

La cotización dólar-euro: su evolución y sus causas

NURIA DOMEQUE CLAVER
DEPARTAMENTO DE ESTRUCTURA E HISTORIA
ECONÓMICA Y ECONOMÍA PÚBLICA
UNIVERSIDAD DE ZARAGOZA

La introducción del euro como moneda única en el marco de la Unión Económica y Monetaria ha planteado un intenso debate sobre los cambios estructurales que conlleva la consideración del euro como divisa internacional. Supone el paso del liderazgo a nivel mundial del dólar en el sistema monetario internacional a un sistema monetario bipolar, con dos grandes economías, la del área euro y la de Estados Unidos. En este contexto, el propósito de este artículo se centra en intentar analizar brevemente la situación económica de estas zonas valorando así la actual cotización de sus dos monedas: el euro y el dólar. Para ello comenzaremos describiendo las características de la nueva zona del euro con las implicaciones del nuevo papel de su moneda en el sistema monetario internacional y los cambios que se han producido en el entorno, seguidamente analizaremos la situación del euro en términos de sobrevaloración o infravaloración, para posteriormente detallar los condicionantes de la

evolución del tipo de cambio euro-dólar. Finalizaremos con unas breves consideraciones que sintetizan los aspectos más relevantes del trabajo.

Palabras clave: integración europea, unión económica y monetaria, tipo de cambio, euro, dólar, moneda internacional.

La cotización dólar-euro: su evolución y sus causas*



Nuria Domeque Claver

1. Introducción

Un aspecto importante de la introducción del euro como moneda única en el marco de la Unión Económica y Monetaria (UEM) ha sido el intenso debate generado sobre los cambios estructurales que conlleva la consideración del euro como divisa internacional y, más concretamente, el paso del liderazgo a nivel mundial del dólar en el sistema monetario internacional a un sistema bipolar en el que el peso económico de la zona euro comienza a ser importante. Del análisis de las aptitudes del euro para desarrollar el papel de moneda internacional, así como las repercusiones que puede tener sobre la posición del dólar, pueden extraerse las posibilidades de desarrollo de la eurozona.

Por ello, en este trabajo se pretende analizar la evolución, causas y efectos de la actual cotización dólar-euro. El periodo temporal analizado abarca desde el acceso a la tercera fase de la UEM, uno de los periodos de mayor trascendencia y de más implicaciones en el sistema monetario internacional desde el abandono del sistema de Bretton Woods, hasta la actualidad. Para ello comenzaremos describiendo las características de la nueva zona del euro con las implicaciones del nuevo papel del euro en el sistema monetario internacional y los cambios que se han producido en el entorno, seguidamente nos basaremos en las teorías de determinación del tipo de cambio, concretamente

* Mi agradecimiento a Eva Pardos por sus comentarios y sugerencias a una versión preliminar de este trabajo.

en la paridad del poder adquisitivo (PPA), para analizar la situación de la divisa en términos de sobrevaloración o infravaloración, posteriormente se detallarán los condicionantes a corto plazo de la evolución del tipo de cambio dólar-euro, para finalizar con las conclusiones pertinentes.

2. Características de la nueva zona del euro

La base de la estabilidad de la zona euro es el entramado institucional y de reglas del juego establecido en el Tratado de la Unión: una política monetaria común, una política fiscal competencia de cada Estado miembro (aunque limitada por el Pacto de Estabilidad) y una política de tipos de cambio única para toda la zona euro.¹ A esto hay que añadir la importancia que tiene la política económica a escala internacional debiendo ser la base de un euro fuerte y respetado, ya que el valor del euro es en gran parte el resultado de esas políticas.²

El primer fin de semana de mayo de 1998 se inició la cuenta atrás en la puesta en marcha de la tercera fase de la Unión Económica y Monetaria (UEM) que entró en vigor el 1 de enero de 1999. Los tres acuerdos principales alcanzados por los quince países integrantes de la Unión Europea suponen el lanzamiento definitivo al proyecto de la UEM.

En primer lugar, el Consejo de Ministros confirmó los países que forman parte de la UEM en una primera fase: Alemania, Francia, Italia, España, Bélgica, Holanda, Luxemburgo, Finlandia, Irlanda, Portugal y Austria. Del Grupo de los Quince, y a excepción del Reino Unido, Dinamarca y Suecia, excluidos por decisión propia, sólo Grecia quedó fuera, debido al incumplimiento de algunos de los criterios de convergencia definidos en el Tratado de Maastricht en materia de finanzas públicas,

1 Políticas macroeconómicas de clara vocación estabilizadora: inflación estable y por debajo del 2 por 100, y política fiscal de equilibrio presupuestario a lo largo del ciclo, acompañadas de una política de rentas moderadas en un marco laboral de diálogo social.

2 Véase «Subdirección General de Estudios del Sector Exterior» (1997), pp.3-7.

precios, tipos de interés y tipos de cambio (actualmente se encuentra dentro desde enero de 2001).

En segundo lugar, el Consejo de la Unión determinó los tipos de cambio bilaterales irrevocables del euro que serían adoptados a partir del 1 de enero de 1999. El Consejo Ecofin (ministros de economía y finanzas) eligió las paridades centrales del Sistema Monetario Europeo (SME) como tipos de cambio fijo para las once monedas que integran la moneda única. Y, finalmente, se nombró el comité ejecutivo del Banco Central Europeo.

En este contexto, resulta fundamental la conducta del Banco Central Europeo (BCE), que está luchando por obtener una reputación como la del Bundesbank, mediante su propósito de control de la inflación y de sostenibilidad del euro.

En cuanto al papel del euro como dinero internacional, cuanto más utilizada sea una divisa internacionalmente, más atractiva y eficiente se hará y por lo tanto será más demandada, aunque esto conlleve añadir incertidumbre a la demanda de dinero y por lo tanto dificultades en su control.³ El impacto del uso del euro como un medio de pago en el comercio internacional es uno de los aspectos más relevantes del éxito del euro como divisa internacional. De hecho, atendiendo a la tradicional clasificación de las tres funciones del dinero (cuadro 1) parece claro que el euro puede sustituir, en su utilización, al dólar en las transacciones, tanto públicas como privadas, y en las funciones unidad de medida y medio de pago, mientras que la función de depósito de valor, es la que, de momento, presenta más incertidumbres.

Asimismo, es necesario cumplir tres tipos de exigencias para que el euro sea considerado como una moneda internacional: la importancia de la zona euro y de su comercio exterior, su estabilidad monetaria, y el desarrollo de sus mercados financieros.⁴

3 Las diferentes demandas de una moneda para cada una de las funciones del dinero proporcionan economías de escala, por ejemplo, si una moneda se utiliza como medio de pago, se hace más atractiva como moneda de reserva. Las tres funciones clásicas del dinero: unidad de cuenta, medio de pago y activo financiero, pueden descomponerse en seis según si el operador que realiza la transacción es privado o público: moneda de facturación, moneda vehicular, moneda de inversión, moneda de financiación, moneda de referencia o ancla, y moneda de reserva y de intervención. Para un análisis detallado ver Caruana (1997), pp.162-167.

