

# Causas y consecuencias de la evolución del euro

.....  
SUBDIRECCIÓN GENERAL  
DE ESTUDIOS DEL SECTOR EXTERIOR  
.....

La evolución experimentada por la moneda única europea a lo largo de los últimos meses ha abierto un profundo debate sobre cuáles son los factores determinantes que explican dicha evolución y sobre qué consecuencias puede tener sobre la economía internacional y, especialmente, sobre las economías de la Unión Europea.

En la base de este debate subyacen las expectativas que se habían generado alrededor del euro y su papel como divisa internacional que iba a hacer frente al predominio que tanto en los intercambios comerciales como en los financieros ostenta el dólar estadounidense (1).

En este contexto, se plantean interrogantes no sólo sobre el alcance que puede tener la depreciación experimentada por el euro sino incluso sobre la conveniencia de que dado que la paridad actual entre el dólar, el euro y el yen está próxima a ser de uno a uno para las tres divisas, se tendiera hacia una divisa de carácter universal.

## Factores determinantes de la evolución del euro

Puede resultar bastante sorprendente que una zona como la Unión Monetaria, caracterizada por unos niveles de inflación bajos, como lo prueba el que la inflación media de la región se haya situado en 1999 en 1,6 por 100; un desempleo decreciente, de tal forma que se ha pasado

de una tasa de desempleo del 11,5 por 100 en 1997 al 10 por 100 en la actualidad; unas finanzas públicas relativamente saneadas, en las que el déficit público agregado representa el 1,7 por 100 del PIB; una posición equilibrada de su sector exterior, con un superávit por cuenta corriente del 0,8 por 100 en términos del PIB; y un crecimiento económico moderado, que en el año 2000 se situará en torno al 3 por 100, haya experimentado una depreciación frente al dólar no sólo inesperada sino que ha implicado una pérdida de valor respecto a principios de año del 14 por 100.

No cabe duda de que, al margen de otros factores de carácter más coyuntural, la debilidad del euro ha venido condicionada por su dificultad de consolidarse desde el principio con la credibilidad suficiente que necesita una divisa internacional. Los mercados han respondido con inercia frente a la nueva moneda, lo que no significa que la nueva moneda no sea creíble, sino que deberá ganarse la confianza de los mercados de forma paulatina, para lo que resultará fundamental la aplicación de una política monetaria rigurosa y que no lance señales equívocas.

En este contexto, muchos analistas han criticado el comportamiento del Banco Central Europeo (BCE) que ha sido calificado de errático y de poco convincente en su defensa de la nueva moneda. La disminución de tipos de interés del mes de abril, posteriormente rectificada en el mes de noviembre, benefició más a aquellas economías como Francia o Alemania, cuya situación económica era más frágil, mientras que no fue tan positiva para países como España, cuya demanda interna no mostraba signos de estancamiento. Sin embargo, no debe olvidarse



EN PORTADA

(1) En este sentido, puede verse el En Portada «Euro vs. Dólar: ¿el camino hacia un sistema monetario bipolar?», publicado en el *Boletín Económico de ICE*, número 2561, del 24 de noviembre al 7 de diciembre de 1997, en el que, frente a planteamientos excesivamente optimistas, ya se apuntaban algunos de los problemas que debería hacer frente la nueva moneda europea.

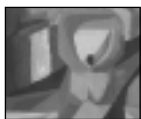
que si bien en la actualidad los temores parecen haberse disipado, a principios de 1999 existía una profunda preocupación por la posibilidad de una deflación generalizada en los países desarrollados.

Para los analistas más críticos, el BCE no ha sido capaz todavía de sustituir el papel desempeñado por el Bundesbank que tenía una elevada credibilidad y prestigio en el área de la lucha contra la inflación y la defensa del valor de su moneda. En este sentido, no debe olvidarse que resulta erróneo pensar que el euro es equivalente a la suma de todas las monedas que lo integran sino que, por el contrario, la comparación más adecuada no debería ser respecto a la suma de dichas monedas sino al marco, que ha sido la única divisa europea que puede catalogarse como internacional y que además ha venido funcionando como ancla de todo el sistema monetario europeo. Por lo tanto, el gran reto de las autoridades monetarias del BCE es dar confianza a los mercados de que el euro sustituye y mejora las posibilidades del antiguo marco.

