

### *Análisis de la evolución futura del mercado de divisas*

Eduardo Barrera

- La intervención europea para ayudar a los países con riesgo de suspensión de pagos era inevitable, y su tardanza ha producido únicamente el aumento de los costes de emisión.
- Basándose en la experiencia japonesa, China nunca revelará si dejará que el Yuan se aprecie en los mercados. Además, todavía no se ha registrado un cambio significativo en su política de reservas internacionales.
- La crisis financiera ha supuesto un importante avance para el proceso de construcción europea, al homogeneizar y coordinar sus políticas fiscales.
- Las monedas occidentales se depreciarán a corto plazo, mientras que en el largo plazo este proceso se invertiría si finalmente aumentan los problemas de las economías asiáticas y el comercio se recupera en occidente.

La moneda de la Eurozona está cotizando actualmente cerca de sus cambios mínimos de los últimos cuatro años, y ha caído hasta intercambiarse en niveles de 1,20 dólares en los primeros días de Junio. En Mayo, los mercados de divisas cerraron con depreciaciones del euro 14 días de los 19 que cotizó durante el mes. Los inversores están abandonando sus posiciones en la divisa europea ante una intensa llegada de noticias negativas sobre la evolución a medio plazo de su economía.

Sin embargo, los mercados de divisas son los que están sometidos a una presión por parte de las expectativas globales mayor que otros mercados como las bolsas. Paralelamente al proceso de depreciación del euro frente al dólar, la divisa norteamericana se está depreciando respecto a las divisas del sudeste asiático en un entorno en el que se mantienen dificultades al comercio como consecuencia de políticas proteccionistas impuestas durante el cénit de la crisis financiera de finales de la década.

El comercio hacia el exterior se ha colocado como un importante pilar para reactivar la demanda en una situación en la que el consumo doméstico todavía muestra señales de recuperación débiles. Esta preocupación ha alcanzado a las principales economías mundiales, las cuales han elaborado programas de defensa de sus divisas como en Europa, o han variado sus políticas de reservas como China que ha manifestado que está intentando diversificar sus reservas (compuestas mayoritariamente en dólares).

El objetivo de este documento es el de señalar los elementos que determinarán la evolución de los mercados de divisas tanto a medio como a largo plazo, y analizar sus consecuencias.

