

John Jairo García Rendón

I. introducción. II. Determinantes del tipo de cambio real. III. Principales hechos. IV. Aspectos relevantes. V. Conclusiones.

Resumen: Este artículo muestra la relación del tipo de cambio euro-dólar desde que el euro empezó a circular. Específicamente, después de considerar algunos elementos teóricos que determinan el tipo de cambio, explica los principales hechos que llevaron a que el euro a partir de octubre de 2000 rewertiera su tendencia decreciente frente al dólar y qué aspectos están influyendo en la actualidad sobre su desempeño, llegando a la conclusión que no es posible establecer un modelo que pondere las variables de forma racional y significativa, haciendo que el comportamiento del tipo de cambio no pueda ser explicado en su totalidad por la teoría económica existente.

Palabras claves: Tipo de cambio, política monetaria, Euro, Dólar.

Abstract: This paper shows the relation of exchange rate euro-dollar since euro began to circulate. It considers some elements theoretical that determine the exchange rate and explain the main facts that took to that euro as of october of 2000 rewertiera their decreasing tendency front to the dollar, also describe the aspects are influencing at the present time their performance, reaching the conclusion that is not possible to establish a model that weighs the variables of rational and significant form, being done that the behavior of the exchange rate cannot be explained in its totality by the existing economic theory.

Key words: Exchange rate, monetary policy, Euro, Dólar.

Clasificación JEL: F31, F41, F43.

La relación euro-dólar: seis años después que el euro presentase su mínimo nivel

John Jairo García Rendón¹

I. Introducción

Mientras que el diferencial de los tipos de interés a corto y largo plazo de Estados Unidos y la Zona Euro, no encajan con la racionalidad de los agentes económicos para explicar dicha depreciación, al mismo tiempo que la economía estadounidense refleja una pérdida de competitividad en un entorno mundial en el que no sólo han emergido nuevas economías como las del este asiático, en especial China, sino que se ha conformado la integración europea.

Además de estar inmersos en una economía de mercado, cuya globalización económica es una realidad, donde hay “libre” movilidad de capitales (Mundell, 1961) y el mercado financiero se enfrenta a un exceso de liquidez (Fondo Monetario Internacional, 2006). Y los agentes económicos encargados de tomar las decisiones juegan un papel preponderante en la determinación del tipo de cambio, ya que son los encargados de filtrar las noticias de los fundamentales económicos, lo cual hace que no sea posible establecer un modelo que pondere las variables de forma racional y significativa, haciendo que el comportamiento del tipo de cambio no pueda ser explicado en su totalidad por la teoría económica existente.

Este escrito muestra la relación del tipo de cambio euro-dólar desde que el euro empezó a circular. Específicamente trata de explicar los principales hechos que llevaron a que el euro a partir de octubre de 2000 revertiera su tendencia decreciente frente al dólar y algunos aspectos que están influyendo sobre el tipo de cambio euro-dólar en la actualidad, incluidos los fundamentales económicos.

1 Profesor adscrito al Departamento de Economía, Universidad EAFIT, candidato a Doctor del Departamento de Economía Aplicada de la Universidad Autónoma de Barcelona. E-mail: jgarcia@eafit.edu.co, jgarcia@ecap.uab.es. El autor agradece los comentarios de Dimitri de Tervarent, Master of Sciences in Economics University of Warwick, Inglaterra a una versión preliminar. Fecha de recepción 27 de diciembre de 2006. Fecha de aceptación 27 de febrero de 2007.

Si bien considera y muestra cifras entre el periodo 1999 a 2006 y son bastantes los hechos ocurridos en dicho período, el escrito se concentra en mostrar los principales hechos que cambiaron la tendencia del euro en el 2000 y los aspectos actuales que determinan el rumbo del tipo de cambio, analizando con mayor énfasis el tipo de interés dada la relevancia que éste tiene en la implementación de la política monetaria.

II. Determinantes del tipo de cambio real

Según la teoría económica, el tipo de cambio nominal puede definirse como el precio de una moneda en función de otra y el tipo de cambio real, como la multiplicación del tipo de cambio nominal por el cociente del índice de precios al consumidor foráneo o extranjero y el doméstico.

Desde el punto de vista teórico los fundamentales económicos que determinan el tipo de cambio son bastantes, desde el enfoque monetario de los tipos de cambio, el cual supone que los precios de los bienes son perfectamente flexibles, ver por ejemplo Krugman y Obstfeld (2005) o Appleyard y Field (2005), cuando el tipo de interés nominal de un país aumenta esto conllevaría a una depreciación² de la moneda de dicho país, debido a la mayor inflación esperada futura.

Por su parte, un aumento permanente de la oferta monetaria, con todo lo demás constante, de la economía doméstica da lugar a un incremento proporcional del nivel de precios de esa economía, aumentando también el tipo de cambio nominal a largo plazo en proporción al incremento de su oferta monetaria, depreciando a largo plazo la moneda doméstica frente a la foránea.

Así mismo, un aumento del tipo de interés de los activos denominados en moneda doméstica, reduce la demanda monetaria real de esa economía y a su vez el nivel de precios a largo plazo tiende a aumentar y bajo la paridad del poder adquisitivo³ (PPA) la moneda doméstica se deprecia frente a la foránea en proporción al aumento en el nivel de precios de la economía doméstica.

2 Pérdida de poder adquisitivo de la moneda doméstica con respecto a la foránea.

3 La cual establece que el tipo de cambio entre las monedas de dos países es igual a la relación entre los niveles de precios de esos dos países. Ésta explica las variaciones del tipo de cambio entre las monedas de dos países, en función de las variaciones de los niveles de precios de estos dos países.

Del mismo modo, un incremento de los tipos de interés de los activos denominados en moneda extranjera, presenta el efecto contrario sobre el tipo de cambio de la moneda doméstica a largo plazo, ya que la demanda monetaria real en moneda extranjera disminuye el nivel de precios de esta economía y, a su vez, la moneda doméstica se aprecia con respecto a la extranjera.

Un aumento de la producción doméstica eleva la demanda monetaria real, provocando una caída del nivel de precios de esta economía a largo plazo y de acuerdo a la PPA hay una apreciación de la moneda doméstica frente a la extranjera; análogamente, un aumento en la producción de la economía extranjera conllevaría a una caída del nivel de precios de dicha economía y, por tanto, la moneda doméstica se deprecia respecto a la extranjera.

De Grauwe, (2000), clasifica en el siguiente set de fundamentales económicos, en términos relativos, para explicar la tasa de cambio euro-dólar: la tasa de crecimiento de los E.U. versus la economía de la zona euro, el diferencial de inflación entre los E.U. y la zona euro, la tasa relativa de retorno de los E.U. versus la de la zona euro (de corto y largo plazo), la cuenta corriente de los E.U. y la de la zona euro; además de hacer alusión a que típicamente estas teorías también consideran que el cambio en las expectativas de estas variables afectan el tipo de cambio.

