



**UNIVERSIDAD DE JAÉN**  
*Facultad de Ciencias Sociales y Jurídicas*

Trabajo Fin de Grado

# **EURO Y DÓLAR ESTADOUNIDENSE, LAS DOS CARAS DE UNA MISMA MONEDA**

**Alumno: José María Torres Medina**

**Enero, 2016**

## RESUMEN

En este trabajo se analiza la situación de las economías de Estados Unidos y de la eurozona, especialmente tras la crisis económica internacional de 2008, examinando la evolución del tipo de cambio entre sus respectivas monedas, dólar estadounidense y euro. Asimismo, se explican los factores determinantes que influyen en la relación cambiaria, centrándonos en el diferencial de intereses, la tasa de inflación y el PIB. Además, se estudia la importancia de las políticas monetarias de los bancos centrales en la relación bilateral entre ambas monedas. Tras el desarrollo de este trabajo, se concluye que la situación económica europea y estadounidense presentan signos de mejoría, aunque los bancos centrales de ambas zonas han adoptado políticas monetarias dispares hasta este momento, conduciéndoles a una recuperación incipiente aunque a diferente velocidad. La actual depreciación del euro (apreciación del dólar estadounidense) puede ser una fuente de oportunidades de ámbito global.

Palabras clave: divisas, tipo de cambio, bancos centrales, eurozona, crisis mundial, política monetaria, euro/dólar.

## ABSTRACT

In this work, the situation of the United States and the eurozone economies is analyzed, especially after the international economic crisis in 2008, examining the evolution of the exchange rate between their currencies: US dollar and euro, respectively. Also, the determinants which influence the exchange relationship, focusing on the interest rate differential, inflation rate and GDP are explained. Moreover, the importance of the monetary policies of central banks in the bilateral relationship between both currencies is studied. After the development of this work, we conclude that European and American economic situations show signs of improvement, although their central banks have taken different monetary policies so far, leading them to an incipient recovery but at different speeds. The present depreciation of the euro (appreciation of the US dollar) can be a source of opportunities globally.

Key words: currencies, exchange rate, Central Banks, euro zone, world economic crisis, monetary policy, euro/dollar.

## ÍNDICE

1. INTRODUCCIÓN .....	5
1.1. Justificación y oportunidad de la investigación.....	5
1.2. Objetivos generales y específicos .....	6
2. METODOLOGÍA .....	6
2.1. Estructura de la investigación.....	7
3. MARCO TEÓRICO Y CONCEPTUAL.....	8
3.1. Problemas en la medición del tipo de cambio .....	8
3.2. Factores determinantes del tipo de cambio.....	9
3.3. La Balanza de Pagos .....	12
3.4. Guerra de divisas .....	16
4. FACTORES DETERMINANTES DEL TIPO DE CAMBIO Y SU EVOLUCIÓN EN LA EUROZONA Y EN ESTADOS UNIDOS DURANTE LA CRISIS ECONÓMICA MUNDIAL.....	17
4.1. Diferencial de intereses .....	17
4.2. Tasa de inflación.....	18
4.3. Producto Interior Bruto.....	20
5. EVOLUCIÓN DEL TIPO DE CAMBIO EURO-DÓLAR ESTADOUNIDENSE.....	22
5.1. Panorama en Europa y en Estados Unidos previo a la aparición del euro .....	22
5.2. Antecedentes a la Gran Recesión .....	24
5.3. Evolución del tipo de cambio euro-dólar estadounidense durante la Gran Recesión.....	26
6. EL PANORAMA ACTUAL CAMBIARIO .....	29
6.1. Análisis de las balanzas de pagos de la eurozona y de Estados Unidos.....	29
6.2. Posicionamiento de los principales bloques de países ante la situación de posible Guerra de Divisas.....	32
6.3. Paridad del euro respecto al dólar estadounidense en 2015 .....	34
7. REFLEXIONES FINALES.....	35
8. BIBLIOGRAFÍA.....	38

## Gráficos

- Gráfico 1: Media anual de tipos de interés del Banco Central Europeo y de la Reserva Federal de EE.UU. .... 17
- Gráfico 2: Tasa de inflación en la eurozona (en porcentaje) ..... 18
- Gráfico 3: Tasa de inflación en Estados Unidos (en porcentaje) ..... 19
- Gráfico 4: PIB de la eurozona y de Estados Unidos (en dólares estadounidenses) ..... 21
- Gráfico 5: PIB per cápita a precios internacionales actuales (PPA) (en dólares estadounidenses anuales) ..... 22
- Gráfico 6: Evolución del tipo de cambio dólar estadounidense/euro desde el inicio de la Gran Recesión hasta 2015 ..... 27
- Gráfico 7: Balanza por cuenta corriente de la eurozona y de Estados Unidos, 2008-2013 (en millones de dólares estadounidenses) ..... 30
- Gráfico 8: Balanza de capital de la eurozona y de Estados Unidos, 2008-2013 (en millones de dólares estadounidenses) ..... 31
- Gráfico 9: Balanza financiera de la eurozona y de Estados Unidos, 2008-2013, en millones de dólares estadounidenses) ..... 32

## **1. INTRODUCCIÓN**

### **1.1. Justificación y oportunidad de la investigación**

Desde que en 2008 estallara la crisis financiera internacional, las economías de los países desarrollados han experimentado, en mayor o menor medida, una generalizada desaceleración o recesión en sus respectivas economías. La economía mundial se contrajo y aún no se ha dejado atrás esta situación de crisis, que perdura en la actualidad.

Estados Unidos y la zona euro son las principales economías del mundo desarrollado. Presentan unos indicadores macroeconómicos y sociales similares (PIB, exportaciones, población, esperanza de vida, etc.) y sufren las consecuencias de la crisis de 2008, aunque sus evoluciones han tenido cierto carácter diferenciado. El euro y el dólar estadounidense son las monedas de la zona euro y de Estados Unidos, respectivamente, y en la actualidad (enero 2016) el tipo de cambio euro/dólar está experimentando una etapa interesante y significativa, en la cual la relación entre ambas se acerca a la paridad.

Por todo esto sería interesante el estudio de la relación cambiaria entre estas dos economías y los factores que han ido alterándola, así como las diferentes medidas adoptadas por las autoridades financieras de ambas zonas y las consecuencias que han acarreado.

