2001): "Exchange Rates and Capital Flows", *IMF Working Paper*, International Monetary Fund, November, Washington DC.
- Cano, D., y García Mora, A. (2001): "Factores explicativos del movimiento depreciador del euro: una revisión de los fundamentos", *Cuadernos de Información Económica*, número 162, mayo-junio, páginas 39-52.
- Freund, C.L. (2000): "Current Account Adjustment in Industrialized Countries", *International Finance Division Papers*, Number 692, Board of Governors of the Federal Reserve System. Washington DC.
- García Mora, A., y Montero, J.M. (2001): "Evolución del tipo de cambio dólar/euro bajo un enfoque monetarista", *Análisis Financiero Internacional*, 103, primer trimestre.
- Luxton, P., y Rugg, W. (2002): "The dollar: seven year itch or separation", *Standard & Poor's MMS Economic Research*. June.
- Moody's (2002): "The US Current Account Deficit: Crisis in Waiting or Normal Adjustment?". *Moody's Investors Service. Global Credit Research*, June.