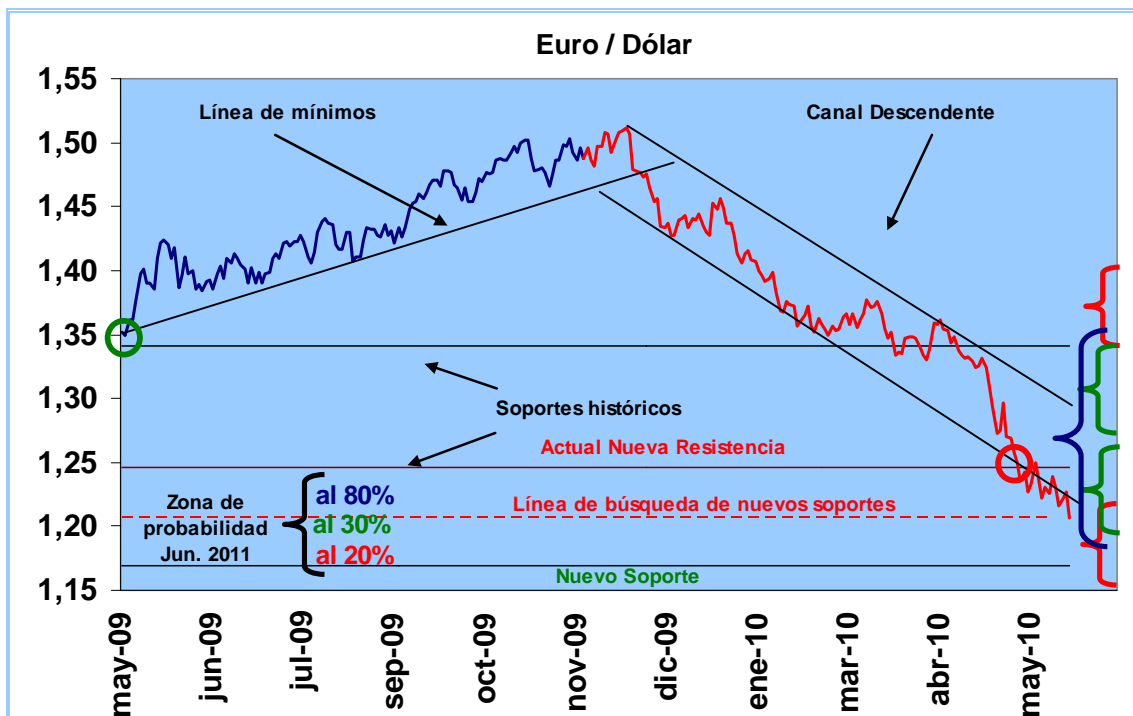


Gráfico de evolución del tipo de cambio durante los últimos dos años. Fuente: CEPREDE

#### Últimas tendencias de evolución del euro

El tipo de cambio euro/dólar comenzó a funcionar en Enero de 1999 a un precio de 1,1789 dólares por euro, y desde entonces la moneda única de 16 de los 27 miembros de la UE se ha sometido a un proceso de apreciación sistemática desde que cayera a su mínimo de 0,89 en Mayo de 2001. La principal razón que ha motivado este proceso a sido la gran competitividad de los productos alemanes hacia el exterior, y el aprovechamiento de sinergias en el mercado interno de la Eurozona que ha producido una explotación más eficiente de sus recursos al distribuir geográficamente sus actividades hacia aquellas áreas en las que las ventajas competitivas son mayores; lo que ha dado como resultado una gran dependencia de los intercambios comerciales sobre la situación económica del resto de países miembro.

Esta dependencia se ha extendido al ámbito financiero, según la cual los agentes económicos han aprovechado para captar el ahorro procedente de agentes con superávit presupuestario, e, indirectamente, las economías europeas se han convertido en unas inversiones más atractivas al estar denominadas en la misma moneda que la de las inversiones alemanas; con el consiguiente abaratamiento del endeudamiento privado y, especialmente, público. Esta dependencia financiera ha producido un aumento del llamado riesgo moral, según el cual **las administraciones públicas de algunos de los miembros de la unión han trasladado un riesgo de su deuda mayor que el determinado en los mercados, en los que no habrían obtenido los volúmenes de capitales que obtuvieron durante el último ciclo expansivo de haber tenido que soportar los verdaderos costes de endeudarse a los niveles registrados**, y no habría producido una expansión de la liquidez del orden vivido durante la década.

El incremento de las relaciones ha producido el aumento de las dependencias entre las economías integradas en la UE, lo que ha derivado en la pérdida de soberanía y el aumento de la coordinación entre sus miembros. La necesidad de un plan de salvamento europeo y de un plan de recompra de deuda se debe a la participación de los bancos alemanes en los pasivos de Grecia y otros países con riesgo de suspensión de pagos, lo que, de no haber intervenido, habría impedido que sus entidades recuperaran sus fondos, lo que a su vez habría derivado en nuevos planes de salvamento bancario (similares a los de compra de activos tóxicos, pero sobre deuda pública). Por tanto, **la intervención europea era inevitable, y lo único que ha producido la tardanza en la elaboración de un plan de rescate es el encarecimiento de las emisiones de deuda, no sólo de los países en problemas, sino**

**del resto de países integrados en la zona del euro.**

Paralelamente, EEUU es un tradicional demandante de ahorro internacional. Coloca su deuda a unos tipos de interés que alcanzaron su máximo en Agosto de 2007 en el 5,6%, de tal forma que el tipo de interés promedio entre 2002 y 2008 se ha limitado al 2,6%. Por tanto, la economía norteamericana ha sido capaz de financiarse con un coste muy bajo, lo que le ha permitido políticas internas expansivas que han generado fuertes crecimientos de su actividad, mientras que adicionalmente se están sus acreedores están siendo perjudicados, ya que la depreciación del dólar está provocando una caída de los rendimientos de la deuda denominada en dicha moneda. El resto de economías occidentales han recurrido a una forma de financiación internacional similar, lo que en el caso alemán ha sido especialmente beneficioso, ya que su capacidad exportadora les ha permitido obtener unos beneficios muy superiores a los rendimientos a los que debía hacer frente para financiarse, e idénticamente está experimentando descensos en el servicio de su deuda denominada en moneda extranjera con la depreciación del euro.