## **1.2. Objetivos generales y específicos**

El objetivo general de este trabajo es estudiar el comportamiento de las dos zonas económicas más relevantes del mundo desarrollado en la actualidad (Estados Unidos y la eurozona) en especial durante los años de la Gran Recesión (2008-2014) y los efectos de sus políticas monetarias en la valoración de sus respectivas monedas, además de realizar un análisis de algunos acontecimientos sucedidos en el ámbito cambiario recientemente.

Como objetivos específicos planteamos los siguientes: el estudio de las variables que explican el tipo de cambio en ambas zonas monetarias y las diferencias en algunos aspectos macroeconómicos entre la geografía europea y norteamericana, así como el examen de los acontecimientos clave en la relación cambiaria entre Estados Unidos y la eurozona, estableciendo la relación entre las medidas de política monetaria y la evolución del tipo de cambio bilateral euro-dólar estadounidense.

Para alcanzar estos objetivos, tanto generales como específicos, es necesario conocer las peculiaridades de la zona euro y estadounidense y las variables explicativas del tipo de cambio.

## **2. METODOLOGÍA**

Como hemos mencionado, en este trabajo se analiza el comportamiento de las economías de la eurozona y de Estados Unidos mediante el análisis de datos macroeconómicos y de la cotización bilateral de sus respectivas divisas.

Para abordar el primer objetivo recurrimos a datos macroeconómicos obtenidos de la Oficina Europea de Estadística (EUROSTAT) y de los informes del Banco Mundial. Ambos organismos disponen de una extensa base de datos de las cuales nos nutrimos para obtener la información relacionada con la evolución del tipo de cambio y con los indicadores explicativos de éste.

Para conocer el tipo de cambio euro/dólar estadounidense (€US\$), recurrimos a las publicaciones periódicas que realiza el Banco de España, en las que se manifiestan los tipos de cambio del euro respecto a las principales monedas extranjeras en diferentes horizontes temporales (diario, mensual, anual, etc.).

También han sido de gran utilidad artículos de prensa, los cuales nos han orientado sobre cuáles serían los acontecimientos a tener en cuenta en lo relativo a la política económica para establecer la cronología del tipo de cambio euro/dólar estadounidense desde el inicio de la crisis hasta la actualidad.

Además, se han consultado artículos de revistas especializadas en el ámbito de nuestro trabajo así como manuales y monografías que nos han ofrecido el apoyo teórico necesario para abordar la parte aplicada de esta investigación.

## **2.1. Estructura de la investigación**

Para alcanzar los objetivos planificados, el trabajo se estructura de la siguiente manera: se comienza con la introducción, que está integrada por, la justificación y oportunidad de la investigación y los objetivos generales y específicos. En segundo lugar, se presenta la metodología constituida por las fuentes de información consultadas y por la estructura de la investigación y el tercer apartado corresponde al marco teórico y conceptual. En este punto se enumera, en primer lugar, la problemática en la medición del tipo de cambio, un valor que depende de diversas variables, las cuales están, en su mayoría, interrelacionadas. A continuación se explican los factores determinantes del tipo de cambio bilateral y sus efectos sobre éste, siendo los considerados el diferencial de intereses, la tasa de inflación y la renta per cápita. Finalizamos el marco teórico y conceptual definiendo la balanza de pagos, las cuentas que la componen, su relación con el tipo de cambio y el concepto de guerra de divisas.

En el apartado 4 se lleva a cabo el estudio de los factores explicativos del tipo de cambio, comparando la dispar evolución de éstos en la zona euro y en Estados Unidos (EE.UU.) para obtener una perspectiva del significado del valor del tipo de cambio y los factores que lo condicionan.

En el apartado 5 exponemos la evolución del tipo de cambio del euro/dólar estadounidense, para lo cual revisamos el panorama existente en ambas zonas previo a la aparición del euro, así como su relación con el dólar estadounidense en diversas etapas hasta el comienzo de la Gran Recesión. A partir de 2008 continuamos la explicación de su comportamiento sirviéndonos de un gráfico que muestra la relación cambiaria entre el euro y el dólar estadounidense. A continuación reflejamos una cronología con acontecimientos clave en la evolución de este tipo de cambio. Estos acontecimientos clave se corresponden con

anuncios de medidas de política monetaria por parte tanto del Banco Central Europeo como de la Reserva Federal, resaltando el diferente modo de operar de estas dos instituciones en el mismo periodo de tiempo.

En el apartado 6 se abordan tres temas de actualidad en este ámbito. Primero, el análisis de las balanzas de pagos de la eurozona y de EE.UU. observando cómo puede influir el tipo de cambio de ambas economías en la evolución de los intercambios de bienes, servicios y capitales entre ellas y el resto del mundo. Segundo, se revisa el posicionamiento de los principales bloques de países ante la existencia de una posible Guerra de divisas y, tercero, se examina la actual situación cercana a la paridad euro/dólar estadounidense.

Finalmente, el trabajo se cierra con un apartado de reflexiones finales a modo de conclusión y con la relación de referencias bibliográficas consultadas para su elaboración.

### **3. MARCO TEÓRICO Y CONCEPTUAL**

#### **3.1. Problemas en la medición del tipo de cambio**

El tipo de cambio es el precio de una moneda en términos de otra. La moneda es el numerario que los demás bienes, servicios, factores y activos financieros de un país toman como referencia, por lo que al fijar su precio se determina el precio relativo de todos ellos respecto al exterior. Por esto, todas las variables que influyen en cualquiera de esos bienes, servicios, factores y activos financieros tienen que tener su reflejo en el tipo de cambio.

El tipo de cambio al ser el precio entre dos monedas, es una relación bilateral en la que influyen las variables que afecten a ambas economías. Al mismo tiempo este tipo de cambio debe estar en equilibrio multilateral, esto es, con el resto de tipos de cambio establecidos con las diferentes monedas de los distintos países del mundo. Por esta razón, también debemos tener en cuenta todos los acontecimientos que puedan tener su reflejo en el precio de las divisas de cualquiera de los países que intervengan en el mercado, si bien su capacidad para incidir será mayor o menor en función del peso y tamaño de sus economías y del papel que juegue la moneda en el mercado internacional.

Una de las complicaciones a la hora de identificar variables que afectan al tipo de cambio es el hecho de que la mayor parte de dichas magnitudes están interrelacionadas entre

sí, de tal forma que las variaciones de ellas afectan al resto, resultando a veces difícil aislar los efectos de cada una de ellas.

Al mismo tiempo, el tipo de cambio responde a las expectativas de los agentes sobre el comportamiento de la economía y de otras variables relevantes, haciendo aún más subjetiva y difícil la estimación del tipo de cambio (López, 2014).