Pues se espera, por ejemplo, que en la medida que la tasa de crecimiento de una economía sea mayor que la otra, esto presente un efecto positivo sobre el tipo de cambio; además cuando el diferencial de inflación está a favor de una economía, esto también tiene efectos positivos sobre el tipo de cambio de esta economía, ya que su inflación es menor en términos relativos. Así mismo, cuando el saldo en la cuenta corriente de un país es deficitario y bastante alto, esto tiene efectos negativos sobre el tipo de cambio de esta economía.

Este autor considera otra variable bien importante, consistente en el filtro que hacen los agentes que se encargan de tomar las decisiones en el mercado sobre la información relacionada con el tipo de cambio, ya que éstos pueden influenciar el mercado de capitales bien sea positiva o negativamente de acuerdo con la información que se da a conocer en dicho mercado.

Otros autores como Wolff (1997) y Boughton (1997), en una revisión sobre los fundamentales que determinan el tipo de cambio, entre muchas otras variables consideran el diferencial de productividad y los flujos de inversión extranjera directa (IED). Se espera que cuando los flujos de IED y la productividad están a favor de una economía, esto tenga un efecto de apreciación sobre la moneda de esta economía.

III. Principales hechos que cambiaron la tendencia del euro en el 2000

El marco jurídico para la Unión Económica y Monetaria europea lo constituye el Tratado de Maastricht, firmado en 1992, donde se establecieron una serie de criterios de convergencia que los Estados miembros debían cumplir como requisito previo a la integración en la unión monetaria. Los criterios de convergencia⁴ se referían a la estabilidad de precios, la sostenibilidad de las finanzas públicas, la estabilidad del tipo de cambio y el mantenimiento de los tipos de interés a largo plazo en un nivel reducido. Además, el Tratado contenía un conjunto de reglas fiscales, desarrolladas con posterioridad en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC), firmado en 1997, con el objetivo de garantizar unas finanzas públicas saneadas (González, 2004).

La creación del Banco Central Europeo⁵ (BCE) fue el marco institucional para asegurar un área monetaria europea estable y alcanzar el éxito económico en la práctica (Issing, 2005). Este hecho constituyó la suficiente confianza y credibilidad para que, en su inicio, en el año 1998, los primeros 11 países⁶ que cumplieron con los requisitos de convergencia, conformaran la unión europea y así el euro empezara a circular en 1999 en su forma financiera y en el 2002 el euro papel.

Una de las principales tareas del BCE es mantener la estabilidad de precios en la zona euro, lo que significa mantener la inflación bajo estricto control para que su incremento anual sea inferior al 2%. Lo que quizás constituye la actividad más conocida del Banco es, entre otras cosas, fijar los tipos de interés en la zona euro.

A pesar de los esfuerzos realizados por el BCE en términos de política monetaria, desde su inicio el euro se depreció respecto al dólar durante su primer año y medio de circulación, pues no solamente el Banco carecía de

4 Ver también, García y Del Río (2002) Convergencia real y nominal en la adhesión a la Unión Europea.

5 Creado en 1998, de conformidad con el Tratado de la Unión Europea, para introducir y gestionar la nueva moneda, efectuar operaciones con divisas y garantizar el buen funcionamiento de los sistemas de pago. Es también responsable de fijar las grandes líneas y ejecutar la política económica y monetaria de la UE. Éste sustituyó al Instituto Monetario Europeo.

6 Bélgica, Alemania, España, Francia, Irlanda, Italia, Luxemburgo, los Países Bajos, Austria, Portugal y Finlandia. En el 2001 se incorporó Francia.

un historial propio de credibilidad, sino que se trataba de una moneda nueva, donde los agentes estaban a la expectativa de lo que sucedería con ésta a pesar de las reformas estructurales que se habían llevado a cabo para el buen desempeño de la Unión Económica y Monetaria Europea.

Durante el primer semestre del 2000, el BCE tomó la decisión de incrementar la tasa de interés de corto plazo en 4 de sus reuniones, pasando de 3,25% en febrero a 4,25% en junio⁷. Sin embargo, las tasas de interés de los Estados Unidos (E.U.) eran sistemáticamente más altas, para el mismo periodo pasó de 5.75% a 6.5% (ver Gráfico 1).

Además en junio del mismo año, el BCE tomó la decisión de que las operaciones principales siguientes de financiación del Eurosistema se ejecutaran bajo el procedimiento de subasta a tipo variable con adjudicación a tipo múltiple; antes se realizaban a tipo fijo y, el Consejo de Gobierno determinó que éste adjudicara un importe previsto de 15.000 millones de EUR en cada una de las operaciones de financiación a más largo plazo que se llevarían a cabo durante el segundo semestre de 2000, con lo que se pretendía garantizar las necesidades previstas de liquidez del sistema bancario de la zona euro durante este semestre, así como el deseo del Eurosistema de seguir canalizando la mayor parte de su refinanciación al sector financiero a través de sus operaciones principales de financiación (BCE, 2006).

Solo hasta el segundo semestre de 2000, cuando el BCE infundió la suficiente confianza en el mercado financiero, en octubre de 2000 el euro cambió su tendencia decreciente que había experimentado hasta esta fecha (ver Gráfico 2), ya que en coordinación con otras autoridades monetarias del G-7 (el Banco Central de Estados Unidos, la Reserva Federal y el Banco Central de Japón) dieron señales positivas para intervenir dicha tendencia. Además, el BCE tomó la decisión de seguir incrementando el tipo de interés, pues en septiembre lo aumentó a 4,5%, reduciendo la brecha frente a Estados Unidos; y en noviembre del mismo año, anunció sus tres intervenciones realizadas conjuntamente con los bancos centrales nacionales del Eurosistema para comprar euros.

Estos hechos parecen haber sido las decisiones acertadas para que el euro tomara su recuperación, ya que los agentes en el mercado asumieron la confianza de que se estaban enfrentando a un euro más fuerte que a uno más débil; aunque la reacción del mercado tomó varios días para materializarse, según lo

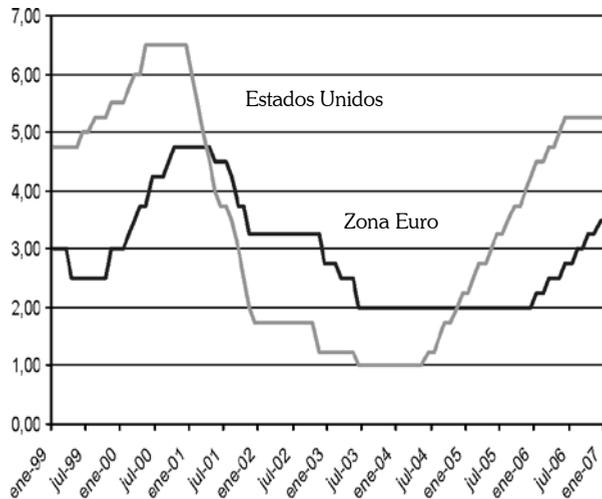
7 En marzo la incrementó hasta 3,5% y en abril 3,75%.

observado por la trayectoria cautelosa del euro. Esto sólo fue posible cuando los participantes en el mercado consideraron que la inflación estaba bajo control y que tal disminución estaba correlacionada positivamente con expectativas de crecimiento y por tanto con mejores retornos en las inversiones (BIS, 2001).

