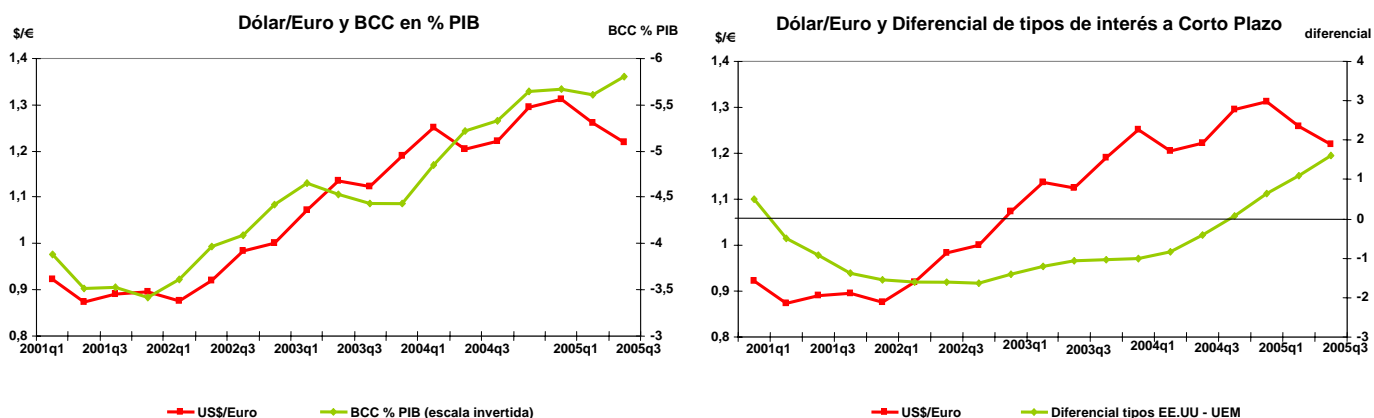


Asimetrías en los fundamentos del tipo de cambio USDólar/Euro

Jorge Rodríguez

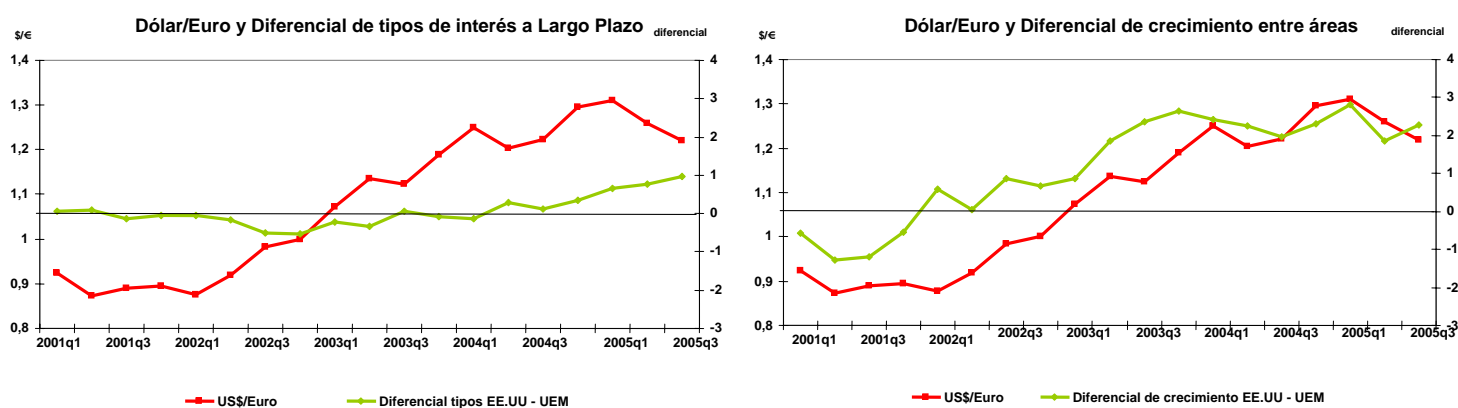
- La política monetaria gobernada por los Bancos Centrales de cada área tiene objetivos diferentes. Así, la FED debe favorecer el crecimiento económico y vigilar la inflación. El BCE, tan sólo, el control de la inflación.
- Por tanto, en ambas áreas parece posible prever los movimientos de los Bancos Centrales analizando las variables típicas de inflación (IPC o M3) y de crecimiento (para el caso americano).
- Ahora bien, el tipo de cambio incorpora otras variables en su análisis. Así, además de tener en cuenta los diferenciales de rentabilidad de los activos financieros, se debe prestar especial atención a los diferenciales de crecimiento entre áreas, la necesidad de financiación de las economías y porqué no, en los diferenciales de expectativas de estas tres variables. A ello debemos añadirle posibles shocks coyunturales y un mercado imperfecto que suele sobre reaccionar ante cualquier estímulo.
- La conjunción de todos estos factores determina el nivel de tipo de cambio, ponderando unos más que otros en el corto plazo y encontrando un equilibrio natural en el largo plazo.
- Esa diferente ponderación en los últimos trimestres ha llevado a que dos factores hayan resultado primordiales a la hora de fijar el tipo de cambio. Por un lado, el creciente déficit comercial norteamericano, entendido como el saldo de la balanza por cuenta corriente americana en porcentaje del PIB, y por otro, el diferencial de rentabilidad de los activos a corto plazo entre áreas.