### **3.2. Factores determinantes del tipo de cambio<sup>1</sup>**

Existen dos formas de determinar el tipo de cambio:

- Ley de la oferta y la demanda del mercado de divisas.
- Establecido por las autoridades de un país que mantiene fijo el tipo de cambio de su moneda, aunque puede alterarlo de acuerdo a determinadas reglas.

Tanto el dólar estadounidense como el euro se rigen por la ley del mercado, por lo que ignoramos la segunda vía. En un mercado libre y transparente, el tipo de cambio viene determinado por la ley de la oferta y la demanda, como hemos mencionado anteriormente. La demanda de divisas viene condicionada por las importaciones de bienes y servicios y por las salidas de capital al resto del mundo y, por su parte, la oferta de divisas viene determinada por las exportaciones de mercancías y por las entradas de capital extranjero en una economía.

Dicho esto podemos concluir que, si no hay intervenciones en el mercado, la oferta y la demanda de divisas dependerán de los factores determinantes del comercio internacional y de los flujos internacionales de capital, financieros y productivos (Durán y Gallardo, 2013), destacando entre ellos los siguientes: el diferencial de tipo de interés, la tasa de inflación y el producto interior bruto.

- Diferencial de tipo de interés

El diferencial de tipo de interés muestra la rentabilidad relativa de las diferentes monedas. Estos tipos de interés son los fijados por los bancos centrales, siendo una de sus principales herramientas en materia de política monetaria. Por norma general unos mayores tipos de interés atraerán a capital extranjero, lo que provocará una apreciación de la moneda en cuestión, ya que el mercado de divisas se rige por la ley de la oferta y la demanda.

---

<sup>1</sup> El contenido de este apartado se ha realizado con base en Durán y Gallardo (2013).

- Teoría de la paridad de los tipos de interés

Explica la relación que hay en un momento determinado entre el tipo de cambio al contado y a plazo. Cuando el tipo de cambio a plazo de una divisa es superior al tipo de cambio al contado, se dice que la divisa cotiza con prima. Por el contrario, si el tipo de cambio a plazo es menor al tipo de cambio al contado, se dice que dicha divisa cotiza con descuento. En una relación bilateral, la divisa que cotice con prima respecto a una segunda divisa implica que esta última cotice con descuento respecto a la primera.

La conclusión de esta teoría es que mediante el arbitraje se igualarán el diferencial de tipos de interés con el tipo de interés implícito en un libre mercado.

- Tasa de inflación

La inflación se define como un aumento sostenido y generalizado en el tiempo del nivel general de precios de los bienes y servicios elaborados por una economía, en detrimento del poder adquisitivo del consumidor. Para la medición de la inflación se utiliza, entre otras medidas, el Índice de Precios al Consumo o IPC. El IPC indica las variaciones de precios de distintos productos que un consumidor tipo (urbano medio) suele adquirir. El indicador de referencia es el valor de la “cesta básica”, un conjunto de productos que un consumidor adquiere mensualmente para su día a día y que entendemos como indispensable para vivir, registrando sus precios y las respectivas alteraciones.

La tasa de inflación se puede definir como el porcentaje de variación del nivel general de precios entre dos periodos consecutivos de tiempo (años, trimestres, meses, etc.). El caso contrario a la inflación sería la deflación, una disminución continua y generalizada del nivel general de precios de una economía.

Una de las teorías más utilizadas para explicar la evolución del tipo de cambio a largo plazo es la Teoría de la Paridad del Poder Adquisitivo, que toma como punto de partida la Ley de Precio Único.

- Ley de Precio Único

En condiciones de libre competencia y en ausencia de costes de transporte y barreras al comercio, un bien debe tener un único precio en cualquier país.

Ejemplo:

Un ordenador portátil cuesta 379 € en España. El mismo ordenador portátil cuesta 349 US\$ en Estados Unidos. Supongamos que el tipo de cambio es el existente el 22/01/2008 de 1,5977 dólares estadounidenses por euro, uno de los valores históricamente más elevados del euro respecto a la divisa norteamericana ( $349 \text{ US\$} : 1,5977 \text{ US\$/€} = 218,43 \text{ €}$ ).

El mismo ordenador portátil costaría 160,57€ menos en Estados Unidos que en España, por lo que sería lógico que se prefiriese EE.UU. en lugar de España para ser comprado. Este ahorro motivaría un aumento de la demanda del ordenador en Estados Unidos y un descenso de la demanda en España, lo que provocaría un aumento del precio en dólares y una disminución del precio en euros.

¿Hasta cuándo este movimiento en el valor de las divisas?

Según esta ley, hasta que el precio para el mismo bien fuese el mismo.

¿Cuál sería el tipo de cambio que igualara los precios?

$349 \text{ US\$/}379 \text{ €} = 0,9208 \text{ US\$/€}$  Con este precio (valor de la divisa) resultaría indiferente comprar el ordenador en Estados Unidos o en España. Por tanto, el tipo de cambio señalado en el ejemplo supone un euro apreciado y un dólar depreciado respecto a su paridad.

- Teoría de la Paridad del Poder Adquisitivo (PPA)

Suponiendo que la ley de precio único se cumpliera para todos los bienes, también debería cumplirse cuando en lugar del precio de un único bien se utilice un índice de precios de una “cesta” de bienes y servicios.

La teoría de la PPA afirma 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, para lograr así la igualdad de poder adquisitivo o capacidad de compra de ambas monedas.

Cuando se produce un aumento en la cantidad de dinero en el país analizado, manteniéndose constantes el resto de variables, tiene lugar un aumento en el nivel de precios (inflación), esto haría que se perdiese poder adquisitivo en relación a un país extranjero, pues sería necesario más dinero para tener acceso a los mismos bienes y servicios, por lo que la moneda nacional se depreciaría respecto a las demás divisas.

La consecución de la estabilidad de precios es uno de los objetivos más importantes del Banco Central Europeo (BCE), siendo, de hecho, recogido en el Tratado de la Unión Europea. El propio BCE establece la estabilidad de precios mediante el criterio de una inflación inferior (aunque próxima) al 2 por 100 (Banco Central Europeo, 2016).

- Producto Interior Bruto

El Producto Interior Bruto mide el valor de mercado de todos los bienes y servicios finales que se producen en un país durante un periodo de tiempo determinado. Esta es la variable principal de la contabilidad nacional de un país.

