

Artículos de Prensa

Madrid, 16 de abril de 2014
Análisis Económico

Cinco Días

Miguel Jiménez González-Anleo
Economista Jefe de
Europa de BBVA Research

Sonsoles Castillo
Economista Jefe de
Escenarios Financieros
de BBVA Research

¿A quién le preocupa el euro?

Durante bastante tiempo, el BCE parece haber mostrado escasa preocupación por los niveles y evolución del tipo de cambio del euro frente al dólar. Sorprendió poderosamente, por ejemplo, que el pasado mes de marzo en su reunión de política monetaria el BCE no hiciera ninguna mención explícita a los riesgos de un tipo de cambio que se ubicaba en los 1,38 euros por dólar acumulando una apreciación del 8% desde julio del año pasado. Afortunadamente, apenas un mes después, cuando el euro sigue en los niveles similares o incluso escalando alguna posición, el BCE ha venido a reconocer lo obvio. Lo relevante que es el tipo de cambio, no sólo para las expectativas de recuperación de la zona euro, actualmente muy dependiente de la demanda externa, sino sobre todo para la inflación. La apreciación del euro en el último año y medio está restando casi medio punto a la inflación, como reconoció el propio Draghi y, según nuestros cálculos, dicho impacto no se ha agotado y podría continuar en los próximos trimestres.

Desde julio de 2012, cuando el euro alcanzó mínimos frente al dólar (1,20 dólares por euro), la moneda única ha estado apreciándose de forma continuada acumulando cerca de un 15% de encarecimiento frente al dólar. Las famosas palabras de Draghi en verano de 2012 ("lo que haga falta") disiparon las dudas sobre la pervivencia del euro y marcaron el punto de inflexión en su cotización. Esta tendencia, con algunos altibajos, no se ha detenido a pesar de que hay factores (fundamentales) que deberían haber impulsado al euro a la baja: un diferencial de crecimiento favorable a Estados Unidos (frente a la zona euro), o un diferencial de tipos de interés de medio y largo plazo también favorables al dólar (una vez que la Reserva Federal de Estados Unidos reduce el ritmo de compra de activos e inicia así el proceso de normalización paulatina de la política monetaria).

Es más, esta tendencia ha ubicado al euro bastante por encima del nivel considerado de equilibrio. Esto es, bien dicho equilibrio se calcule como el tipo de cambio que iguala los precios relativos entre las dos áreas (método de la paridad del poder de compra, que se puede ajustar también por los diferenciales de productividad), bien se calcule como el que equilibra la balanza de pagos, el euro acumula cierto grado de sobrevaloración (entre el 7-10%) y lo lleva haciendo por un período prolongado de tiempo.

¿Qué factores hay detrás de la apreciación sostenida del euro? Un elemento central ha sido la diferente percepción del manejo de la política monetaria a uno y otro lado del Atlántico: mientras la Reserva Federal americana abrazaba sin complejos una política de expansión cuantitativa sin precedentes en sucesivas rondas (hasta tres) y trata de gestionar de forma extremadamente cuidadosa las expectativas de subidas de tipos de interés con su política de comunicación ("*forward guidance*"); al BCE le cuesta agotar el margen de maniobra en materia de tipos (todavía no está agotada aunque mucho apostábamos porque lo hubiera hecho el pasado mes de marzo) y gestiona de forma menos explícita su política de comunicación para anclar las expectativas de tipos. Además de las palabras, están los hechos. Mientras el balance de la Fed sigue aumentando, el del BCE se reduce de forma acelerada tras el repago adelantado de la liquidez que los bancos tomaron prestada en las operaciones de liquidez a largo plazo (LTRO) de finales de 2011. Desde enero 2013 el balance de la FED se ha incrementado en unos 940 bn EUR, mientras el del BCE se ha reducido en unos 840 bn EUR.

Otro elemento importante para explicar la fortaleza del euro ha sido la notable entrada de flujos de capitales en Europa y, en particular, en la periferia, atraídos por la reducción del riesgo y, más recientemente, por la salida de capitales de países emergentes. Esto es, la reducción del riesgo periférico (en relación al mundo emergente) ha sido en el último año el espejo del fortalecimiento del euro.

Por último, y esto tiene mucho que ver con el primer factor citado más arriba, los inversores perciben una diferencia entre la tolerancia del BCE y de la Fed a la (baja) inflación. En Europa se da la señal de que se asume sin complejos un entorno de baja inflación por un periodo de tiempo, así pareció quedar patente en la reunión del BCE de marzo. Y esto contrasta con la actitud de la Fed. Y esto marca una diferencia muy importante en un contexto como en el actual donde, agotado el margen de recortar tipos, las expectativas de política monetaria tienen un efecto muy poderoso sobre los mercados, particularmente el de divisas.

Dicho esto, ¿qué cabe esperar para los próximos meses? Ciertamente hay mucha incertidumbre en torno al tipo de cambio a corto plazo, porque son muchos los factores que lo determinan. No obstante, hay elementos para pensar que el euro debería depreciarse frente al dólar en el próximo año, sobre todo teniendo en cuenta que la recuperación está más avanzada en EEUU y la salida de la política monetaria ultraacomodaticia se producirá antes allí. No obstante, para que se produzca un punto de inflexión y un cambio de tendencia claro del tipo de cambio, se necesita algún desencadenante. Así es que la gran pregunta es si esto vendrá de la mano del BCE. En declaraciones reciente, Draghi ha anunciado que si el tipo de cambio sigue fortaleciéndose, se podría requerir mayor estímulo monetario. Y es que al BCE también le preocupa el euro.