

La apreciación del euro: un factor de riesgo para la economía europea, pero menos que en el pasado

Pablo Guijarro Segado
Álvaro Francisco Lissón Aguiar (*)

1. Introducción

2007 será recordado por ser el año en el que el euro rebasó todas las barreras históricas frente a sus principales cruces. La fortaleza de la divisa única ha provocado muchas reacciones en el seno de las autoridades europeas: los gobiernos, especialmente el francés, se han mostrado muy beligerantes y han demandado activamente al BCE que interviniese para detener la fortaleza del euro. En contraposición, el BCE se ha mostrado muy tranquilo con respecto a los movimientos de la divisa, reflejando su confianza en la capacidad de resistencia del ciclo económico y también, razonablemente, su alivio en la medida en la que el movimiento del euro ha permitido compensar parte del encarecimiento del crudo.

En el presente artículo desarrollamos dos puntos de análisis: el primero lo dedicamos a examinar las causas que han determinado la extrema fortaleza del euro durante los últimos trimestres, así como las perspectivas para el futuro más inmediato. En el segundo, estudiamos la composición de las exportaciones alemanas y españolas con el fin de justificar el menor impacto que ha tenido la apreciación del euro sobre las exportaciones frente a etapas anteriores de la historia económica. En ambos casos, el estudio se completa con una simulación del impacto que hubiera tenido sobre la inflación, estabilidad o depreciación del euro, para concluir que, pese al potencial deterioro de la competitividad de las exportaciones europeas, el movimiento del euro también ha tenido una contrapartida positiva en materia de estabilidad de precios.

* Economistas de Analistas Financieros Internacionales.

2. Evolución reciente del euro

2.1. Comportamiento reciente de la cotización dólar/euro y condicionantes de su evolución

Desde 2004 el dólar estadounidense (USD) ha registrado una depreciación recurrente global. La pérdida de valor del índice DXY¹ ha sido de un 12 por 100 en este período de tiempo. Frente al euro (EUR) se ha depreciado más de un 25 por 100, tras alcanzar un mínimo relativo en noviembre de 2005 al cotizar en la cota de 1,1725 USD/EUR.

El intenso castigo al USD ha venido condicionado por tres factores:

1. La debilidad del ciclo económico en Estados Unidos, en contraposición con la reactivación cíclica de la UME, y el estrechamiento de los diferenciales de tipos de interés que ello ha motivado. La Reserva Federal ha reducido el nivel objetivo de los fondos federales en 225 puntos básicos hasta el 3,0 por 100 desde que en septiembre de 2007 comenzó con la relajación de las condiciones monetarias. Desde entonces, el BCE ha mantenido el tipo *repo* en el 4 por 100, tras haberlo elevado 200 puntos básicos desde diciembre de 2005.

2. La crisis del mercado hipotecario y de crédito en EE.UU. Aunque se ha extendido globalmente, puesto que los problemas de funcionamiento del mercado interbancario no son exclusivos de EE.UU., el mercado está recu-

¹ Índice que aglutina el valor del dólar frente al euro, al yen japonés, a la libra esterlina, al dólar canadiense, a la corona sueca y al franco suizo. Cotiza en el NYBOT (New York Board of Trade).

riendo a la UME como refugio en el pasado más reciente, lo que ha impulsado la cotización del EUR hasta niveles de 1,49 USD/EUR.

3. El déficit por cuenta corriente en EE.UU., que a finales de 2006 llegó a alcanzar el 6 por 100 del PIB. Para corregir este desequilibrio es preciso un menor dinamismo de las importaciones (que ya estamos observando fruto de la desaceleración económica) o una menor entrada de inversión extranjera (también se observa en los últimos trimestres). En este último caso, la menor demanda de activos de EE.UU. ha contribuido a debilitar al USD.

2.2. Evolución reciente del euro frente a otras divisas

El movimiento del euro frente al dólar ha sido el más llamativo, pero no por ello debe restar importancia a la evolución que ha seguido el tipo de cambio del euro frente a la libra esterlina (GBP) y al yen japonés (JPY). En ambos casos la divisa única se ha fortalecido de forma continuada:

1. En el caso de la GBP, debido al deterioro de las perspectivas macroeconómicas para el Reino Unido a raíz de la desaceleración de su mercado inmobiliario y de los problemas generados por la crisis financiera desatada el pasado verano. El descuento de bajadas de tipos de interés para el Banco de Inglaterra se ha trasladado a la cotización de la GBP, que ha cedido más de un 8 por 100 en el año frente al EUR. No hay que olvidar que el Reino Unido también es una economía donde el endeudamiento es elevado y el déficit por cuenta corriente se ha venido incrementando de forma continuada durante los últimos años (hasta alcanzar el 3,6 por 100 del PIB en 2007).