4 Ver Varela Parache, F., Hinarejos Rojo, M. y Varela Guinot, J.E. (Diciembre 1997-Enero 1998), pp. 199-222.

	SECTOR PRIVADO	SECTOR PÚBLICO
UNIDAD DE MEDIDA	<ul style="list-style-type: none"> — Media de comercio internacional — Transacciones financieras internacionales — Denominación de los precios 	<ul style="list-style-type: none"> — Determinación de las relaciones de tipos de cambio
MEDIO DE PAGO	<ul style="list-style-type: none"> — Pago del comercio internacional — Obligaciones financieras — Divisa vehículo y divisa refugio 	<ul style="list-style-type: none"> — Intervención en los mercados exteriores de tipo de cambio — Flujos financieros oficiales
DEPÓSITO DE VALOR	<ul style="list-style-type: none"> — Denominación de los instrumentos financieros 	<ul style="list-style-type: none"> — Denominación de reservas internacionales

Fuente: Peter Bekx. Euro Papers. 1998

Cuadro 1: Determinantes de una moneda internacional

En primer lugar, la UME ha quedado conformada por el Grupo de los Quince excepto el Reino Unido, Suecia, Dinamarca (la zona euro incluye Grecia desde enero de 2001), lo que supone un área económica de un potencial relativamente próximo a Estados Unidos, configuración que resulta ser potencialmente peligrosa para el dólar y, si tenemos en cuenta el grado de apertura, sólo en el caso de llegar a conformarse una UME-15, la apertura exterior sería similar a la de EE.UU. En segundo lugar, la estabilidad monetaria en la zona euro se cumple mediante el Tratado de Maastricht de estabilidad de precios ya mencionada, no debiendo olvidar que en la economía estadounidense existen elevados déficit por cuenta corriente y acumulación excesiva de pasivos exteriores, que no se dan en las economías europeas, pudiendo generar dificultades para su financiación y por tanto afectar a la estabilidad y al potencial de crecimiento. Y por último,

los mercados financieros de los países participantes son modestos respecto de los de EE.UU., quizás este sea el punto más débil debido a la escasa credibilidad que asignan los mercados a la nueva moneda como comentaremos más adelante. Por lo que respecta a la existencia de controles de cambios, tanto en la UME como en EE.UU., la liberalización del mercado de capitales se considera un proceso irreversible.

A su vez, que el euro sea dinero internacional conlleva ciertas ventajas, en primer lugar, los operadores (exportadores, importadores, prestamistas, prestatarios, inversores, etc.) residentes en la zona euro, ven reducidos sus costes y las incertidumbres al tener una mayor capacidad para operar en su moneda, y lo mismo ocurre con las entidades financieras residentes al realizar la mayoría de las transacciones mundiales en su moneda; en segundo lugar, los beneficios del señoriaje, que son los beneficios que el BCE obtiene como consecuencia del monopolio de emisión del euro y de su utilización a nivel internacional y, por último, el mayor peso de la zona euro en las decisiones internacionales.

Como consecuencia, aunque los resultados no son concluyentes, confieren a la UME una cierta ventaja para que el euro se convierta gradualmente en una importante moneda internacional y por lo tanto un rival del dólar a considerar. Esto implica un sistema monetario internacional bipolar con dos grandes economías, la de EE.UU. y la del conjunto países euro, y sus dos monedas, el dólar y el euro, como polos principales del sistema (Caruana, 1997).

Bajo este contexto se han producido cambios en el entorno internacional, la situación actual es la de un régimen de flotación libre para las tres principales divisas internacionales, el dólar, el euro y el yen, de manera que el tipo de cambio del euro es el resultado de su cotización libre en los mercados de divisas. Es decir, existe mayor flexibilidad de los tipos de cambio (desde que en agosto de 1971, EE.UU. suspendiera la convertibilidad oficial del dólar en oro y se abandonara el sistema de Bretton Woods) con una mayor libertad de movimiento de capitales que ha implicado a su vez una mayor facilidad de financiación de inversiones percibidas como de buena relación rentabilidad/riesgo (a partir de los años setenta, las restricciones de capital de los países industrializados se van eliminando progresivamente, unido

a una progresiva desregulación e innovación en los mercados financieros), además de generar el proceso de globalización en el que estamos inmersos actualmente. No obstante, con tipos de cambio flexibles, la actuación de las autoridades económicas en sus políticas monetarias y fiscales está viéndose limitada por la globalización financiera, además de la disciplina que imponen los mercados al existir dificultades derivadas de las salidas de capital al cambiar la evaluación de los mercados y orientarse los flujos de capitales en otra dirección.

3. Teorías de determinación del tipo de cambio

La teoría económica ha identificado una relación de variables fundamentales que inciden directamente sobre la dinámica de los tipos de cambio. Estas variables fundamentales en la determinación del tipo de cambio son de dos tipos, por un lado las variables que aparecen en las operaciones que forman parte de la balanza por cuenta corriente: diferencial de precios, nivel de renta doméstico y nivel de renta exterior; y por otro, las variables que aparecen en las operaciones que forman parte de la balanza por cuenta financiera: tipo de interés nacional, tipo de interés extranjero, rentabilidad esperada nacional y rentabilidad esperada extranjera (estas dos últimas a su vez dependen de la evolución esperada del tipo de cambio).⁵

Del tipo de cambio entendido como la variable que expresa el valor de una moneda en términos de otra, dependerá la cantidad ofrecida o demandada de moneda extranjera contra moneda nacional. Pero para ello deben permanecer constantes las variables fundamentales en la determinación del tipo de cambio, variables que están implícitas en las diferentes operaciones anotadas en la balanza de pagos. Por lo tanto si a partir de una situación de equilibrio entre las curvas de oferta y demanda de divisas, varían las variables fundamentales, estas curvas se desplazarán y se producirá un exceso de demanda u oferta de divisas, cuyo mecanismo de ajuste dependerá del sistema insti-

⁵ Ver Aixalá, J. (1999), pp. 15-67. Para un completo estudio véase Bajo y Sosvilla (1993).

tucional de tipos de cambio con el que la economía se halle comprometida y del margen de discrecionalidad que ese compromiso permita a las autoridades nacionales.

Existen diferentes enfoques o planteamientos a que da lugar el variable tipo de cambio y que nos pueden servir para explicar su comportamiento: en primer lugar, el planteamiento de flujos o enfoque tradicional, en el que los movimientos cambiarios se centran fundamentalmente en el mercado de bienes y en el diferencial de precios, ajustándose el tipo de cambio en el largo plazo a la relación de precios entre los bienes nacionales y extranjeros; en segundo lugar, el modelo de *stocks* o de carteras que son las carteras de activos financieros que poseen los agentes no residentes (en función de su rentabilidad esperada) para financiar déficit nacionales, produciéndose excesos de oferta y demanda de dichos títulos con la consiguiente acumulación de *stocks* y su repercusión sobre el tipo de cambio; y, por último, el modelo de *stocks* o expectativas que nos da el valor futuro esperado del tipo de cambio, según el comportamiento de los mercados de bienes y financieros, el cual influye en el valor actual.⁶

En el momento de concluir este trabajo, el euro está cotizando en torno a 90 céntimos de dólar, por lo que las instituciones económicas internacionales (FMI, OCDE, Comisión Europea) y el Euro-12, consideran que el euro está subvaluado respecto al dólar, debiendo estar la cotización del euro en torno a 1,15 dólares, con una banda entre 1,10 y 1,20, consecuencia de una evolución cíclica más en sintonía de las economías del euro y del dólar y de la profundización de las reformas estructurales desde la creación del euro. Los efectos de la depreciación del euro pueden haber sido positivos para países que, como

6 Bajo estas consideraciones se pueden esquematizar los diferentes modelos de determinación del tipo de cambio que sólo vamos a enumerar, teniendo en cuenta los diferentes plazos en los que actúan las variables explicativas y los diferentes mercados (de bienes o de activos) donde se determina el precio de las divisas (véase nota 5). En el corto y el medio plazo: en primer lugar, los modelos monetarios y de carteras (el puro o de precios flexibles, el de precios predeterminados y el de equilibrio de carteras), y en segundo lugar el papel de las expectativas (al introducir las expectativas racionales los agentes descuentan toda la información disponible cumpliéndose entonces la paridad a futuros de los tipos de cambio y dando poco margen para obtener ganancias derivadas de la especulación). En el largo plazo nos encontramos con la teoría de la paridad del poder adquisitivo (PPA) que se analiza en el texto.