En cualquier caso, si utilizamos el criterio del objetivo inflación, debe afirmarse que en términos del control del crecimiento de precios la actuación del BCE no ha sido, ni mucho menos, negativa, dado que el promedio de inflación alcanzado se sitúa claramente por debajo del 2 por 100 que es el tope de crecimiento de los precios fijado por el BCE, si bien es cierto que pese a la subida de tipos del mes de noviembre no se ha conseguido frenar el crecimiento de la oferta de dinero (M3) que a lo largo de 1999 aumentó un 6 por 100, por encima del objetivo planteado por el BCE que situaba dicho crecimiento en el 4,5 por 100. Este aumento de la cantidad de dinero del sistema se ha producido en el tramo más líquido de la M3, es decir en la M1, o lo que es lo mismo el efectivo en circulación y los depósitos a la vista. Este crecimiento de la liquidez del sistema, por encima de los objetivos de las autoridades monetarias, ha incrementado la probabilidad de un nuevo aumento de tipos de interés a corto plazo, como mecanismo que evite un posible rebrote inflacionista.

Al margen de las dificultades de credibilidad de la nueva moneda y del comportamiento del Banco Central Europeo, otro de los argumentos que se ha utilizado para explicar la evolución del euro ha sido la sobrevaloración del tipo de cambio que se fijó para la moneda europea. A la hora de valorar en qué medida el tipo de cambio elegido para la moneda europea responde a su nivel de equilibrio, la mayoría de analistas tienden a afirmar que si nos atenemos a los precios relativos de los países de la zona del euro y de la economía estadounidense, existe una cierta sobrevaloración de la moneda europea que permite explicar la tendencia depreciatoria del euro respecto al dólar. Sin embargo, en la medida en que la sobrevaloración de una moneda es un concepto relativo sería más adecuado hablar de la fortaleza del dólar y del yen que de la debilidad del euro.

Finalmente, junto a los aspectos descritos, es necesario mencionar el que la zona euro no se ha consolidado como una región atractiva para los inversores internacionales. Así, si analizamos la situación del sector exterior de las economías europeas nos encontramos con que aunque éstas sean mayoritariamente exportadoras netas de ahorro y, por lo tanto, presenten superávit en su balanza por cuenta corriente, el saldo de lo que se denomina la balanza básica es negativo. La balanza básica recoge las operaciones corrientes más los flujos de capital a largo plazo. Se trata de una balanza que tuvo una gran relevancia como objetivo prioritario de política económica desde la Segunda Guerra Mundial hasta la década de los años ochenta. La idea que subyace detrás de la misma es que lo importante para el equilibrio externo de una economía no es tanto la situación de sus operaciones corrientes como el disponer de un flujo estable y permanente de financiación que le permita crecer sin restricciones. La cada vez mayor dificultad para diferenciar el largo y el corto plazo hizo que la relevancia de esta balanza disminuyera paulatinamente hasta su práctica desaparición como estadística oficial. Sin embargo, no cabe duda de que conceptualmente la balanza básica sigue siendo un instrumento útil a la hora de valorar la situación de un país y de su moneda.



EN PORTADA

La balanza básica del conjunto de los países de la zona euro tanto en su sentido estricto, es decir, recogiendo sólo la inversión directa neta, como en su versión amplia, esto es, la que incluye también los flujos netos de inversión de cartera ha sido permanentemente negativa. Ello se explica fundamentalmente por la escasa capacidad de la zona del euro a la hora de atraer inversiones a gran escala, mientras que, por el contrario, la economía estadounidense ha seguido ejerciendo un gran poder de atracción de dichos capitales. En este contexto, no resulta en absoluto positivo para la posible captación de capitales la reciente polémica creada entre el gobierno británico y alemán respecto a la adquisición de Mannesmann por parte de Vodafone ni tampoco el debate suscitado sobre la conveniencia de implantar un tipo impositivo común en toda la Unión Europea a las ganancias de capital. Dicho de otro modo, y dejando al margen la existencia de factores, como el de la necesidad de reforzar la credibilidad del euro, que el tiempo irá resolviendo, no cabe duda de que uno de los aspectos claves de la evolución del euro será el relativo a la capacidad de la zona euro de atraer capitales a largo plazo.