2. En el caso del JPY, la apreciación del EUR ha sido consecuencia del recurso a la divisa nipona para financiar las denominadas estrategias de *carry trade* (financiación en yenes para adquirir activos con expectativas de rentabilidad superior o en divisas con tipos de interés más altos, como el dólar australiano o el dólar neozelandés). Sin embargo, la inestabilidad de los mercados financieros, presente desde el pasado mes de agosto, ha supuesto un lastre para estas estrategias, motivando su abandono y una apreciación recurrente del yen frente a todas las divisas.

2.3. Evolución del tipo de cambio efectivo nominal y real del euro

El tipo de cambio real es la cantidad de bienes locales que se tienen que comercializar para recibir una unidad

de bienes extranjeros. Esta variable ajusta el tipo de cambio nominal bilateral por inflación: la variación del tipo de cambio real mide cuanto más (menos) caro es un bien de un país para otro teniendo en cuenta la inflación y el tipo de cambio nominal. Por su parte, el tipo de cambio efectivo real (TCER) mide 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.

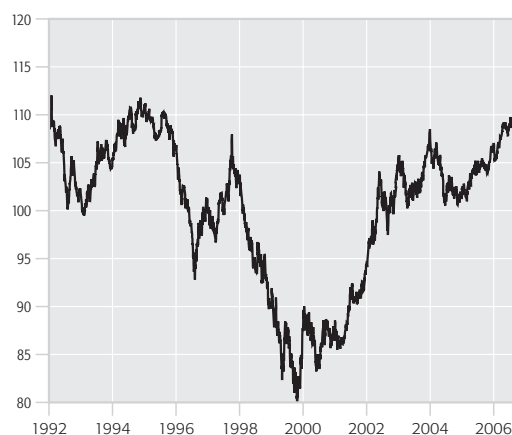
En el caso del euro, el tipo de cambio efectivo nominal se ha apreciado en 2007 un 5,5 por 100, y en términos reales un 5 por 100, hasta situarse en niveles máximos de los últimos años (que en muchos cruces bilaterales han sido máximos históricos, como es el caso del USD y de la GBP).

¿Por qué la fortaleza del EUR frente a USD y GBP no se ha trasladado con toda intensidad al TCEN? Debido a que las divisas de las economías de Europa Central y del Este han registrado una notable fortaleza frente al EUR, en particular el zloty polaco (PLN), la corona checa (CZK) y la corona eslovaca (SKK). Ha sido también un año de fortaleza para el rublo y la lira turca, pese a la incertidumbre política presente en este último caso. Con ello se ha compensado la apreciación frente a las principales divisas comentadas en la primera parte.

Esta fortaleza de las divisas emergentes es meritoria si tenemos en cuenta el escenario de incertidumbre que reina en el panorama internacional a raíz de la crisis *subprime*, y resulta aún más llamativa teniendo en cuenta los pará-

Gráfico 1

VARIACIÓN ANUAL DEL TCEN DEL EUR



Cuadro 1

MOVIMIENTOS DE LAS PRINCIPALES DIVISAS DEL TCER Y COMPOSICIÓN DEL ÍNDICE

	Variación entre		
	Porcentaje TCEN 12	1999-2001	2005-act
AUD	1,13	-9,5	4,3
CAD	2,22	-21,8	10,2
DKK	2,72	-0,2	-0,2
JPY	14,52	-13,8	13,2
NOK	1,35	-10,2	-0,5
SGD	3,45	Nd	7,7
SEK	5,07	-1,8	0,3
CHF	7,08	-8,3	3,8
GBP	21,48	-14,4	10,0
USD	30,91	-25,2	25,4

Positivo: apreciación del EUR.

metros de las economías de Europa Central, donde los déficit por cuenta corriente y fiscales están a la orden del día. Sin embargo, la pertenencia a la UE, las transferencias corrientes y las expectativas de gradual convergencia en los próximos años evitan, al menos, que estas divisas se vean muy presionadas.

2.4. Perspectivas para el euro

De cara a los próximos meses existe acuerdo a la hora de plantear las expectativas para el tipo de cambio del EUR, en particular en su cruce frente al USD. El consenso de mercado prevé una gradual apreciación de la divisa de EE.UU. frente al EUR, aunque no será intensa. Las claves para justificar este movimiento residen en tres factores:

1. La progresiva reducción del déficit por cuenta corriente en EE.UU.: en los últimos meses hemos observado una significativa moderación del mismo, que ha pasado del 6 al 5,2 por 100 en septiembre de 2007. La previsible debilidad del consumo privado en EE.UU. durante

Cuadro 2

DEUDA EXTERNA Y BALANZA POR CUENTA CORRIENTE EN ECONOMÍAS EMERGENTES

(Porcentaje del PIB)