Alemania, han visto facilitadas sus exportaciones y acelerada su actividad económica. El BCE ha indicado que en la zona de la moneda única podría incrementarse el riesgo inflacionista por la debilidad del euro. Esto se une a la preocupación de los bancos centrales del euro, con el BCE a la cabeza, por los efectos negativos que en la opinión pública puede tener la debilidad del euro en la perspectiva de la puesta en circulación de las monedas y billetes en euros a partir del año 2002. Las autoridades habían hablado siempre de una moneda única fuerte, y, sin embargo, el euro ha llegado a depreciarse hasta casi un 25 por 100 respecto al dólar desde su creación.⁷

Después de ofrecer un esquema de las principales aportaciones teóricas a la literatura sobre la determinación de los tipos de cambio, nos vamos a centrar en analizar la idoneidad de la situación del tipo de cambio en el largo plazo. Para ello, vamos a utilizar el planteamiento de flujos o enfoque tradicional mediante la hipótesis de la paridad del poder adquisitivo (PPA).⁸ La teoría de la PPA se basa en que el tipo de cambio de una moneda a largo plazo obedece a la relación entre los niveles de precios nacional y extranjero, de forma que las divergencias en las tasas de inflación de los diferentes países, en un periodo de tiempo prolongado, se corrigen mediante los movimientos cambiarios. Existen dos versiones sobre esta teoría: la versión absoluta que señala que el tipo de cambio de una divisa en términos de otra será igual al cociente entre los niveles de precios nacional y extranjero, y la versión relativa, en la cual, partiendo de la paridad inicial entre dos monedas, se trata de ver si la tasa de apreciación o depreciación del tipo de cambio de equilibrio, en un periodo futuro, obedece al diferencial entre las tasas de inflación nacional y extranjera, en ese mismo horizonte temporal. Siguiendo esta última versión, en primer lugar, vamos a tomar como referencia el año 1995 ya que en marzo del mismo, se produjo un realineamiento del Sistema Monetario Europeo, último reajuste de paridades que planteó un tipo de cambio de equilibrio para afrontar la creación de la UME; en segundo lugar, vamos a tratar de averiguar si la evolución seguida por la cotización del dólar con respecto al euro se ajusta a lo que deman-

7 Véase Fernández Rodríguez (2000), pp.60-73.

8 Véase también Cantalapiedra y Cano (1999), pp. 216-221.

daría para el mercado de cambios la senda de los precios relativos, y en qué medida los factores de corto plazo han incidido para que existan divergencias entre el tipo de cambio nominal y el tipo de cambio resultante de aplicar estrictamente la teoría de la PPA. En el cuadro 2 se ponen de manifiesto los resultados obtenidos.

Con los datos disponibles hasta ahora, el tipo de cambio nominal del euro no se ajusta al tipo de cambio que exigiría el cumplimiento de la PPA, ya que las sendas que siguen ambas variables son muy dispares (gráfico 1). El comportamiento del tipo de cambio del dólar con respecto al euro indica una continua depreciación nominal del euro. Los datos nos muestran que el euro se deprecia con respecto al dólar desde 1,241 dólares de enero de 1995 hasta 0,922 dólares de febrero de 2001, cuando la PPA habría exigido para febrero de 2001 un nivel de 1,263 dólares (cuadro 2).

En base a estos resultados se podría concluir que el tipo de cambio del euro no se comporta según las exigencias de la teoría de la paridad de precios. Para que este comportamiento se hubiera dado, la ligera inflación diferencial existente a favor de la zona euro debería haber coincidido básicamente con ligeras apreciaciones del euro, tal como predice la teoría (en el cuadro 2, col. IV y V, se puede observar cómo lo que se produce es una depreciación continua). Es decir, la combinación de tipo de cambio nominal y precios relativos no se comporta tal como predice la teoría de la PPA.

En definitiva, tal y como se ha comprobado, el euro se encuentra actualmente infravalorado respecto a su PPA frente al dólar, situación que se ha ido ampliando desde los primeros meses de 1999. Las divergencias entre el tipo de cambio nominal del euro y el tipo de cambio que exigiría el cumplimiento de la PPA pueden deberse a desajustes, es preciso tener en cuenta además que el periodo analizado puede ser demasiado breve para llegar a conclusiones sólo con los precios relativos ya que la teoría predice el largo plazo. Estos desajustes son, en primer lugar, la especulación a corto plazo, ya que las desviaciones cambiarias en relación con la paridad de precios serán tanto más fuertes y persistentes cuanto más lo sean las transacciones financieras internacionales haciendo difícil el cumplimiento de la teoría bajo un sistema de tipos de cambio flotan-

