

# Los flujos netos de capitales y el tipo de cambio del euro

GONZALO GARCÍA ANDRÉS\*

*El presente artículo trata de explicar la depreciación del euro frente al dólar mediante el análisis de los flujos netos de capitales y de las variaciones en las posiciones especulativas y de cobertura en el mercado de divisas*

*Palabras clave: movimiento de capitales, tipo de cambio, euro.*

*Clasificación JEL: F31.*

## 1. Introducción

Los dos primeros años del euro han estado marcados por un fuerte movimiento de depreciación de la divisa europea respecto a las tres monedas de referencia del sistema monetario internacional. Tomando los tipos de cambio medios mensuales que publica el BCE, desde enero de 1999 hasta noviembre de 2000 la depreciación acumulada fue de 26,35 por 100 frente al dólar y de 28,9 por 100 frente al yen.

El enfoque analítico que se va a utilizar parte de la consideración de dos tipos de transacciones en el mercado de divisas.

El primer tipo corresponde a las transacciones cuyo paso por el mercado de divisas responde sólo a la necesidad de convertir el producto de una operación real o financiera en la moneda que utiliza una de las partes. En este grupo figuran la mayoría de las transacciones derivadas de las operaciones recogidas en la Balanza de Pagos: exportación e importación de bienes y servicios, rentas de factores, transferencias corrientes y de capital, inversiones directas y de cartera.

El segundo tipo de transacciones corresponde a operaciones específicas realizadas en el merca-

do de divisas que tienen por objeto beneficiarse, mediante ganancias de capital (operaciones especulativas) o cubrirse, mediante la compensación de las posiciones (operaciones de cobertura), de las variaciones del tipo de cambio.

La distinción entre operaciones generales y específicas es pertinente no sólo por su diferente motivación, sino por las diferencias en su importancia cuantitativa relativa y en la información disponible sobre ellas.

Las estadísticas de balanza de pagos constituyen la mejor aproximación disponible de la evolución del conjunto de transacciones netas en el mercado de divisas, pues se asocian los incrementos netos de renta y de pasivos financieros de los residentes con aumentos en la oferta neta de divisas.

Por esta causa resulta preciso hacer una hipótesis sobre qué tipo de transacciones gobiernan el comportamiento de la balanza de pagos y provocan el desequilibrio en el mercado de divisas. Desde finales de los años 70 se considera que son los movimientos de capital los que, por su volumen y rapidez, determinan la dinámica de la balanza de pagos, generando el ajuste en la cuenta corriente. Siguiendo esta hipótesis, vamos a tomar como instrumento básico de análisis las variaciones en el período estudiado del saldo de la cuenta financiera de la zona euro y de Estados



COLABORACIONES

\* Técnico Comercial del Estado. Dirección General del Tesoro y Política Financiera.

Unidos. No obstante, el énfasis en los flujos netos de capitales no debe hacer olvidar que perturbaciones bruscas en la cuenta corriente, como las provocadas por la subida de los precios del petróleo, pueden tener también un efecto importante sobre el tipo de cambio.

Las balanzas de pagos deberían recoger todas las operaciones, generales y específicas. Ahora bien, en realidad, los saldos netos de las operaciones específicas difícilmente pueden quedar recogidos en su integridad. Los agentes que realizan estas operaciones son mayoritariamente bancos, que tienen en sus carteras de activos monetarios una parte dedicada a divisas. Los cambios en las posiciones netas entre bancos residentes y no residentes deberían reflejarse en la rúbrica de Otra inversión de la Balanza de Pagos. Pero las variaciones de las posiciones netas en euros entre bancos no residentes no se reflejan en la Balanza de Pagos de la zona euro, aunque sí afectan a la demanda de divisas. Las operaciones específicas suponen alrededor del 85 por 100 de los cerca de dos billones de dólares que se cambian diariamente en los mercados de divisas. Gran parte de esas operaciones son de *trading* y se compensan en el muy corto plazo, con lo que su efecto sobre el tipo de cambio es reducido. Las operaciones de cobertura compensan una operación futura en divisas y por lo tanto tampoco deberían afectar al tipo de cambio en un horizonte lo suficientemente largo. Sin embargo, los cambios en las posiciones netas en divisas que mantienen los bancos y algunos inversores institucionales por cuenta propia en función de sus expectativas sobre el tipo de cambio (posiciones especulativas) sí son un elemento clave en la evolución de los precios relativos de las monedas, aunque sea difícil conocer su evolución por la escasa disponibilidad de datos fiables. Recordemos que el mercado de cambios es un mercado monetario e interbancario, lo cual supone que los volúmenes de dinero que manejan los bancos por cuenta propia y que pueden movilizar fácilmente pueden ser más importantes que los saldos netos de las operaciones reales y financieras.