	1980	1998	2001	2006	2007 (p)
Emergentes	17,1	40,4	36,9	26,3	25,3
África	29,1	69,3	61,9	28,1	25,5
África subsahariana	25,1	72,2	67	30,9	27,6
Europa Central y Oriental	24,9	43,2	52,9	52,9	50,9
Antigua CEI	2,3	58,2	45,7	30	28,6
Asia en desarrollo	14,4	35,1	27,7	19,1	18,2
Oriente Medio	14,2	32,3	25,4	24	25,3
Latinoamérica	28,5	37,4	39,6	24,6	23,4
Emergentes	1,2	-1,9	0,6	4,4	3,3
África	-0,4	-4,5	0,1	2,2	0,1
África subsahariana	-0,1	-5,4	-2,2	-1,3	-2,2
Europa Central y Oriental	-4	-3,2	-2,8	-6,7	-6,6
Antigua CEI	1,4	-1,9	8	7,7	5
Asia en desarrollo	-1	2,5	1,5	5,4	5,8
Oriente Medio	19,6	-5,1	6,2	18,1	12,1
Latinoamérica	-3,4	-4,4	-2,8	1,7	0,5

Fuente: FMI.



los próximos meses y el incremento de la tasa de ahorro de aquella economía deben consolidar esta mejora en los desequilibrios exteriores y llevar el déficit por cuenta corriente a cotas próximas al 4 por 100.

2. El final de las bajadas de tipos de interés en EE.UU., que podría tener lugar en la primera parte del ejercicio, y de forma simultánea, el posible estímulo monetario que introduzca el BCE en la segunda mitad del ejercicio. Con ello, el diferencial de tipos de interés favorable al EUR se reducirá.

3. La infravaloración del USD, que en los niveles actuales ronda el 20 por 100. Este elemento reduce el margen de castigo adicional a la divisa de EE.UU. en un contexto donde además el crecimiento del Área Euro tenderá a ir a menos durante los próximos meses.

Con ello, el tipo de cambio debe finalizar el ejercicio en la parte baja del rango 1,40-1,50 USD/EUR, reflejando la acción combinada de todos estos factores. Adicionalmente, el incremento de la volatilidad en los mercados financieros internacionales favorecerá la continuada apreciación de CHF y JPY frente a EUR. Más difícil resulta plantear un escenario para la GBP, puesto que en el Reino Unido la ralentización del mercado inmobiliario es todavía muy incipiente y podría forzar bajadas de tipos de interés más agresivas por parte del Banco de Inglaterra de lo descontado actualmente por el mercado, manteniendo débil a su divisa.

Esto supone que el techo del EUR en términos de TCEN y TCER ha podido quedar atrás, lo que, en principio, debería suponer un elemento de alivio para las instituciones europeas. Sin embargo, como veremos en el punto 2,

el movimiento del EUR constituye un arma de doble filo: lo que pueda aportar de crecimiento del sector exterior puede quitarlo en materia de estabilidad de precios.

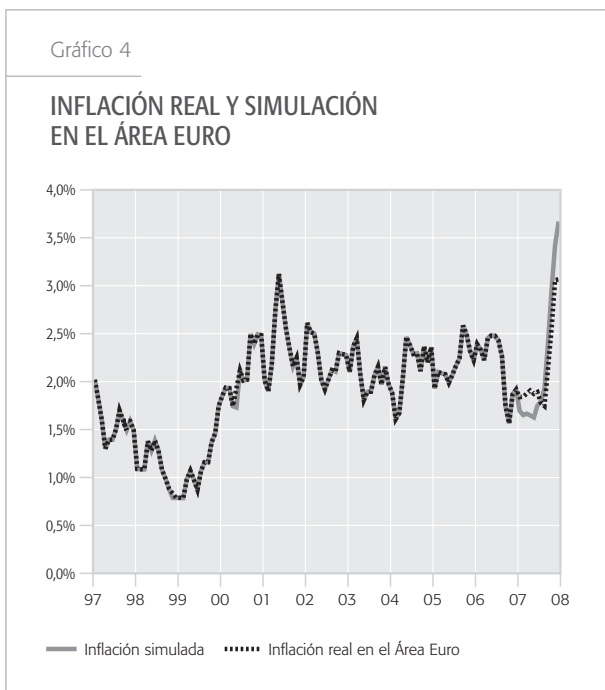
3. ¿La fortaleza del EUR puede resultar lesiva para el crecimiento europeo?

3.1. Evolución y composición de las exportaciones en el Área Euro

Por su parte, el BCE se ha mostrado tranquilo con la evolución del euro, apostando por la continuidad de un escenario de crecimiento generalizado en la UME. Adicionalmente, la apreciación del EUR puede resultar un aliado para reducir los riesgos al alza sobre la inflación de los que el BCE ha alertado de forma insistente en todos sus comunicados de prensa.

En este sentido, si hacemos un ejercicio de simulación en el que asumimos estabilidad del tipo de cambio del dólar frente al euro durante 2007 en 1,30 (cotización de la divisa en enero de 2007), obtenemos que la inflación de la zona euro se habría situado a cierre de 2007 en el 3,7 por 100 interanual, lejos del 3,1 por 100 observado con un tipo de cambio en 1,45.