Cuando se analizan los determinantes del tipo de cambio real, expuestos en la sesión anterior, De Grauwe (2000) tiene razón en decir que desde el comienzo del EMU hasta octubre del 2000, el euro se depreció frente al dólar y que dicha caída no estuvo relacionada con las noticias observables sobre los fundamentales subyacentes, pues variables como la tasa de crecimiento de la producción, la inflación y la cuenta corriente eran más favorables para la zona euro que para la economía estadounidense; sino más bien que cuando el tipo de cambio se mueve en una dirección u otra al mismo tiempo hace que los agentes que toman las decisiones y que simultáneamente son los encargados de filtrar la información estén en búsqueda de variables fundamentales, incluyendo las inobservables que validan dicho movimiento en el tipo de cambio.

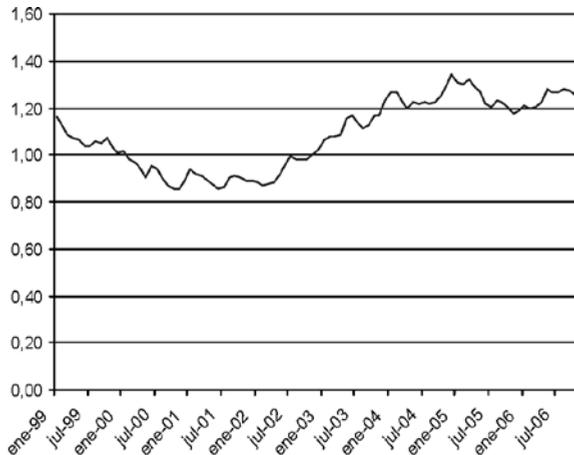
Sin embargo, no se puede dejar de lado la relación entre los diferenciales del tipo de interés y los tipos de cambio a corto plazo, ya que en el 2000 se disminuyeron sustancialmente los diferenciales del tipo de interés a corto plazo que favorecían a Estados Unidos en contraste con la zona euro (ver gráfico 1).

Gráfico 1
Tasa de interés de corto plazo



Fuente: Reserva Federal, 2006.

Gráfico 2
Tasa de cambio nominal
Dólar / Euro



Fuente: Banco Central Europeo, 2006. Reserva Federal, 2006.

IV. Aspectos relevantes que determinan el rumbo actual

A. Situación actual de la economía de Estados Unidos y la zona Euro

Desde que cambió la tendencia del euro en el 2000, las noticias no han sido muy buenas para la economía estadounidense. La noticia del atentado de las Torres Gemelas en Nueva York, en septiembre de 2001, fue un golpe bastante duro para su economía, lo que se reflejó en el bajo nivel de crecimiento económico durante dicho año, 0.8%. Simultáneamente a que el filtro de la información relacionada con el tipo de cambio, por parte de los agentes que se encargan de emitir las señales en el mercado de capitales, no parece haber jugado un papel positivo a favor de esta economía.

Además, fundamentales económicos como el crecimiento económico, la inflación, el stock interno de inversión extranjera directa y el saldo en la cuenta corriente, entre otros, que explican el tipo de cambio, no han presentado un buen desempeño a favor de la economía estadounidense, y otros, entre los cuales están las tasas de interés de corto y de largo plazo no permiten establecer un patrón claro que explique la tendencia de éste.

Sumado a que el mercado financiero en los últimos años se ha visto enfrentando a un exceso de liquidez, situación anormalmente vista (FMI, 2006; Financial Times Reporters, 2006) y a que estamos inmersos en una economía globalizada con una “libre movilidad de capitales” (Mundell, 1961), con un alto grado de incertidumbre y asimetría en la información, donde no existe una coordinación de reglas básicas (Hämäläinen, 2000), ni una institución con la suficiente credibilidad que se encargue de emitir señales claras en el mercado de capitales (Truman, 2006).

Al analizar los diferenciales del tipo de interés a corto plazo entre estas dos economías, aunque para el periodo 2001-2004 el diferencial estuvo a favor de la zona euro, lo que incentivó a invertir en euros, aún no es posible establecer un patrón claro que determine los efectos sobre el tipo de cambio en los últimos años (ver Gráfico 1).

Para el caso de Estados Unidos, si bien la tasa de interés entre el 2001 y el 2003 estuvo por debajo del 2%, presentando su mínimo nivel histórico del 1% entre junio de 2003 y el mismo mes del 2004; a partir de esta fecha y hasta diciembre de 2006 ha sido bastante volátil, comparativamente con el de la zona euro, ya que la Reserva Federal llevó a cabo 17 revisiones al alza. Durante el 2004 lo incrementó en cinco ocasiones, pasando de 1% a 2.5%; en el 2005 lo aumentó dos puntos porcentuales en ocho incrementos de 25 puntos de base cada uno, hasta ubicarse en un nivel de 4.25% y durante el 2006, lo incrementó 100 puntos básicos⁸, ubicándolo en 5, 25%.

Por su parte, el Consejo de Gobierno del BCE, con el fin de garantizar que las expectativas de inflación a largo plazo de la zona euro se mantengan firmemente ancladas en unos niveles acordes con la estabilidad de precios, lo que constituye un requisito indispensable respecto a la contribución de la política monetaria sobre el crecimiento económico sostenible, durante el primer semestre de 2006 modificó ésta en dos ocasiones, incrementándola en 25 puntos básicos cada una de ellas, hasta ubicarla en 2.75% y en el segundo tomó la decisión de incrementarla en otras dos oportunidades hasta un nivel del 3.5%, con el fin de no comprometer las expectativas de inflación.

8 Terminando enero la incrementó $\frac{1}{4}$ puntos porcentuales y en marzo, mayo y junio lo hizo en la misma proporción.

Inicialmente decidió incrementarla hasta 2,5%⁹ y luego en junio¹⁰, al ver que la inflación dada la evolución de los precios energéticos, en el mes de mayo se incrementó hasta 2,5%, comparativamente con la cifra registrada en los meses de abril y enero del 2,4% y el 2,2% en marzo de este año, decidió subirla hasta el 2,75%. En agosto, dada la tendencia creciente de la inflación, decidió subirla al 3%, y en octubre y diciembre la incrementó de nuevo otros 25 puntos básicos (ver Gráfico 1). Al comparar esta cifra con la de E.U. (5,25%), el diferencial de rentabilidad estaría a favor de esta economía.

Se debe resaltar que durante un periodo bastante extenso, comprendido entre junio de 2003 y diciembre de 2005, el BCE optó por mantener esta tasa en un nivel del 2%; en esta última fecha tomó la decisión de subirla a 2.25%¹¹ (BCE, 2006).