PERIODO	I TC\$/EURO	II P.EUR 95 = 100	III P.U.S. 95 = 100	IV IND. DOLAR	V P.EUR/P.U.S.	VI TCR U.S.	VII TCPPA U.S.
1995 ENE	1,241	98,609	96,860	100,000	100,000	100,000	1,241
1995 FEB	1,259	98,992	99,060	98,500	99,902	98,572	1,241
1995 MAR	1,317	99,436	99,400	94,211	100,037	94,246	1,240
1995 ABR	1,341	99,709	99,700	92,500	100,009	92,508	1,241
1995 MAY	1,322	99,908	99,900	93,885	100,008	93,893	1,241
1995 JUN	1,321	100,053	100,100	93,194	99,973	93,168	1,241
1995 JUL	1,345	100,073	100,100	92,267	99,973	92,242	1,241
1995 AGO	1,304	100,283	100,300	95,125	99,983	95,109	1,241
1995 SEP	1,289	100,564	100,500	96,277	100,063	96,338	1,240
1995 OCT	1,322	100,636	100,900	95,447	99,739	93,602	1,244
1995 NOV	1,324	100,750	100,800	93,732	99,950	93,685	1,241
1995 DIC	1,304	100,936	100,700	95,133	100,235	95,356	1,238
1996 ENE	1,292	101,309	101,300	96,051	100,009	96,059	1,241
1996 FEB	1,289	101,567	101,700	95,292	99,869	96,166	1,242
1996 MAR	1,281	102,209	102,200	96,838	100,009	96,846	1,241
1996 ABR	1,264	102,573	102,600	98,174	99,973	98,148	1,241
1996 MAY	1,247	102,675	102,800	99,530	99,878	99,409	1,242
1996 JUN	1,253	102,800	102,800	99,034	100,000	99,034	1,241
1996 JUL	1,271	102,773	103,000	97,653	99,779	97,438	1,244
1996 AGO	1,283	102,700	103,200	96,694	99,516	96,225	1,247
1996 SEP	1,289	103,145	103,600	97,774	99,561	97,345	1,246
1996 OCT	1,258	103,382	103,900	98,602	99,501	98,110	1,247
1996 NOV	1,277	103,350	104,100	97,174	99,280	96,474	1,250
1996 DIC	1,250	103,673	104,100	99,246	99,590	98,838	1,246
1997 ENE	1,216	103,767	104,400	102,023	99,393	101,405	1,248
1997 FEB	1,166	103,850	104,700	106,439	99,188	105,575	1,251
1997 MAR	1,150	104,328	105,000	107,320	99,198	107,055	1,251
1997 ABR	1,145	104,308	105,100	108,368	99,247	107,551	1,250
1997 MAY	1,149	104,608	105,100	107,959	99,532	107,454	1,247
1997 JUN	1,137	104,642	105,200	109,167	99,469	108,587	1,247
1997 JUL	1,105	104,650	105,300	112,301	99,383	111,607	1,249
1997 AGO	1,073	104,673	105,500	115,669	99,321	114,884	1,249
1997 SEP	1,100	105,117	105,800	112,810	99,354	112,081	1,249
1997 OCT	1,120	105,292	106,000	110,756	99,332	110,016	1,249
1997 NOV	1,139	105,517	106,000	108,904	99,544	108,407	1,247
1997 DIC	1,112	105,675	105,900	113,627	99,786	111,390	1,243
1998 ENE	1,088	105,575	106,000	114,075	99,599	113,618	1,246
1998 FEB	1,088	105,683	106,200	113,999	99,513	113,444	1,247
1998 MAR	1,084	106,125	106,400	114,432	99,742	114,136	1,244
1998 ABR	1,091	106,505	106,600	113,726	99,930	113,646	1,242
1998 MAY	1,109	106,758	106,800	111,881	99,961	111,838	1,241
1998 JUN	1,101	106,842	107,000	112,657	99,852	112,491	1,243
1998 JUL	1,098	106,700	107,100	113,059	99,627	112,637	1,245
1998 AGO	1,102	106,733	107,200	112,641	99,565	112,151	1,246
1998 SEP	1,154	107,400	107,400	107,511	99,851	107,136	1,245
1998 OCT	1,194	107,108	107,600	103,942	99,543	103,467	1,247
1998 NOV	1,164	107,083	107,600	106,561	99,520	106,050	1,247
1998 DIC	1,172	107,167	107,600	105,361	99,597	105,435	1,246
1999 ENE	1,161	106,702	107,800	106,895	99,865	106,895	1,253
1999 FEB	1,121	107,142	108,000	110,711	99,205	109,832	1,251
1999 MAR	1,088	107,667	108,300	114,015	99,415	113,348	1,248
1999 ABR	1,070	108,142	108,100	115,917	99,122	114,899	1,252
1999 MAY	1,063	108,283	108,100	116,749	99,251	115,875	1,250
1999 JUN	1,038	108,258	108,100	119,568	99,229	118,646	1,250
1999 JUL	1,035	108,000	108,400	119,855	98,720	118,321	1,257
1999 AGO	1,060	108,267	109,700	117,020	98,693	115,491	1,257
1999 SEP	1,050	108,650	110,200	116,164	98,593	116,502	1,259
1999 OCT	1,071	108,842	110,400	115,896	98,588	116,260	1,259
1999 NOV	1,034	109,025	110,400	120,023	98,755	116,528	1,256
1999 DIC	1,011	109,458	110,400	122,731	99,147	121,684	1,251
2000 ENE	1,014	109,292	111,000	122,405	98,461	120,521	1,260
2000 FEB	0,983	109,717	111,600	126,174	98,312	124,045	1,262
2000 MAR	0,964	110,400	112,400	128,670	98,221	126,381	1,263
2000 ABR	0,947	110,775	112,400	131,033	98,554	129,139	1,259
2000 MAY	0,906	111,092	112,500	136,960	98,748	135,246	1,257
2000 JUN	0,949	111,467	113,100	130,725	98,556	128,838	1,259
2000 JUL	0,940	111,383	113,400	132,050	98,222	129,702	1,263
2000 AGO	0,904	111,667	113,400	137,250	98,471	135,152	1,260
2000 SEP	0,872	112,325	114,000	142,278	98,531	140,187	1,259
2000 OCT	0,855	112,642	114,200	145,098	98,635	143,116	1,258
2000 NOV	0,856	112,967	114,300	144,890	98,833	143,109	1,255
2000 DIC	0,897	113,042	114,200	138,281	98,986	138,878	1,254
2001 ENE	0,938	112,850	114,900	132,244	98,216	129,885	1,263
2001 FEB	0,922	113,375	115,400	134,622	98,245	132,259	1,263
2001 MAR	0,910			136,426			
2001 ABR	0,892			139,105			
2001 MAY	0,874			141,970			

Col. I: Tipo de cambio nominal \$/euro.

Col. II: Índice de precios al consumo de la zona euro 1995=100.

Col. III: Índice de precios al consumo de EE.UU. 1995=100.

Col. IV: Índice de tipo de cambio nominal \$/euro=TC50/TC9=1,241/TC9.

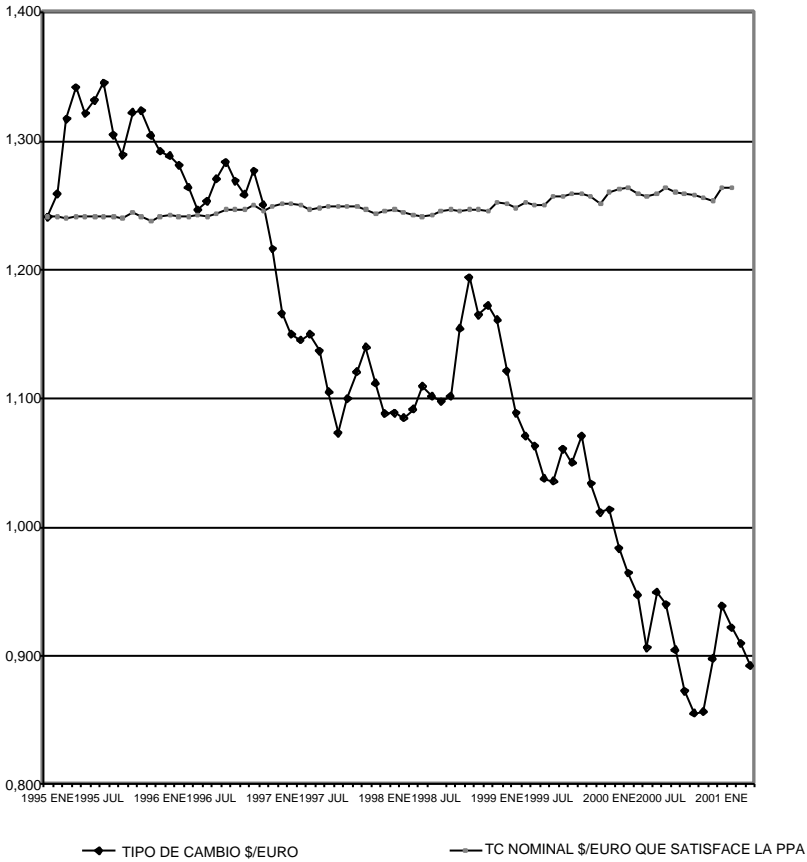
Col. V: Índice de precios relativos eurozona/EE.UU.=Col. II/Col.III.

Col. VI: Índice de tipo de cambio real \$/euro = Col.IV x Col.V.

Col. VII: Tipo de cambio nominal \$/euro que satisface la PPA = TC50 x (Col.III/Col.II) = 1,241 x (Col.III/Col.II).

Fuentes: Cálculos propios a partir de datos obtenidos del Banco de España y del Instituto Nacional de Estadística

Cuadro 2.PPA bilateral dólar/euro



Fuente: Elaboración propia (columnas I y VII del Cuadro 2)

Gráfico 1.PPA bilateral dólar/euro

tes; en segundo lugar, la existencia de bienes no comercializados internacionalmente (fundamentalmente servicios), ya que el tipo de cambio recoge bienes comercializables (agricultura e industria) mientras que el diferencial de precios (índice de precios al consumo) recoge bienes comercializables y no comercializables, por lo que no podemos esperar que el tipo de cambio se ajuste al diferencial de precios, esto unido a que puedan existir significativas diferencias en la renta *per cápita* entre los países

(por la diferente intensidad en trabajo, nivel de productividad y salarios) llevará a que sea más difícil el cumplimiento la teoría de la PPA; y, por último, factores de tipo institucional como las políticas comerciales y las intervenciones en los mercados cambiarios, que alteran el funcionamiento de los mismos. Asimismo, hay que tener en cuenta que los desajustes señalados pueden ser importantes a corto y medio plazo, pero en el largo plazo no destruyen la aplicabilidad de la teoría de la PPA, sino que pueden ayudar a determinar el equilibrio del tipo de cambio a largo plazo.