Recapitulando, vamos a intentar descomponer el aumento neto en la demanda de dólares frente a

euros que deja traslucir la evolución del tipo de cambio, evaluando la importancia relativa de los flujos netos de capitales y de las posiciones especulativas estimadas del sector bancario y de otros participantes en el mercado.

## 2. Balanza de Pagos: flujos netos de capitales y cuenta corriente

### 2.1. Zona euro

La estructura de la balanza de pagos en la zona euro se ha caracterizado desde 1998 hasta diciembre de 2000 (Cuadro 1) por unos saldos de las cuentas corriente y financiera de cuantía moderada, que en el caso de la cuenta financiera han sido compatibles con la existencia de importantes flujos netos de distinto signo según el instrumento.

CUADRO 1 BALANZA DE PAGOS DE LA ZONA EURO			
	1998	1999	2000
Cuenta corriente.....	31,10	-5,80	-28,30
Cuenta de capital.....	12,40	13,50	8,70
Cuenta financiera			
Total .....	-1,20	19,10	2,60
Inversiones .....	-83,20	-120,60	-23,00
Inversiones de cartera .....	-99,70	-41,70	-120,40
Derivados financieros .....	-7,50	8,10	-3,60
Otras inversiones .....	120,90	163,10	131,60
Activos de reserva .....	8,20	10,20	18,10
Errores y omisiones.....	17,80	-26,80	17,10

Fuente: Banco Central Europeo.

El saldo total de la cuenta financiera ha sido positivo en los dos años analizados, indicando una entrada neta de capitales total por valor de 21.700 millones de euros. Mientras, la cuenta corriente se deterioraba de forma suave, en gran medida como resultado del aumento del valor de las importaciones de crudo.

La existencia de un flujo neto de entrada de capitales, aun siendo de cuantía poco significativa, contrasta con la idea, generalizada en la mayoría de explicaciones sobre la debilidad del euro, según la cual el factor determinante habría sido un aumento de los flujos de capital desde la zona euro hacia Estados Unidos. Desagregando el saldo total de la cuenta financiera por instrumentos se entiende la contradicción aparente, pues, sumando los datos de 1999 y



COLABORACIONES

2000, se obtiene una fuerte salida de inversión directa y de cartera (305.700 millones de euros), unida a una voluminosa entrada de flujos de Otra inversión (294.700 millones de euros).

Si excluimos de los datos anteriores una operación de volumen muy elevado realizada en febrero de 2000 por la que la empresa británica Vodafone adquirió la empresa alemana Mannesman, cuyo efecto sobre el saldo neto de capitales es muy pequeño debido a que la compra (entrada de inversión directa) se financia con entregas de acciones (salida de inversión de cartera), obtenemos una visión más ajustada de la realidad. No tomando en cuenta dicha operación se llega a la conclusión de que el grueso de los capitales exportados por la zona euro corresponde a inversión directa, mientras la parte correspondiente a inversión de cartera es muy moderada. En relación a 1998, también se observaría de forma más clara la tendencia al aumento de las salidas de inversión directa y a la reducción de las salidas de inversión de cartera.

El saldo correspondiente a inversión de cartera resulta de entradas netas en los mercados de renta fija (incluyendo instrumentos del mercado monetario), y salidas netas en los mercados de renta variable. La tendencia a que las compras netas de acciones extranjeras por parte de residentes en la zona euro superen a las compras netas de acciones en euros por no residentes se ha mantenido estable desde el inicio del período considerado. Sin embargo, en los bonos y obligaciones se ha pasado de registrar salidas netas durante el año 1999 ha mostrar entradas netas sostenidas durante 2000.