Del mismo modo que el tipo de interés de corto plazo, el de largo plazo, medido por los bonos del gobierno “treasury bond” a diez años, tampoco es posible establecer un patrón que explique la depreciación del dólar frente al euro. Se pueden destacar tres periodos, entre 1999 - 2001 y 2004 - 2006, donde el rendimiento ha sido mayor para Estados Unidos comparativamente con el de la zona euro y entre el 2002 - 2004, que sucedió exactamente lo opuesto (ver Gráfico 3).

Respecto al crecimiento económico, aunque la tasa de crecimiento de la economía de la zona euro, desde el 2002, ha estado por debajo comparativamente con el crecimiento de la economía estadounidense y el diferencial entre finales de 2003 y el 2005 se ha mantenido, las expectativas de crecimiento para las dos economías, apuntan a que la brecha tienda a disminuir. Esto se explica, en parte, por los desequilibrios globales de la cuenta corriente y las bajas tasas de ahorro interno de E.U.

Por ejemplo, la tasa de crecimiento para la economía estadounidense durante el 2004 y el 2005 fue de 4.2% y 3.5%, respectivamente, frente a un 2.1% y 1.6% presentado en la zona euro, para los mismos años (ver Gráfico 4).

9 El 2 de marzo.

10 Reunión del 8 de junio.

11 A principios del 2003 el BCE modificó la tasa de interés en dos ocasiones, en marzo para disminuirla 25 puntos de base para pasar de 3.75% a 2.5% y en junio que la redujo 0.50 puntos porcentuales para ubicarse en 2%.

Gráfico 3
Tasas de interés de largo plazo
“treasury bond” a 10 años

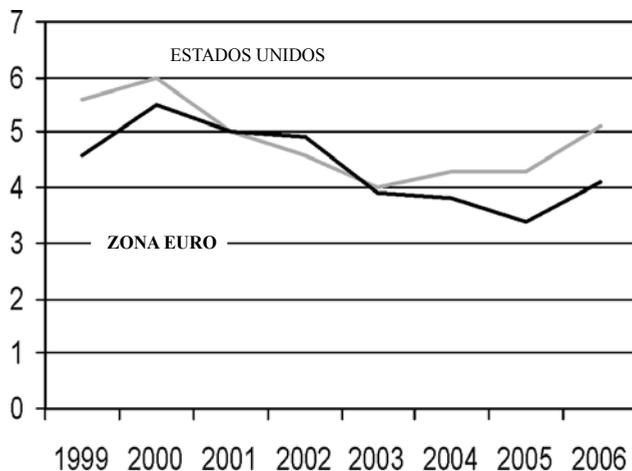
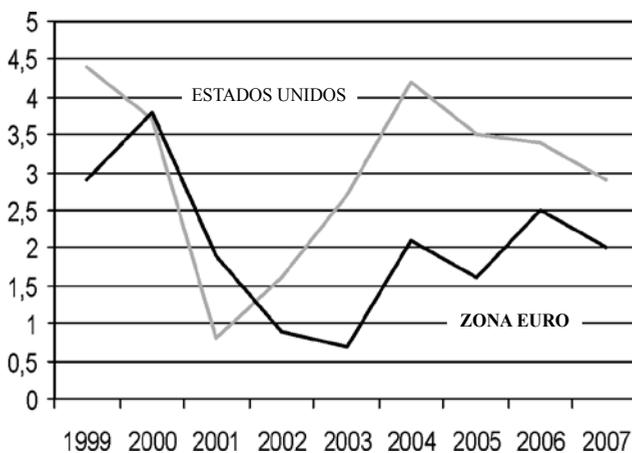


Gráfico 4
Tasa de crecimiento
Variación anual



Nota: Los datos correspondientes al 2006 y 2007 son una proyección.
La tasa de interés para el 2006 es a julio

Fuente: Reserva Federal. Banco Central Europeo, 2006.

Cuando se observan indicadores como la tasa de inflación, el saldo en la cuenta corriente, la productividad laboral y los stocks internos de inversión extranjera directa (IED), en términos per cápita para las dos economías en cuestión, el diferencial no ha favorecido a la economía de E.U., lo que puede explicar parte de la depreciación del dólar frente al euro durante el periodo de estudio.

Respecto a la inflación, no sólo la subida de los precios del petróleo recientemente, lo cual se ha traducido en un incremento de los precios de la energía y otros sectores de la economía estadounidense, sino que los precios de las materias primas están por las nubes, haciendo que la inflación tienda a incrementarse (ver Gráfico 5).

No obstante, de acuerdo con declaraciones de la Reserva Federal en cabeza de Bernanke, la política monetaria depende de la perspectiva económica, tratando de lograr sus objetivos de ayudar al crecimiento económico sostenido, al mismo tiempo que se controle la inflación¹² (Bernanke, 2006a; Bernanke, 2006b) sin descartar la posibilidad de continuar incrementando las tasas de interés a un ritmo “moderado” para evitar posibles desequilibrios financieros.

La brecha en cuenta corriente año tras año ha sido mayor, de tal forma que en el 2005 el déficit en ésta sobrepasó los 800 mil millones de dólares, duplicándose prácticamente en los últimos 5 años y que como porcentaje del PIB nominal equivale a 6.5% (ver Gráfico 6); este alto déficit en la cuenta corriente implica que la inversión de capitales, incluyendo la construcción residencial, excede sustancialmente el ahorro doméstico y que esta economía haya pasado de ser un acreedor internacional a un deudor en el mismo ámbito, con una posición neta de deuda exterior de más de 3 trillones de dólares, monto aproximado al 25% del PIB de un año (Bernanke, 2006a).

La financiación de este déficit se ha realizado vía deuda, gracias a la globalización financiera y al exceso que experimenta la cuenta corriente de los países emergentes y, sobre todo, los países productores de petróleo, que ha llevado a una “abundancia global de ahorros” y, a que en principio, Estados Unidos sea el único país que pueda endeudarse en su propia moneda pudiendo financiar así el alto nivel registrado en su cuenta corriente, siendo invulnerable al riesgo que otros países como deudores de compromisos denominados en moneda extranjera pudieran tener (Bernanke, 2005; McKinnon, 2005).

12 Mantener expectativas de la inflación baja y estable es un elemento esencial en el esfuerzo de la Reserva Federal de promover la estabilidad de precios.

No obstante, esta tendencia no puede continuar por mucho tiempo, ya que esto implicaría de un lado, una carga de intereses cada vez mayor y por otro, a que las tenencias extranjeras de dichos activos aumentan en algunos acreedores, por ejemplo China, que en cierto momento pueden llegar a estar menos dispuestos a agregar estos activos a sus inversiones, debido al riesgo en cuanto a cambios en el valor del dólar y en el precio de otros activos.