De lo señalado con anterioridad se desprende que las explicaciones a largo plazo no funcionan, por lo que vamos a ver las de medio y corto plazo. Efectivamente, ya hemos constatado que la fuerza fundamental que relaciona el valor de dos monedas y que, por tanto, determina el tipo de cambio, es el arbitraje internacional, éste recoge las actividades de compra y venta mediante las que los agentes económicos garantizan que los bienes y los activos semejantes tengan el mismo precio, independientemente de la moneda en que están expresados. Sin embargo, esta ley de precio único no sólo se puede aplicar a los mercados internacionales de bienes (como hemos hecho con el análisis de la PPA), sino también a los activos financieros mediante lo que se conoce como la paridad descubierta de los tipos de interés (PDI). Ésta establece que la tasa de variación del tipo de cambio entre dos países debe ser igual al diferencial de tipos de interés entre ambos.⁹ Por tanto, el cumplimiento de la PDI nos sirve también como guía para predecir el tipo de cambio en un momento futuro. Esta relación nos indica que cuanto mayor es el tipo de interés nominal de EE.UU en relación al tipo de interés de la zona euro, mayor ha de ser la depreciación esperada de su moneda (más dólares por cada euro). El diferencial positivo de tipos de interés a favor de EE.UU (hasta el 18 de abril de 2001) ha dado lugar a una expectativa de tipo de cambio a plazo del euro más apreciado que

9 Para el cumplimiento de esta condición no deben existir controles de capital ni restricciones cambiarias en los dos países, los costes de transacción deben ser bajos y el riesgo de los activos financieros debe ser similar en ambos países. Véase BBVA (2000).

el tipo de cambio a contado, que no se ha visto satisfecha desde principios de 1999.

Pues bien, aplicando la teoría, el análisis de la relación de todas las variables fundamentales nos tendría que explicar la evolución del tipo de cambio dólar-euro, que ha presentado una infravaloración del euro desde su creación.

Podemos establecer dos teorías que explican la sobrevaloración del dólar: una que mantiene que la debilidad del euro es estructural (ya que se está mostrando débil frente a otras monedas, como el yen japonés, y no sólo frente al dólar), siendo la economía europea comparativamente menos atractiva para la inversión productiva y financiera debido a que no logra avanzar en sus reformas estructurales, no consigue que sus empresas apuesten en mayor medida por la innovación, no existe la suficiente competencia en los servicios y en los bienes no comerciables, todo ello unido a la vulnerabilidad ante los desacuerdos políticos y sus efectos económicos y monetarios negativos; y otra que predice que sólo cuando las tasas de crecimiento de la zona euro y de la economía americana converjan, el euro recuperará parte de su valor perdido que es la que se analiza en este trabajo.

4. Los condicionantes a corto plazo de la evolución del tipo de cambio dólar-euro

Para valorar la cotización dólar-euro actual hay que tener en cuenta los elementos normativos de la política cambiaria del euro (Fernández, 2000) recogidos en los Tratados de la Unión Europea (TUE) y complementados por resoluciones de los Consejos Europeos de Jefes de Estado y de Gobierno de la UE. La política del tipo de cambio del Consejo Ecofin no implica un objetivo para el tipo de cambio del euro, sino que el valor de éste se determina, como cualquier otro precio de un activo, en un mercado líquido como es el mercado de divisas. También hay que destacar que el Consejo Europeo recuerda que el Consejo (Ecofin) puede, en circunstancias excepcionales, dar orientaciones generales para la política del tipo de cambio del euro, en concreto, a partir de valores de cotización de un euro por menos de 90 céntimos de dólar, ya que se corresponderá con un claro

desajuste de los tipos de cambio, por ser considerado el euro como demasiado depreciado.¹⁰ La ausencia de un objetivo cambiario impuesto sobre el Eurosistema facilita la tarea de cuantificar el objetivo de la estabilidad de precios en la zona euro.¹¹

A principios de 1999, el Banco Central Europeo temía que el euro se apreciara en exceso por dos razones principales: en primer lugar, la probable recomposición de las reservas a nivel internacional (comprar EUR frente al USD en mayor cuantía que las propias monedas nacionales), y en segundo lugar, la venta de USD desde bancos nacionales europeos por su exceso, pero la realidad fue muy distinta. El lanzamiento del euro fue precedido por un periodo de euforia estableciéndose una valoración, a principios de 1999, de 1,18 dólares, desde entonces, el euro ha protagonizado un descenso casi sin interrupción contra las principales divisas (gráfico 2).

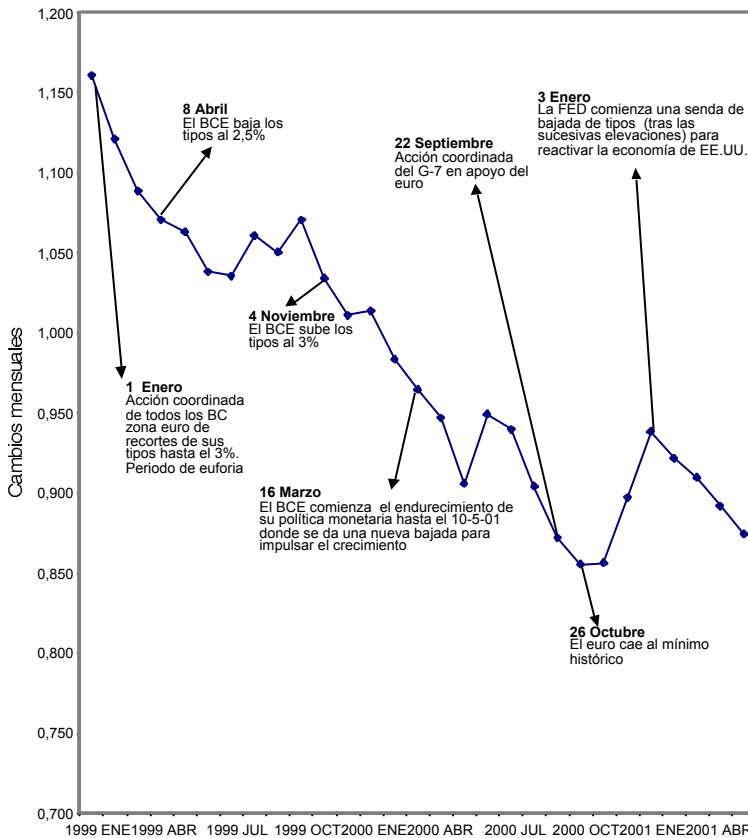
Los condicionantes económicos básicos que determinan la dinámica del tipo de cambio del euro en relación con el dólar, de acuerdo con la teoría a medio y corto plazo, son: el crecimiento económico de los EE.UU. en relación con el incremento del PIB en el área del euro, el diferencial de inflación, los diferenciales de tipos de interés, la dinámica del paro y el saldo de la balanza por cuenta corriente. Así, el análisis de la evolución de estos grandes indicadores de las economías del área del euro y de EE.UU, desde el periodo de acceso a la tercera fase de la UEM hasta la actualidad, servirá para explicar la evolución de los tipos de cambio entre las dos divisas.¹²

De esta manera, podemos observar cómo, desde la introducción del euro en enero de 1999, la tasa de crecimiento de la actividad en los EE.UU. ha sido considerablemente superior a la de la zona euro (gráfico 3), si bien desde la segunda mitad de

10 En su resolución del 13 de diciembre de 1997 referida a la puesta en práctica de las disposiciones del Tratado sobre la política del tipo de cambio del euro con terceros países.

11 En la justificación de sus recientes decisiones de incremento de los tipos de interés oficiales, el Eurosistema ha argumentado sobre el riesgo inflacionista que supone un tipo de cambio del euro que considera particularmente débil respecto al dólar americano. El BCE ha rechazado explícitamente que las recientes subidas de los tipos de interés fueran dirigidas a fortalecer el tipo de cambio del euro. El razonamiento es, pues, el de que el euro alcanza un valor apropiado sobre la base del cumplimiento del objetivo de inflación definido por el Eurosistema.