La macromagnitud que permite la comparación del nivel de vida entre distintos países es el PIB *per cápita* equivalente al PIB dividido por los habitantes de dicho país o zona (aunque más útil suele ser el PIB per cápita por paridad del poder adquisitivo).

El PIB per cápita por paridad del poder adquisitivo (PPA) es el producto interior bruto convertido a dólares internacionales empleando las tasas de paridad del poder adquisitivo. Un dólar internacional sería la unidad que nos otorga el mismo poder de compra sobre el PIB que el que posee el dólar de Estados Unidos en su propia economía, sirviéndonos de base.

La relación entre la renta real y el tipo de cambio se establece en los siguientes términos: cuando aumenta la renta real de los ciudadanos en un determinado país, repercute directamente en las importaciones y exportaciones. Generalmente un aumento de la renta hace que, al aumentar el poder adquisitivo de los ciudadanos, compren más productos extranjeros. Estas importaciones de mercancías generan un aumento de la demanda de la moneda extranjera en la que están expresados dichos productos, apreciándose la divisa extranjera y, en contrapartida, depreciándose la moneda nacional. El efecto contrario ocurre cuando la renta real disminuye, produciéndose como consecuencia una apreciación de la moneda nacional.

Destacamos así la relación evidente entre los precios y la renta, ya que la teoría de la paridad del poder adquisitivo pone ambas variables en contacto.

### **3.3. La Balanza de Pagos<sup>2</sup>**

La Balanza de Pagos es un documento contable en el que se registran todas las operaciones derivadas del comercio de bienes y servicios, así como las que entrañen

---

<sup>2</sup> El contenido de este apartado se ha realizado con base en Herrarte (2004).

movimiento de capital, entre unos países y otros. Del registro de sus operaciones se hacen cargo los bancos centrales de los distintos países.

La Balanza de Pagos recoge:

- Los ingresos procedentes del resto del mundo (exportaciones de bienes y servicios y entradas de capital extranjero).
- Los pagos realizados por un país al resto del mundo (importaciones de bienes y servicios y salidas de capital interno al resto del mundo).

Por definición, la balanza de pagos está equilibrada, es decir, el sumatorio de todos los ingresos procedentes del resto del mundo debe ser igual a la suma de los pagos efectuados al resto del mundo.

Balanza de Pagos = Ingresos del resto del mundo (exportaciones y entradas de capital) – Pagos al resto del mundo (importaciones y salidas de capital) = 0.

Las cuentas que componen la balanza de pagos se distinguen según la naturaleza de los recursos económicos suministrados y recibidos, siendo éstas tres:

1. Balanza por cuenta corriente.
2. Balanza de capital.
3. Balanza financiera.

- **Balanza por cuenta corriente**

Recoge las transacciones derivadas del comercio de bienes y servicios, los ingresos y pagos derivados de las rentas del trabajo y del capital, y los ingresos y pagos derivados de las transferencias unilaterales sin contrapartida (remesas de inmigrantes).

A su vez se divide en otras sub-balanzas:

- a) Balanza comercial: Ingresos - Pagos derivados del comercio de mercancías (bienes).
- b) Balanza de servicios: Ingresos – Pagos derivados del comercio de servicios.
- c) Saldo o Balanza de Rentas: Ingresos – Pagos relativos a las rentas del trabajo y las rentas del capital (dividendos e intereses).
  - a. Rentas del trabajo: Rentas pagadas por el resto del mundo a residentes interiores – Rentas pagadas por España a residentes extranjeros.

b. Rentas del capital: Las rentas del capital se refieren a los ingresos y pagos derivados de los rendimientos del capital (dividendos e intereses).

d) Saldo o Balanza de Transferencias: Ingresos y pagos procedentes de transferencias unilaterales sin contrapartida. Este es el caso de las remesas de inmigrantes, que es cuando un inmigrante envía dinero a su país de origen para sustentar a su familia allí, las subvenciones y, por ejemplo, las ayudas sin contrapartida realizadas por la Unión Europea a los países miembros.

La suma de las balanzas que componen la balanza por cuenta corriente da lugar al saldo de la balanza por cuenta corriente. Cuando el saldo de la balanza por cuenta corriente es positivo significará que el país presenta un superávit por cuenta corriente. Si por el contrario, el saldo de la balanza es negativo, hablaremos de un déficit por cuenta corriente.

- **Balanza de capital**

Esta balanza incluye:

1. Transferencias de capital unilaterales, sin contrapartida, que no modifican la renta nacional, como es el caso de los fondos de cohesión de la Unión Europea y la condonación de deudas.
2. Compra y venta de activos intangibles (patentes, marcas, derechos de autor, etc.).

Tanto la Balanza por cuenta corriente como la Balanza de capital suelen interpretarse conjuntamente, indicando su saldo la capacidad o necesidad de financiación de un país frente al resto del mundo.

Cuando el saldo conjunto de la cuenta corriente y de la cuenta de capital es positivo, significa que dicho país presenta unos ingresos mayores a sus pagos o lo que es lo mismo “capacidad de financiación”. Este exceso le permite financiar los pagos que el resto del mundo contrae con él, es decir, el resto del mundo se endeuda con dicho país.

Si por el contrario, el saldo conjunto de cuenta corriente y de capital es negativo, significa que dicho país presenta unos pagos mayores a sus ingresos, presentando una “necesidad de financiación”. En esta situación el país se endeuda frente al exterior, de forma que ese déficit debe ser financiado por el resto del mundo. En esta situación se incrementa la deuda externa del país, lo cual le dificulta el acceso a financiación, pues deberá pagar unos mayores intereses por dicha deuda.

- **Balanza por cuenta financiera**

Esta balanza recoge la diferencia entre las entradas y salidas de capital procedentes del resto del mundo. Se producen entradas de capital cuando se venden activos interiores a residentes extranjeros. Se producen salidas de capital cuando se compran activos exteriores a residentes extranjeros. Las transacciones que se recogen en la cuenta financiera son:

- Inversiones (directas y de cartera).
- Depósitos.
- Préstamos.
- Balanza de transacciones de reservas oficiales.

Cuando un país invierte en el exterior, se convierte en acreedor del país en el que invierte. En caso contrario, cuando un país extranjero invierte en nuestro país, concluiremos que nuestro país es un deudor del primero. Cuando el saldo de la balanza financiera es positivo, ha habido más entradas de capital que salidas, por lo tanto nuestro país es deudor. Se dice que ha habido una entrada neta de capitales. Por el contrario, cuando el saldo de la balanza financiera es negativo, ha habido más salidas de capital que entradas, por lo tanto nuestro país es acreedor frente al resto del mundo. Hablaríamos de una salida neta de capitales.