Gráfico 5

Tasa de inflación. Precios al consumidor

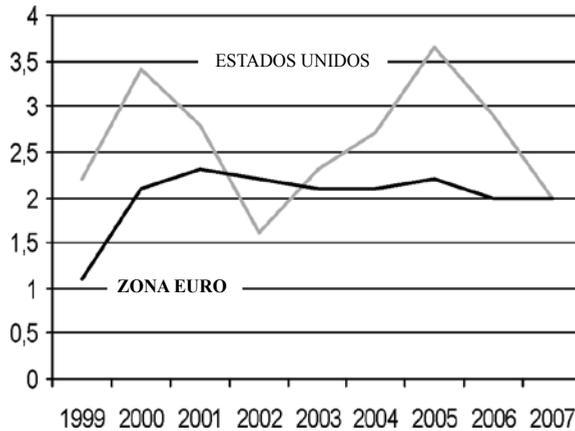
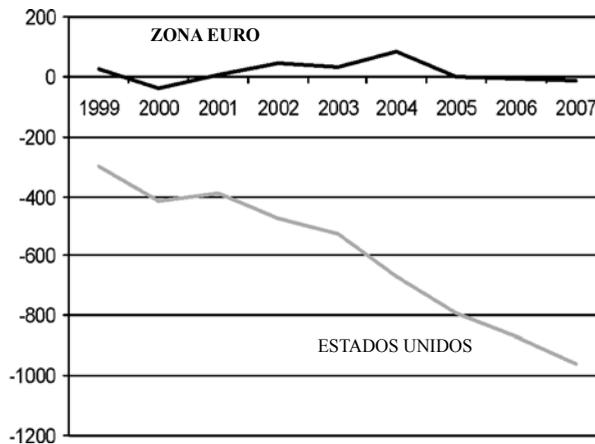


Gráfico 6

Saldo cuenta corriente. Billones de dólares



Nota: Los datos correspondientes al 2006 y 2007 son una proyección.

Fuente: Reserva Federal. Banco Central Europeo, 2006.

Por su parte, aunque la brecha de los niveles de productividad laboral ha estado a favor de la economía de E.U., comparativamente con la de la zona euro, dicha brecha en los últimos años ha tendido a cerrarse. Esto no es ajeno al resentimiento de la economía estadounidense, afectando negativamente el desempeño de la economía en su conjunto, lo cual es interiorizado por los agentes como una señal negativa de su funcionamiento (ver Gráfico 7).

Gráfico 7
Productividad laboral

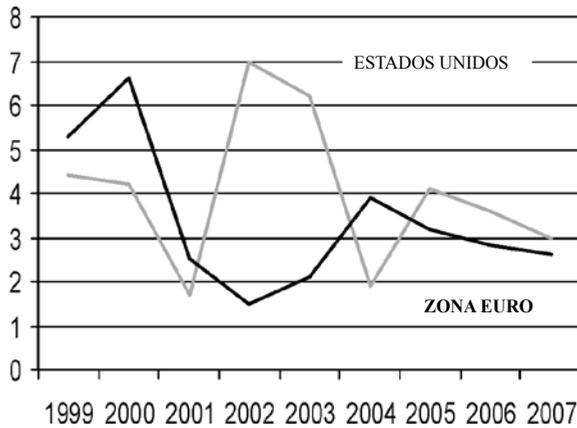


Gráfico 8
Stock interno de IED. Per cápita (dólares)



Nota: Los datos correspondientes al 2006 y 2007 son una proyección.

Fuente: Reserva Federal. Banco Central Europeo, 2006. Fuente: UNCTAD, 2006.

Además los stocks de IED en términos per cápita han aumentado en los últimos años a una tasa mucho mayor en las economías desarrolladas de Europa, comparativamente con las economías desarrolladas de América, pues de acuerdo con información de la UNCTAD, mientras que para las segundas, en los años 1995, 2000 y 2004 ascendió a 2.204 dólares, 4.668 dólares y 5.430 dólares, respectivamente, para las otras economías en el primer año la cifra fue muy similar y en el 2004, prácticamente fue el doble (ver Gráfico 8).

Por otra parte, es importante anotar que la economía de la zona euro, a pesar de su reducida tasa de crecimiento económico en los últimos cinco años, también ha presentado unas tasas de desempleo y de inflación bajas. Dadas las reformas estructurales que se emprendieron desde la creación de la Unión Económica y Monetaria, incluida la marcada regulación respecto al tipo de cambio¹³, ha tenido un efecto positivo en cuanto al fomento de un ambiente económico estable.

No obstante aunque la política monetaria por parte del BCE ha tenido un gran logro respecto a la estabilidad de precios, a partir de una política monetaria única como lo han referido varios autores y específicamente Trichet (2006), quien resalta este aspecto como uno de los dos éxitos del euro, aún en la parte fiscal queda mucho por hacer con el fin de sanear las finanzas públicas de los países que hacen parte de la zona, si se quiere lograr la estabilidad macroeconómica.

Respecto a este logro, Trichet estipula que ha servido para anclar las expectativas de inflación a largo plazo en concordancia con los niveles definidos por el BCE sobre la estabilidad de precios, lo cual es un requisito previo y necesario para el crecimiento económico y la creación de empleo sostenible en la zona euro.

El segundo éxito al cual hace alusión, es sobre el progreso en la integración financiera europea, siendo consiente que aún quedan pendientes por resolver en este aspecto. Resalta que la profundidad y amplitud de los mercados ha aumentado, debido a que la eliminación del riesgo del tipo de interés y la supresión de reglas de ajuste cambiario en la zona ha permitido a un mayor número de inversores acceder a los diversos mercados de la zona euro. Además de considerar que la desaparición de las primas de riesgo cambiario dentro de la zona, junto con la reducción de las primas derivada de la creciente

13 En el proceso se estableció el Mecanismo de Regulación de Cambios II (ERM II) y luego la moneda única.

importancia otorgada a las políticas económicas orientadas a la estabilidad macroeconómica, han disminuido de manera significativa los costes financieros (Trichet, 2006; Gonzales, 2004).

Otro factor importante de la evolución de los mercados financieros de la zona euro ha sido el rápido crecimiento de nuevos segmentos de mercado. Sin embargo, cuando se contrastan con los mercados financieros estadounidenses, profundos, líquidos y unificados, es evidente que la zona euro aún le queda gran camino por recorrer, especialmente en lo que se refiere a la integración de los mercados de renta variable, el establecimiento de marcos jurídicos y reguladores comunes y la consolidación del sector bancario.

B. Importancia de algunas economías asiáticas

En el momento la principal economía de los países del este asiático es China, no sólo por su alto y sostenido nivel de crecimiento económico desde principios de la década de los noventa, sino también, por la política que asumió desde el 2005 de apreciar su moneda e incrementar las tasas de interés, lo que tendría un impacto negativo sobre el dólar depreciándolo.

De acuerdo con información del Instituto Nacional de Estadísticas de China (2006), el crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) para este país fue de 9.9% en el 2005, cifra que coincide con el promedio de crecimiento para el periodo 1993-2004 y, que resulta dos puntos porcentuales por debajo del año 2004 (10.1%); confirmando una vez más la consolidación de dicha economía. Por su parte, las importaciones y las exportaciones siguieron creciendo en el año 2005 a unas tasas de 11.5% y 28.4%, respectivamente, lo que ha llevado a que el superávit comercial¹⁴ se haya triplicado entre el 2004 y el 2005, pasando de US\$32.000 millones en el primer año a US\$102.000 millones en el segundo.