12 Véase Informes mensuales de La Caixa (1998-2001).

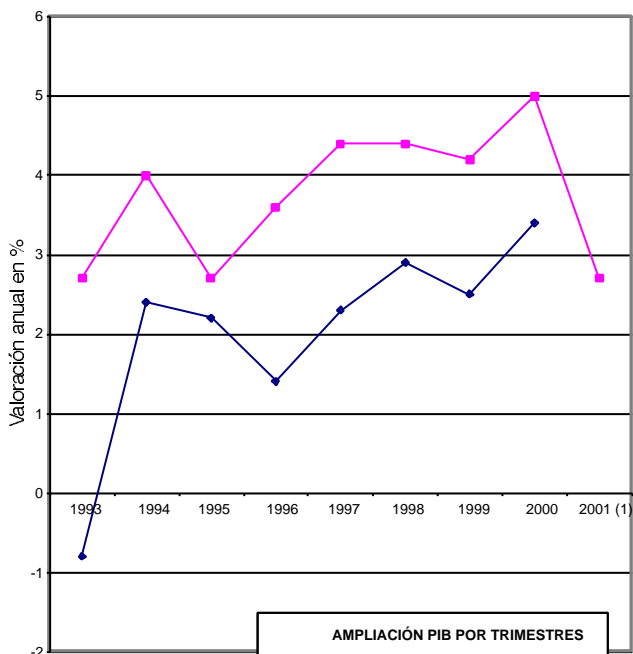


Fuente:elaboración propia (con datos extraídos del BCE y Ministerio de Economía)

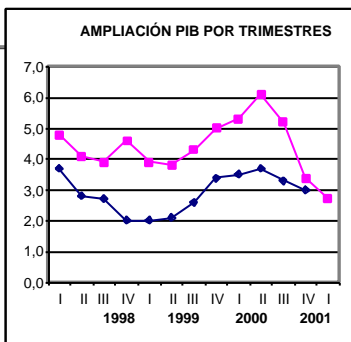
Gráfico 2.Evolución del euro frente al dólar (cotización, en dólares)

1999, el crecimiento del PIB en Europa se aceleró con más fuerza que en los EE.UU., consolidándose esta recuperación durante el año 2000, hasta llegar a la desaceleración experimentada en la actualidad.¹³

13 Debe mencionarse la progresiva desaceleración del crecimiento en la zona euro en los primeros meses de 2001, afectada por el deterioro del entorno internacional y el peligro de recesión que se da en EE.UU. por el empeoramiento de las expectativas del consumidor, y un freno en la inversión empresarial, que está reajustando su comportamiento a cierto exceso de inversión acumulada.



◆ UEM
■ EE.UU.

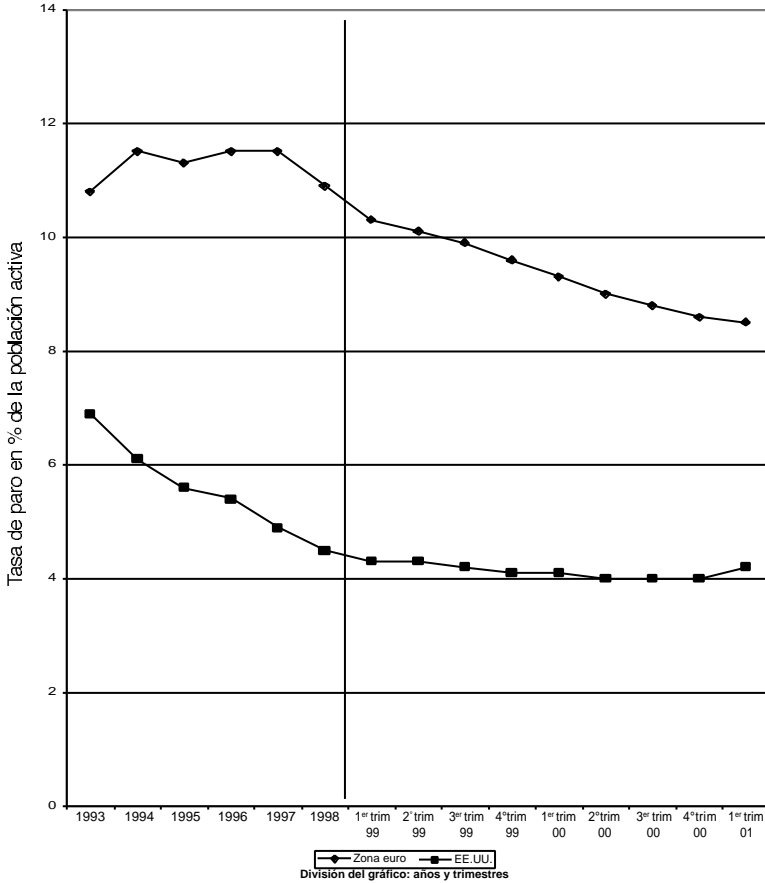


(1) Variación del periodo para el que se dispone de datos, sobre igual periodo del año anterior.
 Fuente: Elaboración propia (con datos extraídos del BCE y Ministerio de Economía)

Gráfico 3.Producto Interior Bruto (Precios Constantes)

La economía de EE.UU. ha dado muestras de gran vitalidad por el dinamismo de la demanda interna (con predominio del consumo privado) y el favorable comportamiento del mercado

laboral.¹⁴ Así, la tasa de paro de los EE.UU. ha evolucionado sustancialmente por debajo del paro europeo, aunque el diferencial de desocupación ha tendido a reducirse (gráfico 4).

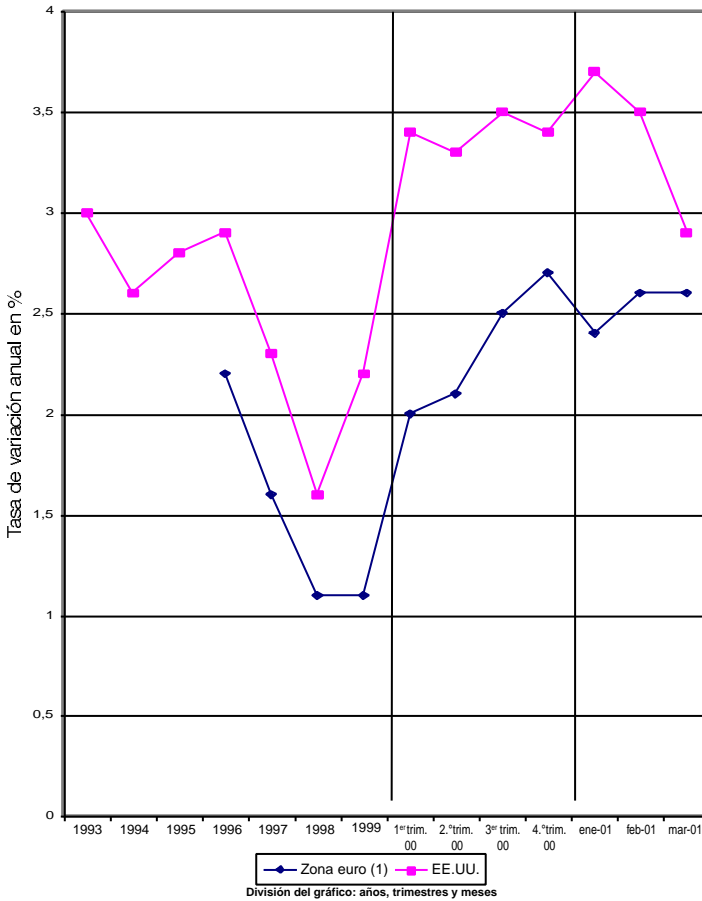


Fuente: Elaboración propia (con datos extraídos del BCE y Ministerio de Economía)

Gráfico 4. Paro

¹⁴ Estados Unidos ha alcanzado la expansión más prolongada de la historia reciente, 107 meses consecutivos de crecimiento, con un PIB máximo del 6,1% (variación anual) en el segundo trimestre de 2000.