¿Existe relación entre la Balanza de Pagos y el tipo de cambio?

Como hemos explicado en este apartado, la balanza de pagos está compuesta por tres cuentas: cuenta corriente, capital y financiera. El principio es el mismo en todas ellas, reflejando las relaciones de intercambio de una economía con el exterior, ya sea a través de intercambio de bienes y servicios, rentas o capital. Todas estas operaciones son realizadas por las distintas economías en sus respectivas monedas o divisas, por lo cual es obvia la influencia del valor de estas últimas en el desarrollo de las operaciones.

Ilustremos esta cuestión con un ejemplo entre las dos monedas que nos ocupan en este trabajo: Si una empresa andaluza vende aceite a Estados Unidos por valor de 60.000 US\$, se consideraría una exportación, sumando en los ingresos por exportaciones en la Cuenta Corriente. España, en esta operación, se convertiría en acreedora por valor de 60.000 US\$. La empresa andaluza que recibe los dólares estadounidenses los cambiaría en el Banco Central por la moneda única europea, el euro.

Vemos que desde el punto de vista del intercambio de bienes y servicios hemos exportado bienes y servicios a EE.UU., pero desde el punto de vista monetario, el BCE ha importado dólares, los que la empresa les cambió por euros. Un aumento en la demanda de dólares estadounidenses hace que éste se aprecie respecto al euro, lo que por una parte entraña un aumento del poder adquisitivo para el dólar pero también reduce su competitividad en precios en lo que a exportaciones se refiere.

Por el contrario, un dólar norteamericano depreciado respecto al euro motivará un aumento de las importaciones de bienes y servicios estadounidenses y, como contrapartida, un aumento de las exportaciones para la economía estadounidense.

### **3.4. Guerra de divisas**

Durante estos años de crisis no han sido pocas las voces que han advertido de la posibilidad de desencadenamiento de una guerra de divisas. En las asambleas de otoño de 2010 del Fondo Monetario Internacional fue el ministro de Brasil, Guido Mantega, quien afirmó que las principales potencias habían entrado en una “Guerra de divisas”.

#### ¿Qué es una guerra de divisas?

Una guerra de divisas, también conocida como “devaluación competitiva”, es un entorno en el cual los bancos centrales devalúan sus monedas correspondientes mediante los instrumentos de los que dispongan (generalmente bajando los tipos de interés), con el fin de mejorar su economía local en perjuicio de los demás países. Es por ello que estas medidas también son llamadas como políticas de “empobrecer al vecino”, pues se busca un saneamiento de la economía mediante el incremento del saldo de la balanza comercial, creando un déficit en la contraparte.

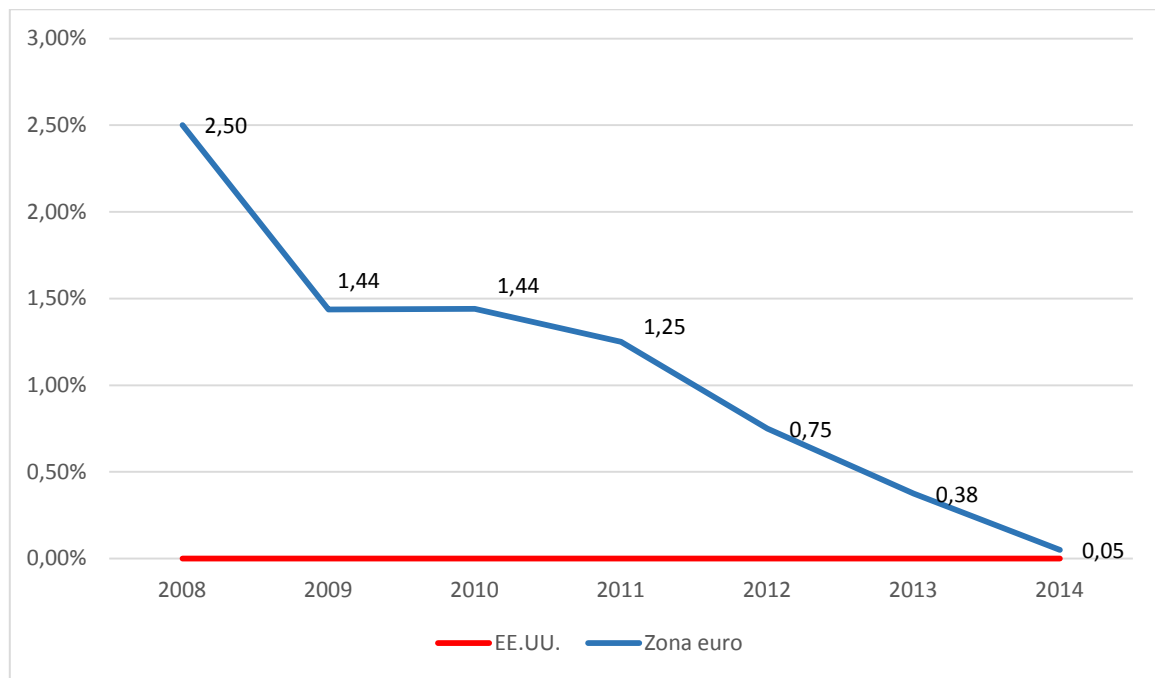
La guerra de divisas no es un acontecimiento nuevo, pues ya en la Gran Depresión de los años 30 se utilizó la práctica de debilitar la moneda nacional como medio para estimular las exportaciones de un país, con nefastas consecuencias por aquel entonces y considerada la antesala del “proteccionismo económico”(Steinberg, 2010).

#### 4. FACTORES DETERMINANTES DEL TIPO DE CAMBIO Y SU EVOLUCIÓN EN LA EUROZONA Y EN ESTADOS UNIDOS DURANTE LA CRISIS ECONÓMICA MUNDIAL

##### 4.1. Diferencial de intereses

En el gráfico 1 mostramos la evolución del tipo de interés establecido por el BCE y el establecido por la Reserva Federal estadounidense (FED). Como se comenta en el siguiente apartado, en el que analizamos la evolución del tipo de cambio euro/dólar estadounidense, se hace patente la divergencia en política monetaria de Estados Unidos y de la zona euro, al menos durante los primeros años de la crisis.

Gráfico 1: Media anual de tipos de interés del Banco Central Europeo y de la Reserva Federal de EE.UU.