El Yuan¹⁵, la moneda de China, por primera vez en una década fue revaluada en el 2005 (ver Gráfico 9), lo que permitió que esta moneda se apreciara respecto al dólar dentro de una estrecha banda, debido a su tipo de cambio fijo. Analistas consideran que el Yuan está subvaluado en términos absolutos,

14 El principal socio comercial del país asiático en el 2005 fue la Unión Europea con un intercambio que se incrementó en 22,6% y alcanzó US\$217.000 millones durante este año, seguido de Estados Unidos con algo más de US\$211.000 millones y Japón con US\$184.000 millones.

15 Conocido en los mercados de cambio como el Renminbi.

aproximadamente en un 35% (Frankel, 2005). Sin embargo, Fan (2006) considera que se encuentra en equilibrio, cuando se analiza internamente.¹⁶

Gráfico 9

Tasa de cambio nominal. Dólar / Yuan

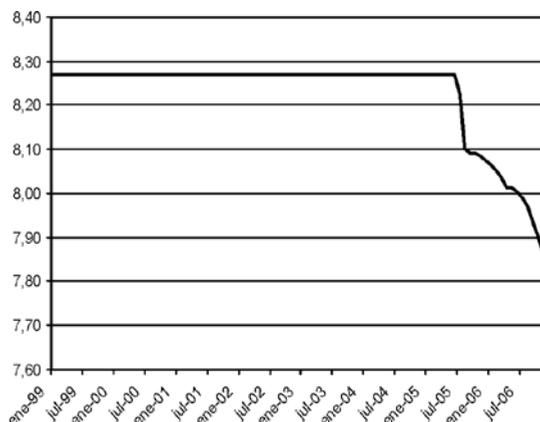
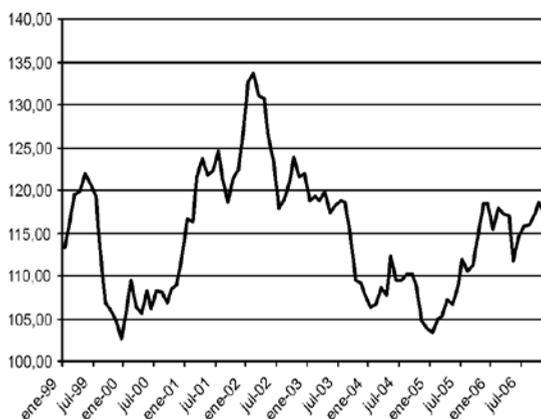


Gráfico 10

Tasa de cambio nominal. Dólar / Yen



Fuente: Reserva Federal, 2006

16 Esto posiciona a China con grandes ventajas competitivas en el campo exportador; además de contar con bajos costos de producción debido, fundamentalmente, a su mano de obra barata.

A finales de abril de 2006, el Banco Central de China decidió incrementar los tipos de interés 27 puntos de base, ubicándola en 5.85%. Esta medida fue calificada como buena por representantes del FMI, al considerar que las autoridades chinas estaban reaccionando “relativamente temprano” con un incremento “muy pequeño” y “simbólicamente justo”. No obstante, el FMI les recomendó seguir con el ajuste monetario adicional, continuando con un incremento pequeño de los tipos de interés como el realizado en dicha ocasión (Mallet, 2006).

Adicionalmente, en el 2005, las reservas internacionales en China se elevaron 34%, estableciendo un nuevo récord al alcanzar los US\$818.900 millones, 36% del PIB y alrededor del 20% de las reservas oficiales totales de la moneda extranjera del mundo, siendo muy probable que si este país continúa el ritmo actual de crecimiento que tiene, sus reservas internacionales en el 2006 podrían alcanzar el billón de dólares.

Hay quienes opinan que este país podría sobrepasar a Japón, quienes en la actualidad, poseen las mayores reservas internacionales en el mundo, US\$846.900 millones. Las reservas totales de diez países del este asiático (China, Japón, Korea, Taiwán, Hong-Kong, Indonesia, Malasia, Las Filipinas, Singapur y Tailandia) han crecido por encima del doble desde el año 2000, aumentando aproximadamente hasta US\$1,5 trillones (De Lecea, 2006).

Esto ha llevado a que el FMI haya advertido de varios riesgos para las economías asiáticas, considerando que los mercados financieros asiáticos “serían probados probablemente” con los aprietos de las condiciones globales de liquidez a la cual se ve enfrentada la economía mundial, incluyendo el efecto de los altos precios del petróleo, que han tenido hasta ahora solamente un impacto moderado en la región.

De otro lado, los principales indicadores para Japón, considerada como una de las naciones más desarrolladas del mundo, muestran que éste podría emerger de su depresión prolongada y de su batalla con la deflación. El comportamiento de su tipo de cambio nominal respecto al dólar en los últimos tres años ha oscilado entre 103,34 y 118,61 yenes por 1 dólar (ver Gráfico 10).

Los excesos de cuenta corriente en la mayoría de los países asiáticos están disminuyendo, en parte debido a cuentas más altas de la importación del petróleo y la transferencia de los excesos a los exportadores de petróleo. En la India y este del Asia, excepto Japón y China, se espera que el exceso agregado baje a menos de 3% del PIB este año, equivalente a la mitad del nivel de 2004.

C. Exceso de liquidez en el sistema financiero internacional

El Sistema Financiero Internacional atraviesa una amplia liquidez a la cual Greenspan considera como una “situación anormal” y cuya fuente es atribuible al valor comercial de los activos por todo el mundo, los cuales se han incrementado más rápidamente que el producto interno bruto nominal global, debido a la caída en los tipos de interés reales de largo plazo y a una caída significativa en los premios reales de las acciones; además de considerarla como una situación que no puede durar indefinidamente (Financial Times Reporters, 2006).

Por su parte, personal del staff del Fondo Monetario Internacional –FMI, (2006), en estudio realizado para los países industrializados del G-7¹⁷ justifica dicho exceso de liquidez, esencialmente, por el aumento en los beneficios en el Sector Corporativo No Financiero (NFCS) desde el año 2000, debido fundamentalmente, a pagos más bajos de impuestos, menores tasas de interés, mayores avances tecnológicos y, en algunos países, a mayores beneficios recibidos de operaciones extranjeras; más bien que a un exceso de operaciones. Además de estipular que el comportamiento de los ratios de la inversión real en los últimos años, en estos países, también es explicado por los fundamentales económicos básicos.

La literatura económica, resumida en Opler y otros (1999), presenta dos visiones sobre tenencias de efectivo por parte de las empresas. La primera es que la tenencia de efectivo es un arma de doble filo, ya que éste cambia mecánicamente con el exceso del flujo de liquidez de una firma. La visión alternativa considera que en una tentativa de maximizar el beneficio de la tenencia de efectivo del accionista, se compara el coste marginal y el beneficio marginal. Mientras que el coste de tener liquidez es el bajo retorno esperado, los beneficios se derivan de la reducida probabilidad de quedarse corto financieramente si los beneficios no son los esperados y, por lo tanto, se ven obligados a recortar los planes de inversión y/o pagos de dividendo o tienen que recurrir al financiamiento externo, el cual puede resultar bastante costoso.