Respecto a la inflación, la economía de los EE.UU. ha experimentado una evolución superior de los precios en relación con el área del euro, decreciendo su diferencial durante la primera mitad de 2001, quedando constatado que los bancos centrales de EE.UU. y la eurozona intensificaron en el 2000 su lucha contra la inflación (gráfico 5). Unido a esta variable fundamental, podemos referirnos a la evolución de los tipos de interés oficiales.



(1) Índice de precios armonizado. La zona euro incluye Grecia desde enero de 2001.
Fuente: Elaboración propia (con datos extraídos del BCE y Ministerio de Economía)

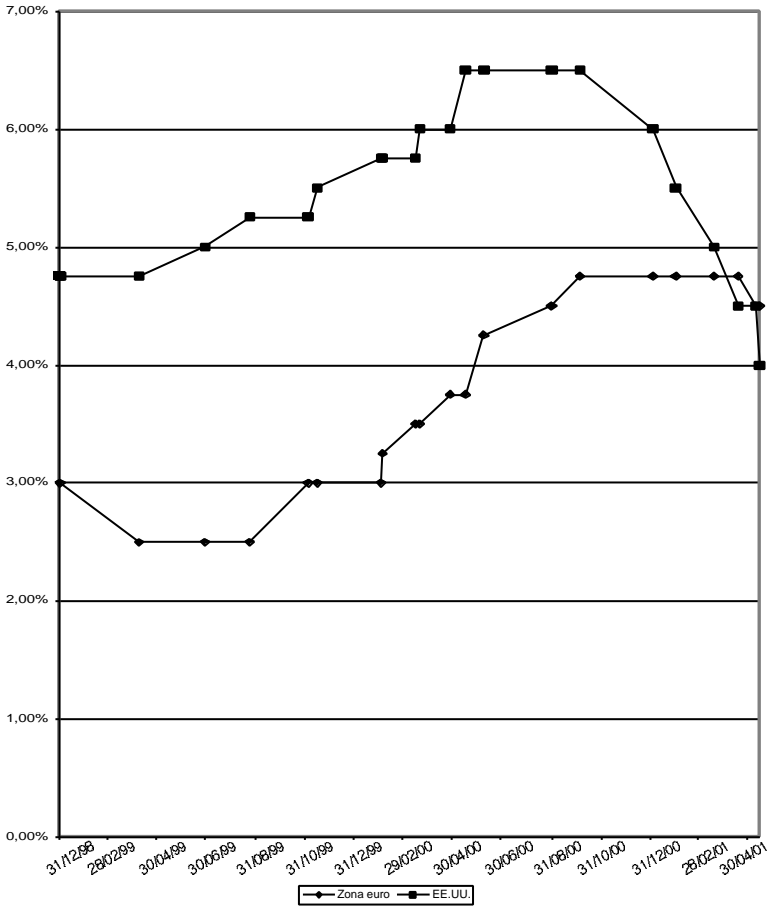
Gráfico 5. Precios de consumo

El día 3 de diciembre de 1998 todos los bancos centrales de la futura zona euro sorprendieron a los mercados con una acción coordinada de recortes de sus tipos hasta el 3%, con la excepción de Italia que lo hizo días más tarde. Así quedó ya fijado el nivel del tipo de interés inicial del euro, facilitándose la asunción de responsabilidades en materia de política monetaria por el Sistema Europeo de Bancos Centrales a partir del primero de enero de 1999. Se abogaba por un recorte de los tipos de interés para estimular la economía e impulsar la creación de empleo. En EE.UU. el tipo de interés a 23 de diciembre de 1998 se situaba en 4,75 %.

A partir de ahí, la zona euro, tras una primera bajada, ha seguido una senda continuada de ascenso de los tipos de interés (hasta un máximo de 4,75 %), es decir, de endurecimiento de su política monetaria, por la expansión que han ido mostrando los agregados monetarios y crediticios, para prevenir futuras tensiones de los precios en un entorno de expectativas de alzas de salarios y relanzamiento económico¹⁵. El 10 de mayo de 2001 se ha producido la última intervención del Banco Central Europeo bajando los tipos de interés hasta un 4,5 % para apoyar el crecimiento económico de la zona euro, aunque esto vaya en detrimento del control de la inflación. El camino seguido por la Reserva Federal (Fed) en EE.UU. ha sido el de ascenso continuado de los tipos de interés (hasta un máximo de 6,50 % el 16 de mayo de 2000) por el riesgo de un sobrecalentamiento de su economía, ya que la fortaleza de la demanda interna y del consumo no parecían estar debilitándose. Desde principios de 2001 se está empezando a ver una ralentización económica en EE.UU. por lo que la Fed ha comenzado una senda de bajada de tipos para reactivar su economía (última bajada el 15 de mayo de 2001 hasta el 4 %). En resumen, los notables diferenciales de tipos de interés a favor del dólar norteamericano (desde principios de 1999 hasta el 18 de abril de 2001) han jugado a favor del billete verde, no consiguiendo que el euro supere su gran debilidad frente al dólar (gráfico 6).

Y por último, en cuanto al saldo de la balanza por cuenta corriente, es destacable que aquellas economías que presentan

15 Véase Carnicero y Sánchez (1999).



Fuente: Elaboración propia (con datos extraídos del BCE y Ministerio de Economía)

Gráfico 6. Tipos de interés oficiales (enporcentaje anual)

un déficit por cuenta corriente, demanden a medio y largo plazo una mayor relajación cambiaria que facilite un estrechamiento del saldo deficitario exterior. Esto no ha ocurrido en EE.UU. porque aunque ha presentado una situación crónica de déficit por cuenta corriente (en cuanto al comercio exterior se han dado niveles récord de déficit comercial y corriente), ha podido cubrir

sus necesidades de financiación externa sin excesivos problemas debido al importante papel del dólar en el sistema financiero internacional. En cuanto al área Euro, se ha caracterizado por el saldo positivo de su balanza.

En resumen, de la observación de los cambios de las variables fundamentales de las economías americana y del área del euro desde principios de 1999 hasta mayo de 2001, se podría concluir una mejor posición relativa de la economía europea, que presenta una menor tasa de inflación, una menor caída de los tipos de interés a largo plazo, un acercamiento en el diferencial del paro, una balanza por cuenta corriente mucho más saneada, además de una situación similar de crecimiento con EE.UU. en los últimos meses. Este hecho nos llevaría hacia una tendencia a la apreciación del tipo de cambio euro-dólar, resultado de un comportamiento económico más saneado. Fijándonos en la evolución de la cotización, vemos que sí han existido movimientos puntuales de apreciación, podemos citar dos ejemplos destacables: en primer lugar, el 8 de junio de 2000, la actuación del Banco Central Europeo aumentando sus tipos de interés oficiales hasta el 4,25 % para atajar los riesgos inflacionarios, unido a la existencia de unas expectativas positivas, dio lugar a una apreciación de un 9 % contra el dólar en menos de tres semanas, pero luego cedió y se situó a 0,94 dólares hacia el final de junio; o en segundo lugar, el 3 de enero de 2001, cuando la Reserva Federal de EE.UU. comenzó la senda de bajada de tipos para reactivar su economía, dando lugar a una apreciación del 16,7% contra el dólar en poco más de dos meses desde el mínimo de finales de octubre de 0,823 dólares, pagándose el 5 de enero a casi 0,96 dólares. En la actualidad esta tendencia no se está dando ya que como decimos se trata sólo de escasos movimientos puntuales y lo que existe es una depreciación excesiva del euro, y por ello una ganancia en competitividad exterior ayudando a nuestras exportaciones.