En cualquier caso, los datos de la balanza de pagos de la zona euro no permiten en principio explicar la depreciación del euro frente al dólar como resultado de un flujo neto de salida de capitales hacia el resto del mundo. Sólo se podría llegar a tal conclusión, que reiteramos era la más extendida en el mercado y entre los economistas, por dos vías. La primera exigiría encontrar razones para justificar que el efecto sobre la demanda de euros de los movimientos «a largo plazo» es mayor que el de los flujos bancarios «a corto plazo». La segunda consistiría en suponer que el

flujo bilateral de capitales entre Estados Unidos y la zona euro sería más perjudicial para el euro que el flujo global con el resto del mundo, pues el grueso de las salidas de inversión directa y de cartera habría ido a activos en dólares, mientras las entradas de Otra inversión procederían de otras monedas. No obstante, si fuera así, el euro se debería haber apreciado respecto a otras monedas importantes, cosa que no sucedió. Tratemos de acercarnos a la explicación mediante el análisis de los datos de Balanza de Pagos de Estados Unidos.

## 2.2. Estados Unidos

Las estadísticas del Departamento de Comercio (Cuadro 2) muestran que el período 1999-2000 se ha caracterizado por un aumento del flujo neto de entrada de capitales y del déficit por cuenta corriente. Se ha acentuado por tanto la estructura de las relaciones económicas de la economía americana con el resto del mundo que se viene observando a lo largo de la década de los noventa. En efecto, la marcada preferencia por el consumo presente de los agentes americanos y la demanda por parte del resto del mundo de activos denominados en dólares asociada a la condición de moneda de reserva del billete verde, la elevada rentabilidad del capital y a las condiciones de sus mercados de valores, ha generado un flujo neto de entrada de capitales permanente que causa y permite mantener déficit corrientes continuos.



COLABORACIONES

CUADRO 2 BALANZA DE PAGOS DE ESTADOS UNIDOS				
	1997	1998	1999	2000
Cuenta corriente .....	-140.540	-217.139	-331.481	-435.400
Cuenta financiera				
Total .....	268.020	146.800	323.777	399.100
Compras netas de activos extranjeros por residentes americanos .....	-488.942	-335.435	-429.788	553.300
Compras netas de activos americanos por residentes extranjeros .....	756.962	482.235	753.565	952.400
Inversión directa .....	106.122	186.316	275.534	316.500
Bonos del tesoro .....	146.433	48.581	-20.464	-52.200
Otros valores (acciones, RF privada) .....	197.892	218.075	331.523	465.900
Otras partidas .....	306.515	29.263	166.972	222.200

Fuente: Oficina de Análisis Económico del Departamento de Comercio de Estados Unidos.

En 1998, la incertidumbre generada por las crisis financieras en los países emergentes y la posibilidad de que afectaran al mercado americano provocó una importante caída en el volumen de entradas netas de capitales en Estados Unidos, de forma que el saldo neto de la cuenta financiera pasa de 268.020 millones de dólares en 1997 a 146.800 millones de dólares. No obstante, desde principios de 1999 se reanudó la tendencia alcista tanto en el flujo neto de capitales como en el déficit corriente, llegando a alcanzar ambas magnitudes niveles récord en 2000. Estos datos confirman la estrecha relación entre déficit corriente y superávit en la cuenta financiera, su importancia dentro del círculo virtuoso de la economía americana y su influencia sobre el valor del dólar.

La desagregación de los datos por tipos de instrumentos y por residencia de los inversores nos permite profundizar más en la explicación del fuerte movimiento de ida y vuelta del flujo neto de entrada de capitales en la economía americana.

El aumento del flujo neto de entrada de capitales a partir del primer trimestre de 1999 se debió a que la elevación de las compras netas de activos americanos por no residentes fue muy superior a la recuperación de las compras netas de activos extranjeros por residentes americanos. Esta tendencia alcanzó su cénit en 2000, año en el que los inversores de todo el mundo adquirieron activos americanos por valor de cerca de un billón de dólares.

En definitiva, parece muy probable que la acentuación de la dinámica crecimiento económico-rentabilidad del capital y de los activos financieros en dólares tras la corrección de 1998 genere una situación de exceso de demanda de dólares que se ajustó con la apreciación del billete verde y el consiguiente efecto de ampliación del déficit corriente. En términos de la paridad \$/euro, una parte del movimiento de apreciación correspondería a un efecto directo cuando el flujo neto de capitales proviniera de Europa y otra parte generaría un efecto indirecto a través del tipo de cambio cruzado, pues cuando se aprecia el dólar con otras monedas el euro se deprecia, aunque en menor cuantía.