***En el corto y medio plazo***

**Los condicionantes que mantendrían el valor del euro serían factores estructurales y a largo plazo**, ya que en el corto plazo los únicos elementos que pueden contener su devaluación son las políticas preparadas por la UE.

Los bancos centrales europeos están comprando euros a cambio de divisas desde Junio de 2009, momento en el que los activos del Banco de España denominados en moneda extranjera comenzaron a descender a un ritmo superior al 30%, hasta que en Enero de 2010 se ha convertido su saldo de activos extranjeros en negativo. Adicionalmente, el BCE dio la orden a los bancos centrales de reducir las ventas de oro, de tal forma que las tenencias de este metal han aumentado intensamente durante 2010. Este cambio tan brusco de política de reservas se debe a la necesidad del BCE de mantener el valor del euro, ya que éste depende directamente de las tenencias de dicho metal (tradicionalmente el valor de las monedas nacionales suponía una promesa de pago de su banco central para intercambiarla por oro).

Por otro lado, la aproximación de los presupuestos de las administraciones públicas europeas a la suspensión de pagos está motivando la huída de capitales hacia fuera de la comunidad económica ante la percepción del aumento del riesgo de la deuda. El entorno económico que resultó tras la crisis financiera creó una gran aversión al riesgo, por lo que los flujos de capitales están renunciando a mantener posiciones en euros. Este es el principal condicionante al que la moneda única se tendrá que enfrentar a corto plazo, las expectativas de depreciación.

**Las expectativas han sido un factor con una gran influencia en los mercados de divisas tradicionalmente y han mantenido un comportamiento inercial** por el que, una vez anulados los efectos que motivan a una moneda a apreciarse o devaluarse, ésta mantiene esa evolución posteriormente. De esta forma, Japón dejó que se revaluara el Yen en 1985, provocó una caída del valor de sus inversiones en moneda extranjera para un país con una elevada tasa de ahorro. El Yen continuó apreciándose, por lo que su banco central se vio obligado a reducir los tipos de interés, con las consecuencias de reducciones del nivel de precios (deflación) que produjo; lo que sumergió a la economía japonesa en una crisis de la que aún no se ha recuperado. Del mismo modo, el euro se ha apreciado sistemáticamente frente al dólar por el aumento de la capacidad comercial europea frente a EEUU que ha empeorado su balanza comercial hasta el inicio de la crisis; lo que permitió al euro alcanzar niveles frente al dólar para los que los analistas consideraban que la moneda única estaba sobrevalorada.

Trichet está manejando escenarios para los cuales el euro podría depreciarse sistemáticamente frente al dólar, más aún teniendo en cuenta el cambio en las políticas fiscales de los miembros de la Eurozona, que les ha llevado a aumentar los impuestos al capital y a sociedades de capital variable o SICAVS (mercados bursátiles) y el aumento de los impuestos indirectos (lo que afecta a las transacciones financieras de los mercados también); a lo que se añaden pérdidas de eficiencia si finalmente aumentara la regulación en los mercados. En consecuencia, los agentes económicos están evacuando sus fondos hacia el exterior, lo que a su vez está aumentando la oferta de euros en los mercados (ante lo que los bancos centrales, no sólo de la UE, sino también los acreedores extranjeros, están reaccionando aumentando la demanda de euros a cambio de reducir sus reservas en moneda

extranjera). La escapada de capitales produce una depreciación del euro que, a su vez, desanima la inversión extranjera en Europa, de la cual algunos miembros de la UE mantienen una gran dependencia (como en España, donde la inversión extranjera acumuló una caída del 78,8%). Si esta tendencia se mantiene el euro se depreciará, lo que a su vez aumentaría el servicio de la deuda denominada en divisas de los agentes europeos, con las consiguientes dificultades para hacer frente a sus compromisos.

El BCE está teniendo en cuenta que se llegue a una situación así, lo que le está motivando a mantener unos tipos de interés en el 1% (según nuestras estimaciones a partir de la regla de Taylor debería de estar fijado cerca del 3%), a la vez que no ha recurrido a aumentos de la M3, para evitar que el euro se deprecie a toda costa. Esto nos puede dar pistas sobre la subida de tipos, ya que la economía que más altos mantenga sus tipos de interés será la que atraiga una mayor cantidad de capitales, por lo que es probable que, bajo la situación actual, el BCE no eleve sus tipos de interés hasta que así lo haga la Reserva Federal (la cual no elevará el tipo de intervención hasta que no perciba una recuperación económica sólida independientemente del nivel de precios).