Gráficos 1 y 2



Los gráficos 1 y 2 reflejan como desde 2001 y hasta finales de 2004, el déficit comercial americano y el diferencial de tipos de interés han seguido el mismo patrón de comportamiento que el tipo de cambio euro-dólar. En el primer caso, la correlación ha sido superior a 0.85. Solo en los últimos trimestres, a medida que los tipos de interés a corto plazo americanos han superado el punto en el diferencial de rentabilidad con sus homólogos europeos, se ha invertido la tendencia apreciadora del euro frente al dólar.

Y, ¿que ocurre con el resto de factores como el diferencial de rentabilidades de los activos a largo plazo y del diferencial de crecimiento entre áreas? Respecto al diferencial de crecimiento parece que los agentes económicos tienen olvidado en parte este indicador, ya que no se entiende como manteniendo y ampliando los diferenciales, tanto de expectativas como de crecimiento real, el dólar ha perdido posiciones a lo largo de los cuatro últimos años. Es más, el indicador presenta una clara correlación positiva con respecto al tipo de cambio.



Por último, el diferencial de rentabilidad de tipos a largo plazo. Este indicador que otrora determinaba fielmente la evolución del tipo de cambio parece haber caído en desuso en los últimos años debido, posiblemente, a las divergencias existentes en la composición del ahorro mundial. Así, tal y como advirtió Greenspan, existe un *conundrum* o enigma a la hora de analizar el aplanamiento de la curva de tipos de interés americana. Por tanto, parece incompresible que una economía que crece por encima de su potencial, que no presenta, ni mucho menos, signos de deflación y que sus déficit gemelos, comercial y fiscal, parecen obligarle a una reestructuración en sus funciones de gasto en pro del ahorro, tenga unos tipos de interés a largo plazo poco más elevados que el tramo de corto.

La respuesta a este enigma podría encontrarse detrás del gigante asiático. China, con tasas de ahorro superiores al 40% y un modelo comunista dedicado a generar empleo para todos sus habitantes en vez de potenciar la riqueza per capita, se ve en la tesitura de invertir su excedente de la balanza de pagos en depósitos de largo plazo de los diferentes bancos centrales, prestando especial interés a los activos estadounidenses. Estos le permiten mantener su moneda anclada en la paridad, a pesar de las promesas gubernamentales de dejar fluctuar libremente su moneda con respecto a una cesta de monedas.

Una vez analizados los factores coyunturales que actúan sobre el tipo de cambio, ¿que se puede esperar en los próximos trimestres? Desde CEPREDE entendemos que el diferencial de rentabilidad entre los activos de corto plazo seguirá actuando como precursor de la dinámica cambiaria en los próximos meses haciendo que el euro fluctúe dentro de la banda 1,15 – 1,20\$/€ en el primer semestre de 2006. La ruptura del soporte abriría un período de fuerte inestabilidad al no existir fuertes resistencias hasta la paridad.

En cuanto a un análisis a más largo plazo, serán el devenir del déficit exterior americano, por un lado, y el del exceso de ahorro mundial, por otro, los que decanten la futura debilidad o fortaleza del dólar respecto a los niveles teóricos de poder de paridad con respecto a las otras divisas que, en el caso del euro, seguimos estimando en el rango 1,15 -1,17\$/€