### 2.3. *Determinantes de los flujos de capital y evolución del tipo de cambio*

En la configuración del patrón de los flujos de capitales entre los mercados europeo y americano que dibujan las respectivas balanzas de pagos han intervenido factores de naturaleza coyuntural y estructural.

#### *a) Inversión directa y de cartera*

La principal variable coyuntural en la explicación de las cuantiosas salidas de inversión directa y de cartera desde la zona euro hacia Estados Unidos es el diferencial de rentabilidades reales esperadas ajustadas por el riesgo de los activos financieros. Este diferencial depende a su vez de la evolución de la política monetaria y de los diferenciales de crecimiento del PIB y de la inflación. Los activos americanos han mantenido un diferencial positivo de rentabilidad durante todo el período, aunque éste se ha reducido de forma notable durante 2000, gracias a las subidas de tipos de interés del BCE y al mayor crecimiento económico en la zona euro. Esta evolución es compatible con el fuerte aumento del flujo de entrada de capitales en el mercado americano durante 1999, pero no explica, en principio, la elevación del ritmo de adquisición de activos en dólares por no residentes durante 2000. Ahora bien, si consideramos que el crecimiento del PIB y de la productividad americanos durante el primer semestre de 2000 sorprendió al alza, y tomamos en cuenta la relación de las acciones y del valor de las empresas con ambas variables, sí es posible comprender la evolución de los flujos de capitales. El extraordinario comportamiento de la economía americana pareció convencer a los inversores de que los activos americanos seguían ofreciendo la rentabilidad esperada más elevada a medio plazo.

Existen indicios de que ha habido también factores estructurales que explican el patrón de los flujos de capitales, en su mayoría relacionados con la creación del euro. En primer lugar, la desaparición del riesgo de cambio en los mercados de la zona euro ha impulsado la diversificación internacional de las carteras de inversión y



COLABORACIONES

la creación de un pujante mercado de deuda privada en euros.

Los activos negociables de los mercados de la zona euro se han hecho más semejantes como consecuencia de la integración monetaria, disminuyendo las posibilidades de mejorar la relación rentabilidad-riesgo de las carteras mediante la diversificación. En renta fija, las diferencias en rentabilidad se han estrechado de forma drástica, mientras en la renta variable ha aumentado la correlación entre los índices bursátiles nacionales. Los inversores institucionales europeos han respondido a la menor diversidad de la oferta doméstica de activos aumentando el peso de los activos de fuera de la zona euro en sus carteras. Probablemente, los activos americanos han sido los más beneficiados por este reajuste en las carteras.

En el mismo contexto general de desintermediación financiera, las emisiones internacionales de activos de renta fija en euros doblaron su importe en 1999, superando por un 11 por 100 a las emisiones denominadas en dólares, según los datos del Banco de Pagos Internacionales. El dinamismo de este incipiente mercado se moderó en 2000, pero aun así se ha consolidado como el segmento más integrado de los mercados de capitales europeos. La mayor disponibilidad de financiación en euros ha facilitado las operaciones de adquisición de empresas americanas por empresas europeas. Por otra parte, las empresas americanas y las de otros países han podido en algunos casos financiarse a buen precio en euros apelando al ahorro europeo y utilizar después los fondos para invertir o repagar deuda en dólares u otras monedas, con el efecto asociado sobre el tipo de cambio.

Por último, la aparente superioridad de los activos americanos podría asentarse en una ventaja comparativa estructural de los mercados de capitales americanos respecto a los europeos (Artus, 2000). En efecto, las diferencias en el tamaño de los mercados de renta fija y variable, medido por la capitalización bursátil o las emisiones brutas en relación al PIB, confiere a los activos americanos una menor prima de riesgo de liquidez que los hace más atractivos. Este efecto pudo ser más acusado en los mercados que expe-

rimentaron un mayor auge en 1999-2000, como los de deuda privada y acciones de empresas tecnológicas.

Este tipo de ventajas estructurales, aplicadas a los mercados de bienes, servicios y factores puede explicar también el patrón de la inversión directa, que, debido al volumen de las salidas netas de la zona euro, ha sido clave para explicar la depreciación de la moneda única. Podríamos destacar como factores significativos el mayor tamaño del mercado americano, la existencia de barreras a la exportación y el deseo de las empresas europeas de adquirir activos inmateriales específicos consistentes en conocimientos tecnológicos.