La segunda reflexión que planteamos es si esta fortaleza del EUR puede resultar lesiva para el crecimiento europeo o no. En primer lugar, conviene destacar que la importancia



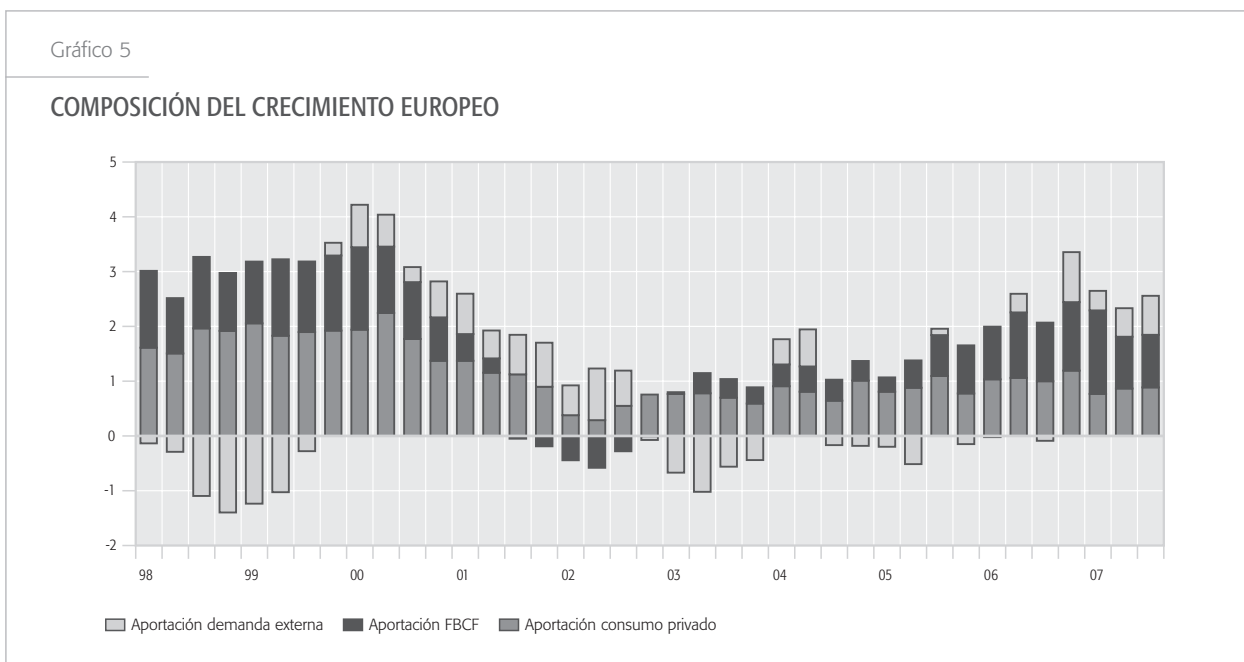
del sector exterior sobre el crecimiento europeo no es tan elevada como hace algunos años, ya que la demanda interna está aportando más crecimiento y de esta manera la sensibilidad al tipo de cambio debe ser inferior. Esta sería una de las razones por las cuales el BCE no se ha mostrado excesivamente preocupado por la cotización del EUR.