### **¿Es negativa la depreciación del euro para las economías europeas?**

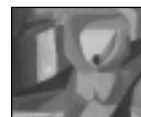
Una vez analizados los factores que explican la evolución de la pérdida de valor de la moneda europea, se trataría de analizar hasta qué punto esa debilidad es negativa para la evolución de las economías de la Unión Monetaria Europea.

En principio, parece razonable pensar que un euro débil puede ser negativo en la medida en que ejerza una presión de carácter inflacionista sobre las economías europeas. Así, el propio presidente del BCE ha afirmado que el único motivo de preocupación derivado de la depreciación del euro es la posibilidad de que genere un crecimiento de los precios en la zona del euro, lo que depende en gran medida del grado en que la actual tendencia depreciatoria esté a punto de llegar a su fin o se prolongue en el tiempo.

Sin embargo, en la medida en que la zona del euro constituye como ocurre con Estados Unidos un área económica bastante cerrada, en la que los intercambios con los países de fuera de dicha zona representan alrededor del 10 por 100 del total de intercambios, tendría que producirse una caída muy drástica del euro para que el efecto sobre la inflación fuera apreciable. En el caso español, el efecto negativo de esta posible traslación de la depreciación del euro sobre el crecimiento de los precios sería mayor dado que el año 1999 ha supuesto un repunte inflacionista después del 1,4 por 100 obtenido en 1998, que suponía la tasa de inflación más baja de toda la historia, y dada nuestra mayor vulnerabilidad ante la evolución de los precios de los productos energéticos y de materias primas debido a nuestra mayor dependencia relativa en este tipo de productos.

Por el contrario, para aquellas economías que se encontraban en una fase de relativo estancamiento de su crecimiento económico, como ha sido el caso de Alemania y Francia, la depreciación que ha experimentado el euro hasta la actualidad debe ser considerada como un hecho positivo que ha servido para relanzar la situación de su actual fase del ciclo económico y mejorar la competitividad de sus bienes y servicios en los mercados internacionales, lo que es uno de los principales factores explicativos de las previsiones de crecimiento para el año 2000 de entorno al 3 por 100 para Francia y algo menos para la economía alemana y de la recuperación de todos los indicadores de confianza y clima empresarial.

No cabe duda que la aceleración del crecimiento europeo, sobre todo, de sus dos grandes economías, que conjuntamente suponen más del 50 por 100 de la economía de la zona euro, junto con la desaceleración de la economía estadounidense parecen apuntar a una apreciación del euro respecto al dólar a lo largo del año 2000. De hecho, los mercados ya están descontando estas mayores expectativas de crecimiento económico, como lo prueba el aumento de los tipos de interés a largo plazo del eurobono que se han situado ya casi un punto por debajo de los tipos a largo plazo de Estados Unidos.



EN PORTADA

## Conclusiones

La evolución experimentada por el euro a lo largo de 1999 ha generado un cierto escepticismo en los mercados sobre la capacidad de la moneda europea a la hora de consolidarse como divisa internacional alternativa al dólar. Sin embargo, ante los planteamientos pesimistas, se observa que el efecto que esta depreciación del euro ha sido hasta la fecha más beneficiosa que perjudicial, en la medida en que ha servido para impulsar el crecimiento económico sin generar grandes problemas de inflación.

Por otra parte, la previsible recuperación de la economía europea para el año 2000 apunta a una clara apreciación de la moneda europea a lo

largo del presente año. Adicionalmente, tanto Estados Unidos como Japón pueden beneficiarse de una pérdida de valor de sus respectivas monedas, que les serviría, en el caso estadounidense, para suavizar el déficit por cuenta corriente y en el caso japonés para acelerar su crecimiento económico.

En definitiva, cabe esperar que progresivamente el euro vaya alcanzando la categoría de divisa internacional, para lo cual el elemento fundamental va a residir en la generación de confianza en los mercados internacionales, siendo clave la credibilidad que las autoridades monetarias y los distintos gobiernos de la zona euro sean capaces de proporcionarle.



EN PORTADA