#### *b) Otra Inversión*

Los determinantes del patrón de los flujos bancarios y su efecto sobre el tipo de cambio son más difíciles de determinar. Sabemos que el montante de las entradas netas de estos flujos en la zona euro supera el correspondiente a la suma de los flujos de inversión directa y de inversión de cartera, haciendo posible que el saldo final de la cuenta financiera sea positivo y contrarrestando, en principio, su efecto sobre el tipo de cambio al generar una demanda neta de euros.

Estos flujos de financiación neta por vía bancaria se explican por dos factores básicos. En primer lugar, el aumento en la oferta de fondos puede estar ligado a la canalización hacia la zona de euro de una parte de los reembolsos procedentes de prestatarios asiáticos tras las crisis de 1997 y 1998, además de al aumento de los tipos de interés del euro. En segundo lugar, la demanda de financiación se ha visto impulsada por las necesidades de inversión de prestatarios no financieros como las empresas de telecomunicaciones y por la brecha entre el crecimiento de los recursos de clientes y de las inversiones de las entidades de crédito, que les ha hecho recurrir al endeudamiento con bancos no residentes (situación que se viene reflejando en la diferencia entre las tasas de crecimiento de M3 y del crédito del Eurosistema). La economía de la zona euro desplegó por tanto una intensa actividad inversora en el exterior, centrada en la toma de control de empresas america-



COLABORACIONES

nas, mientras captaba ahorro exterior a corto plazo por vía bancaria.

Finalmente, la posibilidad de que la entrada neta de flujos bancarios no se reflejara de forma íntegra en mayor demanda de euros depende de la moneda de la que provinieran y del uso que hicieran las entidades de los fondos. En esta cuestión, se vuelve a plantear el problema al que hacíamos alusión en la introducción, derivado de la no correspondencia entre la residencia de un banco y la composición por monedas de sus activos y pasivos. Es posible por tanto que una parte de los fondos recibidos no se haya convertido en euros para prestarla a residentes y se haya mantenido en dólares para aprovecharse de las expectativas de apreciación del dólar. También es posible que una parte de los fondos recibidos bajo la rúbrica Otra inversión no provinieran de activos en dólares, con lo que el efecto sobre el tipo de cambio dólar/euro sería menor.

los modelos de previsión del tipo de cambio \$/euro de los departamentos de análisis de destacados bancos de inversión, incluyen el precio del crudo como variable relevante.

### 3. Las transacciones específicas del mercado de divisas

El análisis de las Balanzas de Pagos de la zona euro y de Estados Unidos, ampliado con la evaluación del efecto sobre el tipo de cambio de la escalada del precio del crudo, permite fundamentar sólo una parte de la evolución del tipo de cambio \$/euro. En particular, se identifica un efecto indirecto asociado al claro incremento de la demanda global de dólares. Pero no se explica por qué el euro se depreció frente al resto de las principales monedas, ni queda clara la importancia del efecto directo sobre el \$/euro de los flujos bilaterales entre ambos mercados.

Las dificultades para explicar los movimientos de los tipos de cambio a partir de la evolución de las balanzas de pagos están documentadas en la literatura y la evidencia empírica desde principios de los años 80. En efecto, se ha comprobado que los modelos estructurales de determinación de los tipos de cambio, aquellos que se basan en relaciones macroeconómicas y dependen de las ofertas monetarias, los tipos de interés o las tasas de inflación, no son capaces de predecir la evolución de los tipos de cambio, ni siquiera *ex post*, es decir, utilizando valores reales de las variables exógenas. Para predecir el tipo de cambio en un período inferior a 2 años, el tipo de cambio actual es un indicador tan bueno al menos como los diferenciales de inflación o de tipos de interés (Meese y Rogoff, 1983).