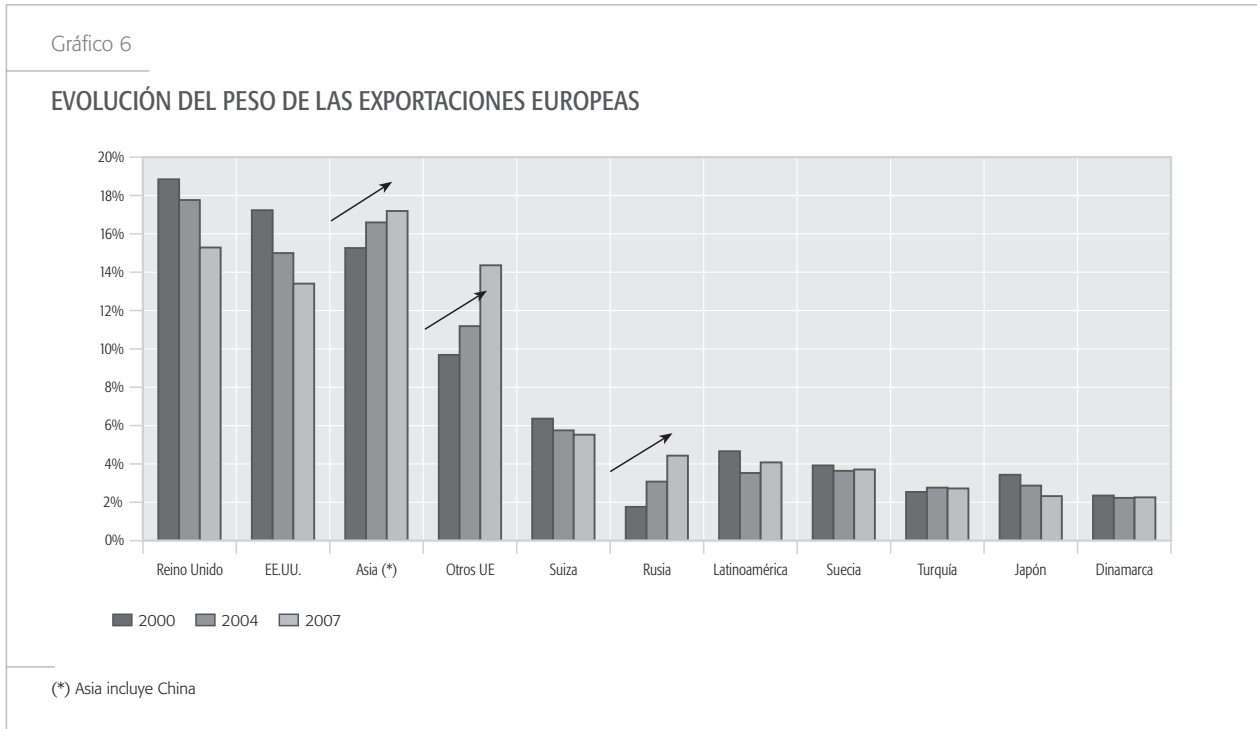
Si bien pensamos que la apreciación del EUR no “amenaza” en su totalidad a la capacidad de expansión

de la economía de la UME, sí puede intuirse que existe riesgo de que resulte lesiva para el dinamismo del sector exterior. ¿Es un riesgo cierto en el momento actual? Para responder a esta cuestión recurriremos al análisis de la composición de las exportaciones europeas así como la evolución que han experimentado sus tasas de crecimiento en los últimos años a distintas áreas geográficas.

Para el cálculo de la cuota que cada país representa sobre el total europeo de exportaciones utilizamos los saldos acumulados a 12 meses. Del análisis de la estructura de las exportaciones europeas encontramos que el peso de economías como Reino Unido, EE.UU. o Japón se ha reducido de forma persistente desde el año 2000. En compensación, la región asiática (incluyendo a China) y Europa Central y Oriental han incrementado su peso en el total de exportaciones europeas.

Podría pensarse que, dado que el EUR se ha apreciado en términos reales y de forma continuada, desde el año 2000 (cerca de un 30 por 100), esta reducción de la cuota ha originado una pérdida de competitividad derivada de la apreciación de la divisa. Sin embargo, el crecimiento de las exportaciones a las distintas áreas geográficas no ha dejado de acelerarse desde el suelo observado en el año 2003, circunstancia que permite rechazar, al menos parcialmente, la hipótesis de la pérdida de competitividad derivada de la apreciación del euro (por el encarecimiento que ello supone para los no residentes la compra de productos denominados en la moneda única).