Si bien la acumulación de efectivo en los años recientes se puede relacionar con el fuerte crecimiento de los beneficios del sector corporativo no financiero de acuerdo con estudio realizado por el FMI para los países del G-7, también deben

17 Conformado por Estados Unidos, Japón, Reino Unido, Francia, Alemania, Italia y Canadá.

considerarse factores que han cambiado los beneficios o los costes previstos de tenencias de efectivo, incluidos tipos de interés más bajos; una volatilidad más alta de las ventas (y beneficio), debido a que las firmas están operando en un ambiente con mayor incertidumbre (Comin y Philippon, 2006)¹⁸ y la alta participación de activos intangibles en los balances corporativos, ya que las firmas con activos intangibles pueden mantener más efectivo dado el mayor coste de financiamiento externo para este tipo de activos.

La pregunta a la cual debe responderse entonces, es si este exceso de liquidez es un fenómeno temporal y, por tanto puede ser revertido en los próximos años? A lo cual el FMI responde que es muy difícil predecir el comportamiento del sector corporativo en el futuro; sin embargo, considera que el panorama más probable es que el exceso de ahorro caiga en los próximos años, para lo cual refiere los siguientes aspectos:

- Perspectiva de los beneficios. Considera que la política monetaria en los últimos meses ha apretado un poco más, aumentando los tipos de interés lo que tiende a contrarrestar la tenencia de efectivo vía el coste de oportunidad.
- Aumentos en la inversión doméstica. Con el incremento en la capacidad de utilización de algunos países, parece razonable que la inversión se consolide en el futuro. Sin embargo, la caída actual del precio relativo de los bienes de capital conllevaría a que los ratios nominales de la inversión, probablemente permanezcan por debajo comparativamente con los niveles anteriores.
- ¿Las firmas desearán continuar manteniendo efectivo? Mientras que haya tendencia ascendente en volatilidad de las ventas y la participación de activos intangibles pudo haber incrementado la cantidad deseada de efectivo, estas son dos tendencias que pueden explicar solo parcialmente el aumento en la tenencia de efectivo durante los cuatro años pasados. Otros factores sugieren que esto sea un fenómeno relativamente temporal. En particular, el hecho de que la acumulación de efectivo durante 2004 se incrementó solamente en tecnologías de información y los recursos de los sectores –donde los beneficios eran altos– lo que estaría sugiriendo que este proceso puede disminuir ahora.

18 Quienes muestran cómo se ha dado un aumento en la volatilidad de las firmas en los Estados Unidos desde mediados de los años 50, atribuible a la competencia creciente estimulada por la globalización.

- ¿La inversión en acciones permanecerá? No hay razón para que la acumulación de acciones de corporaciones tienda a aumentar o permanecer en sus niveles actuales, pues ésta ha sido alta, adicionalmente al incremento de la tasa de interés. De hecho, dado la globalización y las oportunidades que las compañías de los países industrializados gozan en los mercados emergentes, el paso de la adquisición de activos vía ultramar puede aumentar. Esto llevaría a que la inversión extranjera directa tienda a incrementarse.

En este sentido es importante resaltar, que de acuerdo a información de la UNCTAD (2006), cuando se analiza la inversión extranjera directa (IED), particularmente los stocks internos, el cual se puede observar en el cuadro 1, en términos per cápita, como participación de PIB o en millones de dólares. El primero, ha aumentado a una mayor tasa en los países desarrollados de Europa, haciendo que la brecha entre éstos y los países desarrollados de América sea cada vez mayor, tornándose a favor de la economía europea en el momento de definir el tipo de cambio.

V. Consideraciones finales

Como se puede inferir de lo anterior no se puede afirmar que el tipo de cambio euro-dólar está determinado, en su totalidad, por sus fundamentales económicos, máxime cuando se trata de una economía globalizada, con un alto grado de incertidumbre e información asimétrica y donde el mercado financiero se enfrenta a un exceso de liquidez. Esto hace bastante complejo determinar qué sucederá con el tipo de cambio euro-dólar a corto y mediano plazo.

Dada la situación por la que atraviesa la economía de Estados Unidos, donde se prevé una retardación aguda de la demanda estadounidense, causada por los desequilibrios globales de la cuenta corriente y las bajas tasas de ahorro interno, reflejando la pérdida de competitividad en un entorno mundial donde no solo han emergido nuevas economías como las del este asiático, en especial China y donde se tiene previsto la creación de una nueva zona monetaria para estos países, sino que se ha conformado la integración europea.

Además, si China adopta las recomendaciones del FMI¹⁹ de seguir incrementando sus tasas de interés “cautelosamente” y continúa con la apreciación

19 Aún con todas las críticas que le han realizado, en cuanto a sus pocos aciertos en términos de recomendaciones de política en algunos casos, recomendando una reforma en este organismo, ver Truman, (2006).

Cuadro 1
Stock interno de inversión extranjera directa

Área/año	Unidad	1990	1995	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Mundial	Per cápita	357	486	952	1,007	1,076	1,266	1,395	1,480
	% PIB	8	9	18	20	21	22	-	-
	U\$*	1,789,303	2,766,114	5,802,933	6,212,119	6,815,842	8,220,266	9,544,887	10,129,739
Economías Desarrolladas:	Per cápita	1,793	2,204	4,668	4,899	4,871	5,096	5,430	5,861
	% PIB	8	8	14	15	14	14	-	-
América	U\$*	521,604	682,731	1,528,655	1,627,704	1,642,082	1,766,652	1,931,373	2,084,780
Economías Desarrolladas:	Per cápita	1,809	2,674	4,934	5,368	6,375	8,145	9,054	9,153
	% PIB	11	13	26	29	31	33	-	-
Europa	U\$*	800,751	1,227,849	2,297,802	2,501,477	3,054,575	3,946,378	4,680,062	4,731,293

* Millones

Fuente: UNCTAD, 2006. En: <http://stats.unctad.org/FDI/TableViewer/tableView.aspx?ReportId=5>

“moderada” del Yuan durante el 2007, como lo llevó a cabo durante el 2006 y como lo prometió Yu Yongding, miembro del comité del Banco Popular de China.

Sumado a que la zona euro, a pesar de sus bajos niveles de crecimiento económico y los vacíos que aún debe llenar en cuanto al aspecto fiscal, es cierto que por medio de su política monetaria ha tenido un gran éxito en cuanto a la estabilidad de precios y por supuesto el fomento de un ambiente económico estable.

Esto hace que la percepción de los agentes sobre las expectativas del desempeño de la economía de la zona euro estén a su favor, comparativamente con el de la economía estadounidense, hasta que la economía norteamericana por lo menos muestre señales claras en el mercado respecto a la implementación de reformas estructurales tendientes a solucionar los bajos niveles de ahorro de la economía y los agentes interioricen dichas reformas en favor de la estabilidad económica norteamericana.