Desde nuestra perspectiva, el citado resultado es útil para recordar la importancia que tiene la propia dinámica del mercado de divisas en la determinación de las fluctuaciones de los tipos de cambio de las principales monedas, gobernada por los cambios en las expectativas sobre el valor futuro del tipo de cambio y el ajuste de las posiciones especulativas. Evans (2001) apoya esta visión de la determinación del tipo de cambio en el corto plazo mediante un estudio de la formación de los precios en un marco de falta de trans-

#### 2.4. El efecto del precio del petróleo

La escalada del precio del barril del petróleo en el período de análisis (pasa de cerca de 10\$ a principios de 1999 a 30 \$ en el otoño de 2000) puede también contribuir a explicar el aumento en la demanda de dólares a través de su efecto sobre las balanzas corrientes y los flujos financieros. Dado que el pago de las importaciones de petróleo se realiza con dólares, la evolución del precio del barril ha elevado de forma automática la cantidad de dólares necesarios para importar un volumen dado de petróleo. El efecto final sobre la demanda de dólares y el tipo de cambio depende de la utilización que hagan los países exportadores del incremento en su renta real generado por el mayor superávit corriente. Dado que es muy probable que gran parte de ese incremento de renta se colocara en forma de ahorro en activos en dólares, el efecto neto sobre el billete verde de la subida del precio del petróleo durante 1999 y buena parte de 2000 fue apreciatorio.

A pesar que la mayoría de las explicaciones a la depreciación del euro se han basado en la utilización de los diferenciales de crecimiento y de productividad, la importancia del precio del petróleo no ha pasado desapercibida. De hecho,



COLABORACIONES

parencia, en el que la información privada de los dealers y la interpretación divergente de la información macroeconómica común explican la desconexión respecto a las variables fundamentales. Este tipo de modelo se aleja de la hipótesis de conocimiento común que subyace a las expectativas racionales, utilizando estructuras informativas más complejas.

De Grauwe (2000) llega a la conclusión de que la depreciación del euro frente al dólar desde enero de 1999 hasta septiembre de 2000 no se explica por la evolución de los fundamentos macroeconómicos y su efecto sobre los flujos reales y financieros. Su argumentación parte del supuesto de que los participantes en el mercado tienen que hacer frente a una elevada incertidumbre respecto a las variables fundamentales que determinan el tipo de cambio y al mecanismo a través del cual actúan. En estas condiciones, el propio movimiento del tipo de cambio \$/euro habría guiado al mercado respecto a las variables fundamentales más relevantes. La apreciación del dólar desde principios de 1999 condujo a pensar que era el fuerte crecimiento de la economía americana lo que estaba determinando el tipo de cambio. A partir de ahí, el mercado se centró casi de forma exclusiva en esa variable y desdeñó las buenas noticias para el euro en términos de inflación o tipos de interés relativos.

El análisis de De Grauwe se puede completar incluyendo el efecto sobre las expectativas del tipo de cambio asociado a la creación del euro. Desde que en la primavera de 1998 se confirmó, en contra de lo que esperaba el mercado un año antes, que el proyecto de integración monetaria se pondría en marcha con un elevado número de países, el antiguo ECU, luego euro, se benefició de las compras especulativas derivadas de las expectativas de que la nueva moneda se convirtiera rápidamente en moneda de reserva. El mercado revisó al alza el valor esperado del euro, anticipando el efecto apreciador que podían tener los desplazamientos de fondos a favor de la nueva moneda, como por ejemplo los de los bancos centrales destinados a ajustar la composición de sus reservas. Esta hipótesis es consistente con la

salida de fondos bancarios de los bancos americanos y la entrada de fondos en los bancos de la zona euro. También encuentra apoyo en los datos sobre la evolución de las posiciones especulativas de los participantes más importante en el mercado americano de divisas (Roubini *et al*, 2001), que mostraron un aumento de las posiciones largas en marcos en los últimos meses de 1998.

No obstante, en el primer semestre de 1999 el mercado fue percibiendo que la apreciación del euro asociada a la adquisición de la condición de moneda de reserva sería incierta y progresiva, mientras quedaba patente, a la luz del comportamiento de la economía americana y de la reducción del tipo de referencia del BCE al 2,5 por 100 en abril, que la paridad del euro no era compatible con el diferencial de rentabilidades. Este cambio de expectativas se afianzó en el segundo semestre y provocó un ajuste de las posiciones largas en euros de los participantes en el mercado de divisas, principalmente los bancos, que fueron vendiendo una parte de sus euros en beneficio del dólar o del yen.

Durante el primer semestre de 2000, la expectativa de un euro más débil continuó fortaleciéndose, gracias al diferencial de crecimiento a favor de Estados Unidos y la extensión de la idea de que la depreciación respondía a flujos de capitales a largo plazo.