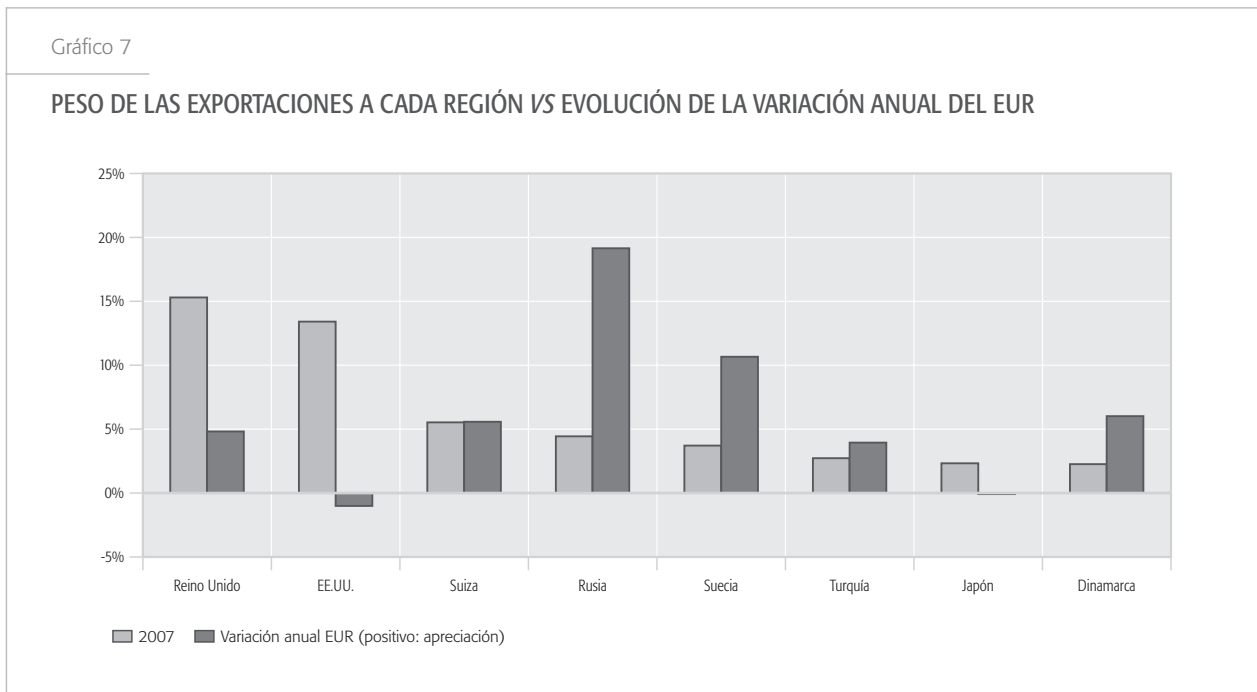


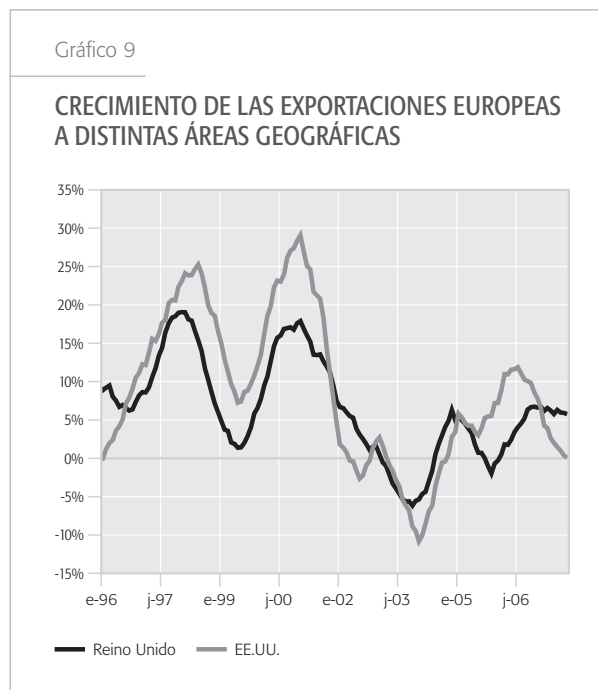
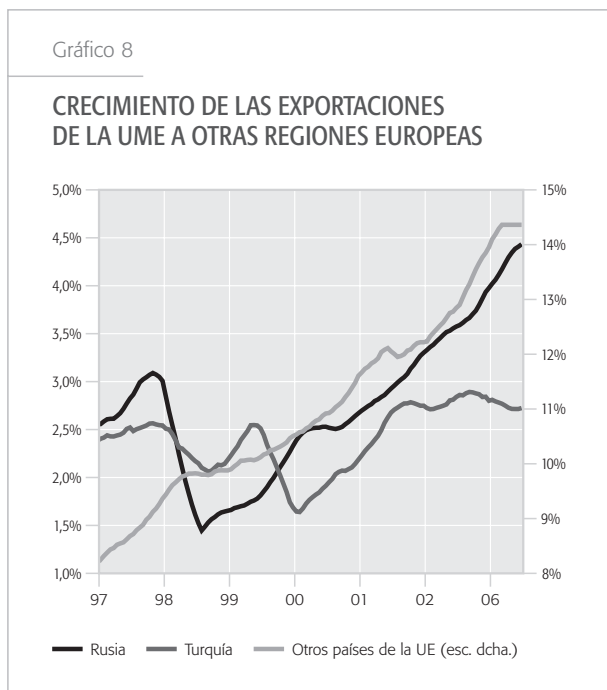


En el mismo sentido, encontramos que en el sector exterior alemán las exportaciones intracomunitarias siguen siendo las más importantes (42 por 100), seguidas a mucha distancia por EE.UU. (8,7 por 100) y Reino Unido (7,3 por 100). En cuanto a la evolución reciente, tanto las exportaciones a Reino Unido, EE.UU. y Japón han visto reducido su peso sobre el total de las exportaciones ale-

manas (ver gráfico 11: "peso de las exportaciones alemanas a distintas áreas geográficas"), siendo los principales beneficiados los países emergentes, en especial Rusia, China y Europa Central.