Fuente: Eurostat y elaboración propia.

Mientras la FED bajó los tipos de interés hasta el 0 por 100 a finales de 2008, el BCE demoró esta situación hasta el presente año (2015). La tendencia en ambas economías, no obstante, ha sido la de bajar los tipos de interés aunque a diferentes velocidades.

Se hace evidente la relación entre la bajada de los tipos de interés del euro por parte del BCE y la depreciación del euro con respecto al dólar estadounidense y el resto de las principales monedas. Al ofrecerse una menor rentabilidad por los depósitos en euros se disminuye la demanda de éstos, depreciándose la moneda.

Se observa cómo la actual paridad con el dólar se ha dado cuando los tipos de interés del euro han bajado hasta el 0 por 100, momento en el que ya no resulta tan atractiva la moneda europea en comparación con el dólar estadounidense. En la zona euro uno de los motivos para la bajada de tipos de interés, además de para incentivar las exportaciones y revitalizar la economía, ha sido la amenaza de la deflación que se vive en la actualidad, que se analiza en el siguiente apartado.

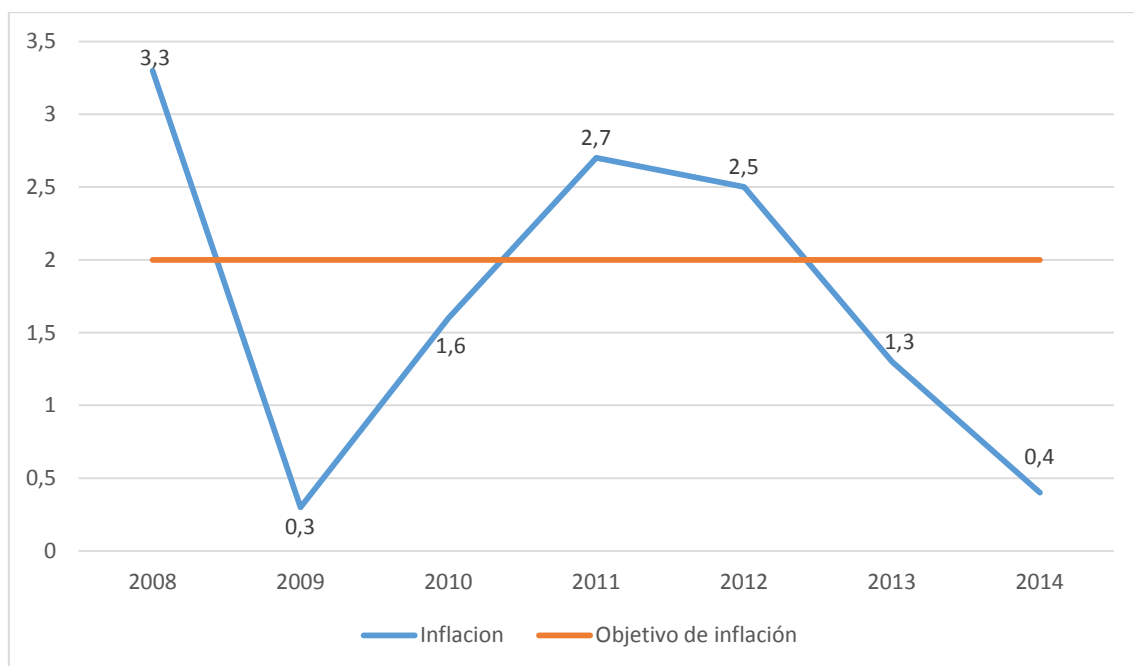
En el Capítulo 5 examinamos las distintas políticas monetarias, relativas a la fijación de los tipos de interés, adoptadas por los Bancos Centrales, europeo y estadounidense, durante la Gran Recesión.

#### 4.2. Tasa de Inflación

En el gráfico 2 se representa la variación de la tasa de inflación en la eurozona expresada en porcentajes y el objetivo marcado por el BCE, situado en el 2 por 100.

Podemos observar que las medidas tomadas en materia de política monetaria por el BCE han conseguido mantener la inflación en unos niveles aceptables con respecto al objetivo de 2 por 100. Aun así apreciamos una tendencia a la baja a partir de 2012, donde se pasa del 2,5 por 100 al 1,3 por 100, que aún continúa (0,4 por 100 en 2014).

Gráfico 2: Tasa de inflación en la eurozona (en porcentaje)



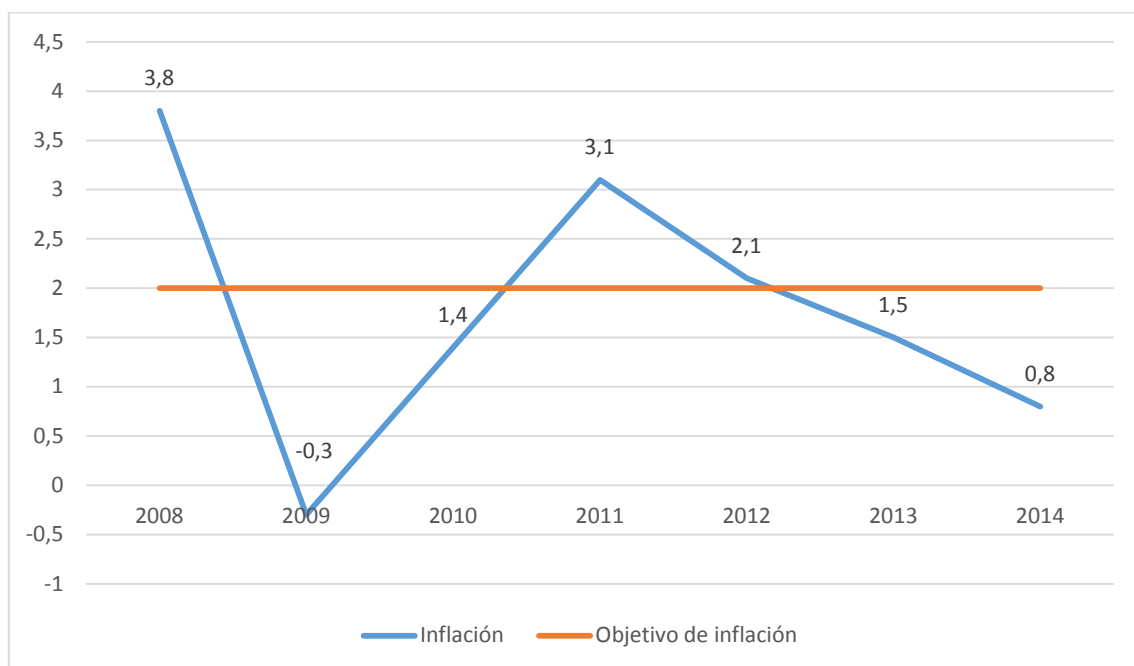
Fuente: Eurostat, Banco Mundial y elaboración propia.