#### 4. Conclusiones

Los tres factores determinantes de la depreciación del euro respecto al dólar en sus dos primeros años de vida identificados en este artículo son:

- *El fuerte aumento en el flujo neto de capitales hacia Estados Unidos en 1999* tras la reducción registrada en 1998, que se intensificó durante 2000. Este movimiento fue impulsado por la inversión directa y las compras netas de deuda privada y acciones. El efecto sobre el tipo de cambio dólar/euro habría sido fundamentalmente indirecto, pues no hay razones suficientes para asegurar que la combinación de entradas de Otra inversión y de salidas de inversión directa de la zona euro tuviera un impacto directo significati-



COLABORACIONES

vo. Es decir, aunque es evidente que una parte del incremento de la inversión directa en Estados Unidos proviene de la zona euro, no se puede decir lo mismo de la inversión de cartera y es preciso tomar en cuenta la Otra inversión.

- *Los cambios en las expectativas del mercado respecto al tipo de cambio futuro asociados a la euforia tras la creación del euro y a la posterior corrección de la misma de acuerdo con los diferenciales de rentabilidad de los activos americanos y europeos.* Las elevadas tasas de crecimiento del PIB y de la productividad registradas a finales de 1999 y en el primer semestre de 2000 fueron la clave de este cambio de expectativas.

- *La subida rápida e intensa del precio del petróleo, que tuvo un efecto apreciador sobre el dólar respecto a las monedas de los países importadores y que puede ayudar a explicar parte del aumento del flujo neto de capitales hacia Estados Unidos en 1999 (en particular el materializado en inversión de cartera).*

La combinación de estos tres factores conduce a una explicación del fenómeno observado según la cual se habrían combinado dos efectos fundamentales (petróleo y flujos netos de capitales hacia Estados Unidos) con el cambio en las expectativas del mercado sobre los efectos fundamentales futuros (diferenciales de crecimiento, rentabilidad de los activos y flujos de capitales).

Esta explicación es compatible con el primer movimiento de recuperación del euro que siguió al empeoramiento de las expectativas de crecimiento de la economía americana en diciembre de 2000. El nuevo repliegue del euro en febrero y marzo de 2001, así como la ausencia de movimientos relevantes en abril, obedecería a la incertidumbre

sobre las variables determinantes del tipo de cambio y sobre el patrón del flujo de capitales en el nuevo contexto macroeconómico mundial.

### Bibliografía

1. ANALISTAS FINANCIEROS INTERNACIONALES: «El euro y los flujos de inversión de cartera», *Nota para el análisis*, 31 de agosto de 2000
2. ARTUS, Patrick: «Why are U.S. financial markets so attractive?», Flash número 2000-190, Caisse de Dépôts et Consignations-Marchés.
3. BANCO DE PAGOS INTERNACIONALES: *Quarterly Review*, agosto de 2000
4. BERGSTEN, F. (1998): «El impacto del euro en los tipos de cambio y la cooperación política internacional», en *Euro y Dólar*, Ed. Biblioteca Nueva.
5. CORSETTI, G.; PESENTI, P. y ROUBINI, N.: «The role of large players in currency crises», en *Preventing Currency Crises in Emerging Markets*, FRANKEL, J. Y EDWARDS, S., NBER, en preparación.
6. DE GRAUWE, Paul. «The Role of Exchange Rates in search for fundamentals: the case of the euro-dollar rate», Centre for Economic Policy Research Discussion Paper número 2575.
7. EVANS, Martin: «FX Trading and Exchange Rate Dynamics», National Bureau of Economic Research Working Paper 8116, febrero 2001.
8. FONDO MONETARIO INTERNACIONAL, *International Capital Markets Report*, septiembre de 2000.
9. MEESE, R. y ROGOFF, K. (1983): «Empirical Exchange Rate Models of the Seventies: Do They Fit Out Of Sample?», *Journal of International Economics*, número 14, páginas 3-24.
10. ROGOFF, Kenneth (1998): «Perspectives On Exchange Rate Volatility», en *International Capital Flows*, Martin Feldstein, NBER y University of Chicago Press.
11. THE ECONOMIST: *Test-driving a new model: Do Currency forecasting techniques need to be re-designed?*, 18-3-2000.



COLABORACIONES