Si bien, la depreciación del dólar es favorable para el déficit comercial que enfrenta Estados Unidos, la pregunta que debe hacerse es ¿a qué ritmo debe realizarse para evitar una crisis financiera a nivel internacional? En este sentido, tal como lo recomiendan economistas reconocidos lo mejor es que esta depreciación sea lo más “moderada” posible, de tal forma que no introduzca alarmas en el mercado financiero y que permita una reacomodación de los agentes, ya que si se da en forma abrupta esto puede traer graves consecuencias a nivel mundial.

En este sentido las recomendaciones para hacerle frente a la realidad de una economía globalizada no se han hecho esperar, considerando la unificación de una moneda a nivel mundial (Volcker, 2002; Mundell, 2005) y quizás lo más probable es que ellos tengan razón, aunque parezca imposible igual que lo parecía la integración europea hace 4 ó 5 décadas.

Pero mientras este sueño se lleve a cabo, tal vez lo más conveniente sea la coordinación de reglas básicas a nivel internacional como lo estipula Hämäläinen (2000), surgiendo entonces los interrogantes de quién y cómo hacerlo. ¿Será el FMI con la problemática que afronta en el momento, lo que implica una falta de credibilidad y confianza para emitir señales claras como lo requiere el mercado financiero internacional?

VI. Referencias

- Appleyard, D. y A. Field (2005) *Economía Internacional*. Cuarta edición, Ed. McGraw Hill.
- Banco Central Europeo (BCN) (2006) Monetary policy, En: <http://www.ecb.int/press/pr/date/2005/html/pr051201.es.html>
- BCE (2006) En: <http://www.ecb.int/home/htm/lingua.es.html>
- Bank for International Settlements (BIS) (2001) 71st Annual Report. 1 April 2000 – 31 March 2001.
- Bernanke, B. (2006a) Testimony of Chairman Ben S. Bernanke. Outlook for the U.S. economy. Before the Joint Economic Committee, U.S. Congress. April 27, En: <http://www.federalreserve.gov>
- Bernanke, B. (2006b) Testimony of Chairman Ben S. Bernanke, Semiannual Monetary Policy Report to the Congress. Before the Committee on Financial Services, U.S. House of Representatives. February 15, En: <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/hh/2006/february/testimony.htm>
- Bernanke, B. (2005) The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit, remarks by Governor Ben S. Bernanke at the Homer Jones Lecture, St. Louis, Missouri, April 14.
- Boughton, J. (1997) Review of: Fundamental determinants of exchange rates. En: *Journal of Economic Literature*, v. 35, iss. 2, pp. 792-793.
- Comin, D. y T. Philippon, (2006) The Rise in Firm-Level Volatility: Causes and Consequences, En: *NBER Macroeconomics Annual 2005*, ed. Mark Gertler and Kenneth Rogoff. Cambridge, Massachusetts: MIT Press. Vía Internet en: <http://www.nber.org/books/macro20/index.html>.
- De Grauwe, P. (2000) The euro-dollar exchange rate in search of fundamentals. University of Leuven and CEPR. Junio.
- De Lecea, A. (2006) Asia and Europe in the global financial system implications for exchange rates, the use of the euro, effects on global imbalances, eu-asia financial market dialogue En: *The euro: lessons for European and Asia financial markets*. En: http://europa.eu.int/comm/economy_finance/events/2006/events_hongkong_240206_en.htm.
- Frankel, J. (2005) *On the renminbi: the choice between adjustment under a fixed exchange rate and adjustment under a flexible rate*. Working Paper 11274. Cambridge. <http://www.nber.org/papers/w11274>
- Fan, G. (2006) Currency asymmetry, global imbalance, and reform of International Monetary System. National Economic Research Institute, Beijing, China. En:
- Fondo Monetario Internacional (2006) World Economic Outlook. Globalization and inflation, abril, Washington, D.C.
- Financial Times Reporters (2006) Greenspan calls for stronger Asian currencies. Abril 12. En: <http://news.ft.com/cms/s/778d9570-c9e5-11da-852f-0000779e2340.html>

- García, A. y Del Río, P. (2002) Convergencia real y nominal en la adhesión a la Unión Europea. En: *Revista Economía Industrial* No. 345, Madrid, España.
- González, J. (2004) El euro seis años después: logros y retos para el futuro. Miembro ejecutivo del BCE, En http://www.ecb.int/press/key/date/2004/html/sp041209_1.es.html
- Hämäläinen, S. (2000) The euro and the dollar-new imperatives for policy coordination, at conference "Transatlantic Financial Policy Co-ordination in an Age of Global Capital Markets", at the European Institute, New York, 18 September, En: <http://www.ecb.int/>
- Instituto Nacional de Estadísticas de China (2006). En: <http://www.stats.gov.cn>
- Issing, O. (2005) The ECB and the euro -the first 6 years: A view from the ECB. En: *Journal of Policy Modeling*, v. 27, iss. 4, pp. 405-20.
- Krugman, P. y M. Obstfeld (2005) *International Economics. Theory and policy*. New York.
- Mallet, V. (2006) IMF suggests China raise interest rates further. Mayo 2. En: <http://news.ft.com/cms/s/f92f7cfc-d9a7-11da-b7de-0000779e2340.html>
- McKinnon, R. (2005) Trapped by the international dollar standard. En: *Journal of Policy Modeling*, v. 27, iss. 4, pp. 477-485.
- Mundell, R (2005) The Case for a World Currency, En: *Journal of Policy Modeling*, v. 27, iss. 4, pp. 465-75.
- Mundell, R. (1961) A theory of optimum currency areas, En: *The American Economic Review*, v. 51, No. 4, pp. 657-665.
- Opler, T., L. Pinkowitz, R. Stulz, y R. Williamson (1999) The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings, En: *Journal of Financial Economics*, Vol. 52 (April), pp. 3-46.
- Reserva Federal (2006) En: <http://www.federalreserve.gov>
- Trichet, J. (2006) Two successes of the euro: the single monetary policy and European financial integration. Conference on experience with and preparations for the euro. organised by the Oesterreichische Nationalbank and the Austrian Federal Economic Chamber together with the Austrian Federal Ministry of Finance and the European Commission Linz En: http://www.ecb.int/press/key/date/2004/html/sp041209_1.es.html
- Truman, E. (2006) A Strategy for IMF Reform. En: *Policy Analyses in International Economics* 77. Institute for International Economics.
- UNCTAD (2006) En: <http://stats.unctad.org/FDI/TableView/tableView.aspx?ReportId=5>
- Volcker, P. (2002) Globalization and the World of Finance. *Eastern Economic Journal*, v. 28, iss. 1, pp. 13-20.
- Wolff, C. (1997) Review of: Exchange rate economics. En: *Journal of Economic Literature*, v. 35, iss. 2, pp. 784-786.