En 2014 la tasa interanual de inflación fue negativa en el mes de diciembre para los países de la eurozona con un valor de -0,2 por 100, presentando riesgo de deflación y cayendo a niveles de 2009 (considerado el año más difícil de la crisis económica y financiera actual). La tasa negativa en diciembre de 2014 fue resultado de una caída en los precios de la energía (-6,3 por 100 respecto a diciembre del año anterior), ya que sin embargo los precios no variaron en el segmento de alimentos, alcohol y tabaco, aumentando incluso en el sector servicios, según el Boletín de Noviembre del BCE (Banco Central Europeo, 2016)

En España, el diferencial de inflación respecto a la zona euro se situó en -0,6. En 2014 la inflación alcanzó un máximo del 0,3 por 100 en enero, descendiendo a partir de entonces (con excepción del mes de abril) hasta cerrar el año con un -1,1 por 100 en diciembre.

En el gráfico 3 se observa cómo el comportamiento de la inflación en Estados Unidos ha seguido una tendencia similar a la inflación en la eurozona. Se percibe la baja inflación en el periodo 2009 y la tendencia a la bajada de precios a partir del año 2012. En 2014 la inflación se situó en el 0,8 por 100, el dato más reducido desde el anteriormente citado periodo de 2009. La caída en los precios también puede estar justificada por el desplome en los precios de la energía (4,7 por 100), siendo significativa la caída de un 9,4 por 100 en el precio de la gasolina.

Gráfico 3: Tasa de inflación en Estados Unidos (en porcentaje)



Fuente: Banco Mundial y elaboración propia.

Estos datos de baja inflación, además de estar motivados por la caída de los precios del petróleo, también se deben a la renovada fortaleza del dólar estadounidense respecto a las principales monedas mostrada desde finales de 2014. Para combatir esta baja inflación la Reserva Federal estadounidense se ha planteado una subida de los tipos de interés por primera vez desde que se iniciara la crisis en 2008 y los situara en torno al 0 por 100 (Faus, 2015)<sup>3</sup>.

A la vista de los datos de la inflación en la zona euro y en EE.UU., resaltamos la parecida evolución de dicho indicador en ambas zonas a lo largo de estos años de crisis económica y apreciamos cómo en la actualidad las dos áreas geográficas están pasando por un periodo de baja inflación. La mayor diferencia entre ambas tendencias la encontramos en el intervalo desde 2011 hasta nuestros días. Mientras Estados Unidos presenta una bajada de la inflación, la zona euro mantiene unos niveles mayores de inflación en 2011-2013, acercándose a su objetivo. Como se ha señalado en el marco teórico, la relación con el tipo de cambio se manifiesta en tanto en cuanto la moneda estadounidense ha experimentado un fortalecimiento respecto al euro desde esta fecha hasta nuestros días y, en la actualidad, la paridad entre dólar estadounidense y euro se produce cuando las inflaciones de ambas economías se han igualado, cumpliéndose la Teoría de Paridad de Poder Adquisitivo.

En junio de 2015, la tasa de inflación en la zona euro se sitúa en el 0,2 por 100 interanual (0,7 por 100 acumulado), habiendo llegado a la temida deflación en enero de este mismo año cuando se alcanzó una cifra de un -1.6 por 100 acumulado (Domínguez, 2015).

Estados Unidos no se ha librado de esta tendencia y también registra deflación en el primer cuatrimestre de 2015, tocando fondo en abril con una tasa del -0,2 por 100 interanual. Los datos de junio de 2015, sin embargo, reflejan un aumento de los precios, dejando la inflación acumulada durante 2015 en un valor del 1,6 por 100.

### **4.3. Producto Interior Bruto**

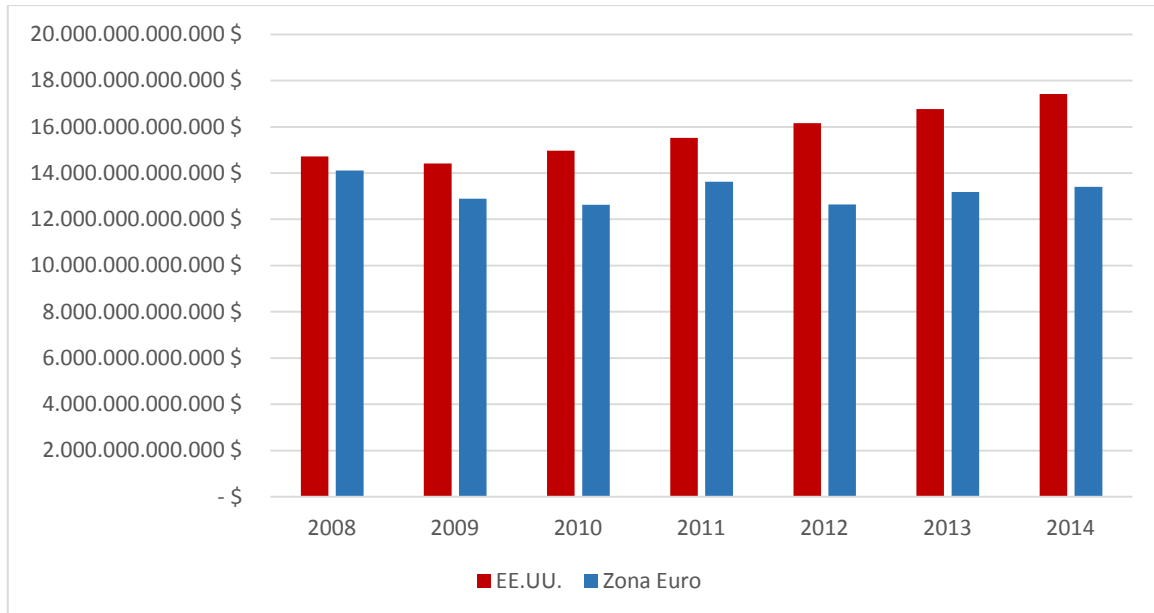
El PIB es el indicador por excelencia y el utilizado para comparar la evolución de la economía en un país u otro. Sin embargo, hay otro indicador que refleja mejor la marcha económica de un país, el PIB *per cápita*.