Dado que esto no es suficiente para explicar la debilidad del euro, existen otros condicionantes que han influido en el debilitamiento del euro como son: la persistencia del conflicto en Yugoslavia y la crisis de Rusia, la incertidumbre política generada por el referéndum danés del 28 de septiembre de 2000 y la posibilidad de que se celebrara otro en Austria (hay que recordar que el «no» danés desató en 1992 fuertes turbulencias en

todos los mercados europeos), el dinamismo bursátil (la fortaleza del dólar está apoyada en unos atractivos valores bursátiles por unos tipos de interés relativamente elevados, en contrapartida a esta fortaleza existe un alto déficit por cuenta corriente cada vez mayor que lleva a unas bolsas sobrevaloradas), el atractivo de la liquidez del dólar ante el denominado «efecto 2000», la incertidumbre que genera el conflicto de intereses que pueda existir entre las autoridades monetarias del Banco Central Europeo y los responsables gubernamentales, y por último, el círculo virtuoso, generado por las expectativas de los agentes económicos a favor del dólar, entre la evolución del tipo de cambio y las informaciones positivas sobre las variables fundamentales de la economía de los EE.UU.¹⁶ (Cuadro 3).

Los mercados no han tenido confianza de la nueva moneda desde su primer día de cotización. La depreciación inicial de euro se achacó a las rigideces existentes en la economía europea, mientras que los indicadores favorables (como la evolución del PIB y la inflación) no se tuvieron en cuenta. Así, la bajada del euro generó una creencia racional sobre la debilidad de la economía europea. Estas creencias se afianzaron con las nuevas

- El diferencial de crecimiento económico y de tipos de interés entre Estados Unidos y Europa
- La escasa credibilidad de la que goza el Banco Central Europeo en los mercados
- Expectativas racionales de los agentes económicos a favor del dólar
- La incertidumbre por los conflictos en materia de política económica entre el Banco Central y sus autoridades fiscales.
- Los flujos de capitales desfavorables para el euro, tanto en lo que se refiere al número de adquisiciones de empresas norteamericanas por parte de europeas como a las masivas compras en bolsa y deuda estadounidense
- Especulación sobre el mercado del petróleo: desde que tendrá más impacto en la zona euro que en EE.UU. (tanto en términos de inflación como de crecimiento), hasta los problemas sociales que plantea

Cuadro 3. Los obstáculos del euro

16 Véase Informes mensuales de La Caixa (1998-2001).

apreciaciones del dólar que se entendían como una evidencia acumulada a favor de la persistencia de las creencias optimistas sobre la economía de los EE.UU.

También es imprescindible tener en cuenta que el Banco Central Europeo es una institución nueva sin unos antecedentes históricos propios, es decir, no goza de la reputación de la Reserva Federal. Para tener una buena reputación, la política monetaria puede ser flexible o restrictiva, según las circunstancias, siempre que se demuestre reiteradamente que dicha política se endurecerá tan pronto como existan datos que amenacen al objetivo de estabilidad de precios.

En una situación de incertidumbre respecto a la evolución de la economía mundial, con desplomes de los mercados bursátiles, los inversores demuestran que siguen confiando en el dólar y en una pronta recuperación de la economía de EE.UU. y, no obstante, si esta no se diese podría pesar más el déficit exterior por cuenta corriente, situado en un máximo histórico, lo que conduciría a una depreciación del dólar. Sin embargo el euro sigue sin lograr superar el escepticismo de los inversores.

5. Conclusiones

A lo largo de este trabajo se han tratado los elementos que se consideran importantes para explicar la evolución del tipo de cambio del euro y el dólar. Como ha quedado implícito, nos encontramos en un sistema monetario internacional bipolar, con dos grandes economías, la del área euro y la de Estados Unidos, por lo que se ha analizado brevemente la situación económica de estas zonas valorando así la actual cotización de sus dos monedas: el euro y el dólar.

El dólar se ha apreciado globalmente durante este periodo, pero de forma moderada. Cabe suponer que la debilidad del euro sólo parcialmente es reflejo de la fortaleza de la divisa estadounidense. Ésta se ha apoyado en unos tipos de interés relativamente elevados y en unos atractivos valores bursátiles. En contrapartida, la fortaleza del dólar ha conducido a un déficit por cuenta corriente cada vez mayor. Estos dos hechos suponen que la corrección del desequilibrio y la probable caída de unas bolsas sobrevaloradas sean los principales peligros para el

dólar. El euro, además de acusar el efecto de una política monetaria muy laxa por parte del BCE, refleja también la desconfianza del mercado por el lento avance de las reformas estructurales que se deben acometer en el viejo continente y por las disensiones políticas comunitarias.

A pesar de la depreciación del euro, las perspectivas a medio plazo siguen siendo favorables. Esto es así en la medida en que el Eurosistema asegure la estabilidad de precios en el área del euro y ésta recupere un aceptable ritmo de crecimiento económico que posibilite reducir el elevado nivel de desempleo. Para ello será necesario acelerar las reformas estructurales pendientes en los mercados laborales y de bienes y servicios. La concentración en curso de los mercados financieros europeos también puede reforzar a la moneda única. Asimismo, la puesta en circulación de los billetes y monedas en el 2002 debería contribuir a la confianza en la nueva divisa.

En definitiva, a largo plazo, todo parece indicar que se impondrá una recuperación frente al dólar, dada la clara infravaloración de la moneda única y la convergencia de los crecimientos económicos de las dos áreas.

6. Referencias bibliográficas

- AIXALÁ PASTÓ, J. (1999). *La peseta y los precios. Un análisis de largo plazo (1868-1995)*, Pressas Universitarias de Zaragoza.
- BAJO, O., y SOSVILLA, S. (1993). «Teorías del tipo de cambio: una panorámica». *Revista de Economía Aplicada*, vol.1, nº 2, (pp. 175-205).
- BBVA (Varios años). *Informe económico*.
- (2000). *Arbitraje de activos: la paridad de los tipos de interés*, Mercados financieros, servicio de estudios. (<http://www.bbva.es>).
- BANCO DE ESPAÑA: Varios años. *Informe anual*.
- BEKX, P. (1998). *The implications of the introduction of the euro for non-EU contries*. Euro Papers. European Comission. Bruxelles.
- CAJA DE AHORROS Y PENSIONES DE BARCELONA «LA CAIXA» (varios años). *Informes mensuales*.

- CANTALAPIEDRA, C.;CANO, D. (Julio-agosto, 1999).«¿Es sostenible a medio plazo la actual cotización dólar/euro?». *Cuadernos de Información Económica*, (pp. 215-224).
- CARNICERO, I.; SÁNCHEZ, R. (Noviembre-diciembre, 1999). «Los efectos de la primera subida del BCE». *Cuadernos de Información Económica.*, (pp. 91-98).
- CARUANA LACORTE, J. (Diciembre 1997- Enero 1998). «El dólar y el euro en el nuevo sistema monetario». *Información Comercial Española-Revista de Economía*, nº 767, (pp. 159-169).
- FERNÁNDEZ RODRÍGUEZ, V.J. (Marzo-abril, 2000). «Política del tipo de cambio del euro: Aspectos institucionales y económicos». *Información Comercial Española-Revista de Economía*, nº 784, (pp. 60-73).
- SUBDIRECCIÓN GENERAL DE ESTUDIOS DEL SECTOR EXTERIOR (1997).«Euro vs. dólar ¿el camino hacia un sistema monetario bipolar?». *Boletín económico de Información Comercial Española nº 2561*, (pp. 3-7).
- VARELA PARACHE, F., HINAREJOS ROJO, M., VARELA GUiNOT, J.E. (Diciembre, 1997-Enero, 1998). «El euro como futura moneda internacional». *Información Comercial Española-Tribuna de Economía*, nº 767, (pp. 199-222).