De la misma manera que ocurre con Europa, podría pensarse que esta reducción de la cuota se debe a una





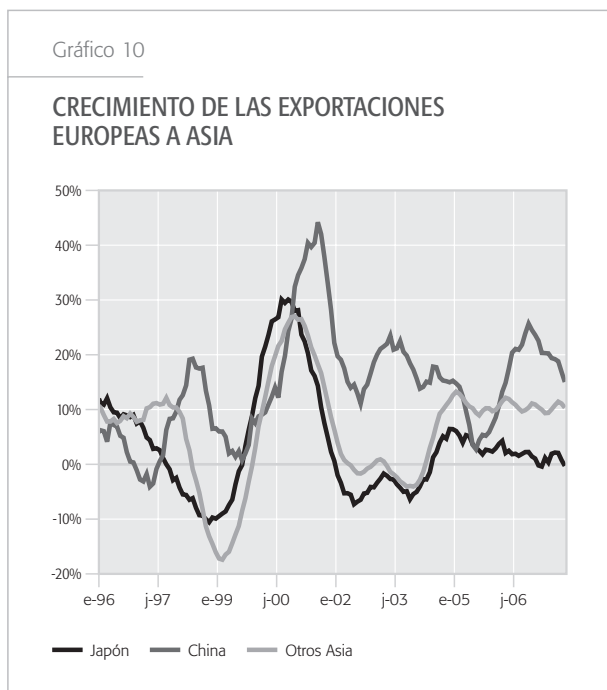
pérdida de competitividad alemana, derivada de la fortaleza del EUR. Sin embargo, de nuevo se observa que el crecimiento (no la cuota) de las exportaciones alemanas hacia estos países se ha recuperado en los dos últimos años, en particular hacia China (y en menor medida, a EE.UU. y Reino Unido). Sólo el crecimiento de las exportaciones hacia Japón se ha mantenido relativamente estable en torno al 4 por 100, aunque en este caso la de-

bilidad económica de Japón también puede justificar esta falta de "dinamismo".

Por lo tanto, el comercio exterior europeo, aunque paulatinamente, se ha ido diversificando en los últimos años, reduciendo la exposición a una sola divisa y reforzando los vínculos con los países de la región europea, circunstancia positiva en el futuro ya que recordemos que existen doce países que podrían adoptar el EUR a lo largo de los próximos años, y reduciendo la vulnerabilidad a la evolución del mercado cambiario.

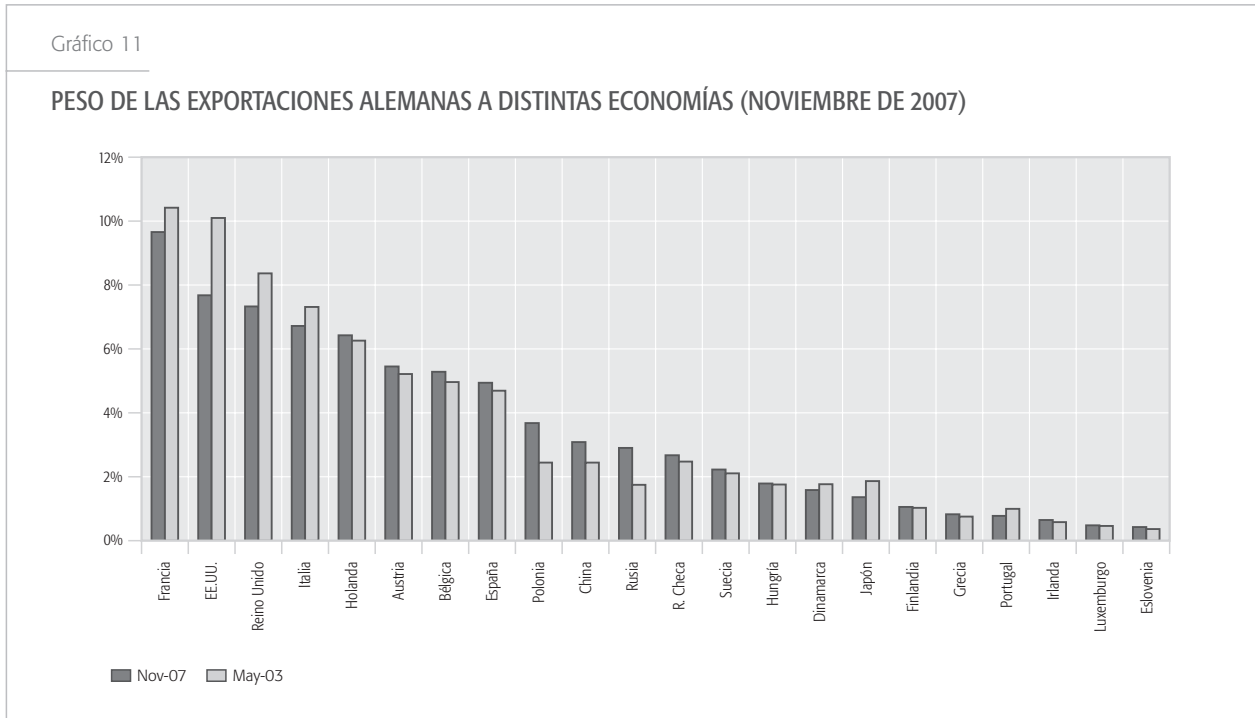
Así, encontramos que el comercio exterior europeo es menos dependiente de EE.UU., está más diversificado por áreas geográficas y, en particular, no está tan condicionado por la evolución del cruce USD/EUR como podría observarse en épocas pasadas.