### *En el largo plazo*

Los bancos centrales de la UE están recurriendo a adquirir deuda emitida por los tesoros de las administraciones públicas para evitar el aumento de los intereses de la deuda con éxito moderado, con lo que se contendría el aumento de las exigencias de mayores rendimientos en las emisiones de deuda, lo que facilitaría su pago a largo plazo y reduciría la percepción de riesgos para la economía europea, evitando así mayores depreciaciones.

En cuanto a expectativas también es importante advertir que las agencias de calificación irán mejorando los ratings de la deuda de los países de la Eurozona a medida que las posibilidades de hacer frente a sus pagos aumenten, lo que dependerá de la habilidad de los países de mejorar su capacidad para generar ingresos, lo que a su vez depende de la recuperación de la actividad más que del aumento del valor de su patrimonio.

En el plano internacional, cada vez más países están recurriendo a aumentar sus reservas en euros en detrimento de los dólares. Este cambio de política se debía a las dificultades del dólar para mantener su valor en el momento en el que se reveló la crisis económica (crisis de confianza). Sin embargo, las últimas dificultades destapadas en la UE han creado rumores sobre el cambio de política de diversificación entre economías como la China que han sido desmentidos, pero que se aproximan a la realidad, según la cual la cesta de divisas china contiene dólares en más de un 90% todavía. Adicionalmente, han surgido rumores publicados por *The independent* según los que los países del golfo pérsico se habrían planteado sustituir al dólar por el euro como moneda de intercambio de sus transacciones de crudo, pero fueron desmentidas.

Por su parte, es difícil que veamos un cambio de política en el tipo de cambio del Yuan, ya que produciría una caída de las exportaciones de sus productos hacia el extranjero. Una apreciación de la moneda china, aunque fuera de una magnitud restringida, produciría un aumento de las expectativas de apreciación de la divisa. En conclusión, **no podemos determinar con seguridad si finalmente China permitirá una apreciación de su moneda, como parecen indicar el test de estrés realizado para su industria, pero sí podemos señalar que siempre lo negará.**

### *Consecuencias en el comercio*

La depreciación del euro está suponiendo un aumento en la facturación de los agentes exportadores, los cuales están percibiendo un aumento del número de compradores que buscan el mejor precio (estrategias de liderazgo en costes), por lo que estos agentes no son muy exigentes a la hora de requerir mejores calidades para el servicio de los productos.

### *Consecuencias de la crisis para Europa*

Por un lado, la crisis económica ha supuesto un avance muy importante para el proceso de construcción de un espacio económico europeo único. Las dificultades presupuestarias por las que han atravesado sus miembros les han llevado a homogeneizar los gravámenes indirectos, así como a elaborar políticas fiscales idénticas (reducción del número de funcionarios, contención del incremento de salarios y pensiones, reducciones de la inversión pública, etc.). Por lo que se ha avanzado en el único componente en el que los países se habían negado a perder soberanía y que estaba dificultando el proceso de construcción europeo (materia fiscal).

Además, el espacio financiero ha aumentado sus interdependencias, ya que ha sido necesaria la coordinación de políticas y la elaboración de planes de rescate comunitarios.

### *Conclusiones*

En el corto plazo es muy probable que el movimiento de depreciación del euro se mantenga, ya que, aunque no se espera que se agraven los problemas de deuda en ningún miembro de la UE, las expectativas de depreciación y de retraso de las compras desde la UE.

En el futuro, si el comercio mundial se recupera, y la capacidad comercial de los miembros de la Eurozona se incrementa, veremos como el euro se aprecia paulatinamente en un movimiento a largo plazo, apoyado en unos tipos de interés más altos que en EEUU.

Por último, es posible que las dos divisas occidentales se deprecien respecto a las orientales en el corto plazo, especialmente el euro que no cuenta con grandes tenedores internacionales aún. En el largo plazo, esta evolución se podría alterar como consecuencia del sobrecalentamiento de la economía china, con un mercado inmobiliario con riesgo de vivir la misma situación que la vivida en occidente en 2007, aunque sin los inconvenientes derivados del traslado de riesgos financieros como sucedió en EEUU.