Adicionalmente, la fortaleza registrada por el EUR frente a las divisas del G7 se ha visto compensada por la mayoritaria apreciación que están experimentando las divisas de Europa del Este (el TCEN del EUR se ha apreciado en lo que va de año un 2,4 por 100), evitando un deterioro significativo de las relaciones comerciales con estos países.



3.2. Evolución y composición de las exportaciones en España

Como consecuencia de la reactivación económica de los países del Área Euro, las exportaciones de la economía



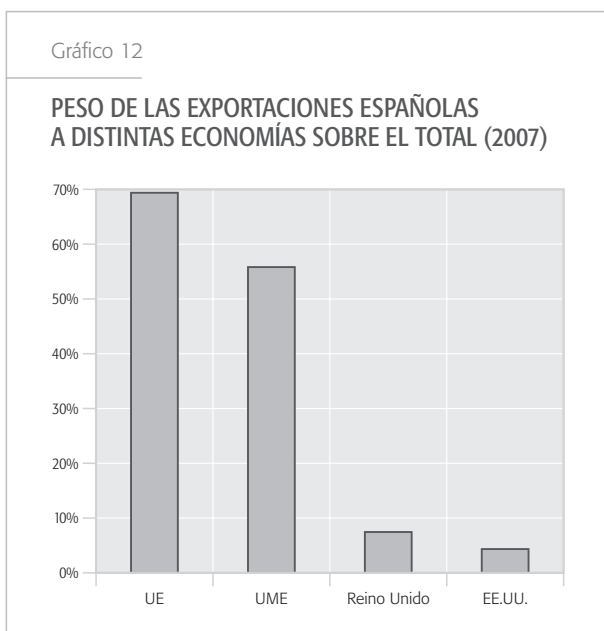
española han registrado en los últimos años un dinamismo excepcional, tan sólo superado por el sólido crecimiento registrado en los años 2000-2001, etapa que coincide con el proceso de integración europea.

Por su parte, las importaciones han mostrado una evolución muy pareja con el ciclo económico: se observa la ralentización que tiene lugar tras los años 1992-1993, período de recesión económica, y el impulso que reciben

con el actual ciclo. Recordemos que el actual ciclo expansivo es distinto al de final de los años ochenta ya que ha habido un incremento poblacional de un 10 por 100, mientras la oferta no ha sufrido un impacto de tal magnitud, al crecer de forma más estable.

En este sentido, la brecha entre exportaciones e importaciones no es de la misma magnitud que en el anterior ciclo económico: el déficit de la balanza comercial se ha ampliado con gran intensidad en los últimos años y el sector exterior de la economía española ha drenado crecimiento del PIB de forma sistemática.

Tradicionalmente, las exportaciones españolas han evolucionado más en función de la capacidad de arrastre de nuestros principales socios comerciales que por una cuestión de precio. Esto es debido a que más del 70 por 100 de las exportaciones españolas tienen como destino la Unión Europea, y el 80 por 100 de las mismas se debe al comercio con los países de la zona euro. De hecho, el peso de las exportaciones hacia economías como Reino Unido, EE.UU. o Japón sobre el total se ha reducido de forma persistente desde el año 2000, en favor de una mayor vinculación con los países europeos. Por lo tanto, el comercio exterior de la economía española se ha diversificado en los últimos años, reduciendo su vulnerabilidad a las fluctuaciones en el mercado cambiario, y en especial, a sus cruces frente al dólar y libra esterlina, divisas de nuestros principales socios comerciales tras el Área Euro.



4. Conclusiones

A pesar de la intensa apreciación registrada por el euro de forma generalizada y con mayor intensidad en 2007, la expansión de las exportaciones europeas no se ha visto resentida. En este sentido, la menor dependencia del ciclo económico europeo a la evolución del sector exterior, en comparación con otras etapas, la mayor diversificación por áreas geográficas de las exportaciones y el aumento de la relevancia del comercio intra-europeo han hecho a la economía del Área Euro menos vulnerable a las fluctuaciones del tipo de cambio. Un aspecto adicional y no menos importante: la apreciación del EUR frente al dólar ayuda a reducir los riesgos al alza sobre la inflación, en la medida

que permite abaratar el precio de las importaciones, en concreto de las materias primas industriales (especialmente de petróleo).

Bibliografía

- GUIJARRO, Pablo (2007): "¿Está afectando la apreciación del EUR al sector exterior de la UME?", *Analistas Financieros Internacionales*, septiembre.
- MARAVALL, Carlos (2007): "España es actor protagonista de la integración financiera en la eurozona", *Empresa Global*, febrero.
- ONTIVEROS, Emilio y MARAVALL Carlos (2007): "Financiación exterior de la economía española: el final de la bonanza", noviembre de 2007.