---

<sup>3</sup> En el momento de cierre de este trabajo la Reserva Federal ha aplicado una política de subida paulatina y gradual de tipos de interés como muestra de la confianza de las autoridades monetarias en la solidez de la economía estadounidense (Diario El País, 17 de diciembre de 2015).

En el gráfico 4 observamos el PIB de la zona euro y de EE.UU. durante el periodo de la Gran Recesión, apreciándose un moderado crecimiento en el caso europeo y un ritmo mayor en la economía estadounidense, sobre todo a partir de 2010.

Gráfico 4: PIB de la eurozona y de Estados Unidos (en dólares estadounidenses)



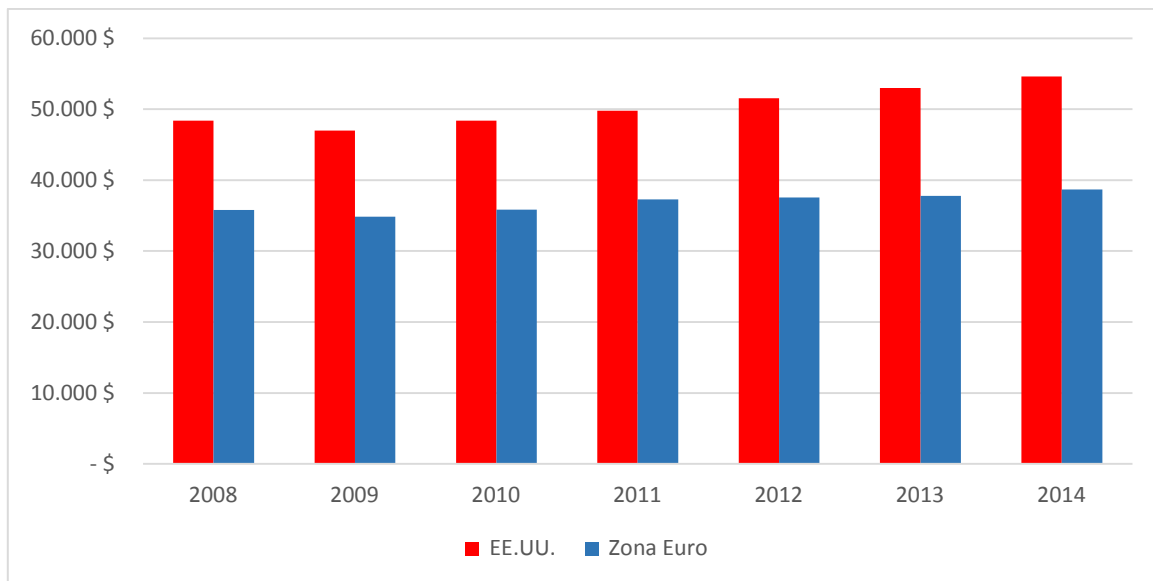
Fuente: Banco Mundial y elaboración propia.

En relación al PIB *per cápita*, en el gráfico 5 se aprecia la diferencia entre el estadounidense y el de la eurozona, siendo mayor el primero.

Se observa que la menor diferencia entre ambas economías tiene lugar en 2009, la cual es de 12.133,10 dólares internacionales al año, justo al comienzo de la crisis. Los dos siguientes años las dos zonas se mantienen relativamente constantes para empezar a ampliarse dicha distancia a partir de 2012. Es curioso cómo, a pesar del crecimiento de la economía estadounidense, el euro se mantiene apreciado respecto al dólar en esta etapa.

Sí se puede observar cómo en 2013 y 2014 el aumento del PIB *per cápita* estadounidense hace que dicha diferencia se amplíe. Es en este último año y en 2015 cuando la moneda europea empieza su debilitamiento, entre otros motivos por las medidas adoptadas por el BCE y que podemos deducir por la mejora de la economía europea en este último año.

Gráfico 5: PIB per cápita a precios internacionales actuales (PPA) (en dólares estadounidenses anuales)



Fuente: Banco Mundial y elaboración propia.

Este indicador es importante por cuanto afecta a las exportaciones/importaciones. Por regla general, cuanto mayor PIB *per cápita* tiene un país, sus habitantes gozan de mayor poder adquisitivo. Esto se traduce en un aumento del consumo, que bien puede ser mediante importaciones de productos del exterior. Un aumento de las importaciones suele conllevar como, uno de sus últimos efectos, una depreciación de la moneda nacional.

La pregunta que nos formulamos es la siguiente: ¿por qué se depreciaría la moneda nacional si la economía crece? Cuando las importaciones crecen en mayor medida, superando a las exportaciones, tiene lugar un déficit en la balanza comercial. Se demandará más moneda extranjera (para pagar los productos adquiridos) y con ello habrá una tendencia a la apreciación de ésta, con el consecuente impacto negativo para nuestra propia moneda.

## 5. EVOLUCIÓN DEL TIPO DE CAMBIO EURO-DÓLAR ESTADOUNIDENSE

### 5.1. Panorama en Europa y en Estados Unidos previo a la aparición del euro

Durante la segunda mitad de los 90, el dólar estadounidense estaba depreciado respecto a las monedas de la Unión Europea, pues recordamos que aún no existía el euro. Sin embargo, existían voces que auguraban un cambio de tendencia, volviéndose a fortalecer la moneda estadounidense.

Los indicadores que presagiaban una apreciación del dólar estadounidense eran los siguientes:

- Fuerte crecimiento, sostenido y estable de la economía estadounidense, en contraposición a la situación recesiva y de desequilibrio de la europea.
- El dólar estaba subvalorado respecto a las monedas europeas en términos de paridad de compra.

A corto plazo el factor que determina en mayor medida el tipo de cambio es la paridad de intereses. Como ya expresamos anteriormente, mediante arbitraje, los fondos se moverían hacia aquella moneda con mayor tipo de interés, refiriéndonos a instrumentos homogéneos y sustituibles.

En esta etapa los tipos de interés son más altos en la zona del marco alemán que en EE.UU., por lo que los fondos tienden a demandar dicha moneda, produciéndose un aumento de la demanda del marco alemán que se traduciría en una apreciación de esa divisa en detrimento del dólar estadounidense. En 1994 la Reserva Federal sube los tipos de interés para sortear la eminente inflación debida al crecimiento de la economía americana. Por su parte, el Bundesbank baja los tipos de interés para evitar una mayor recesión de la economía.

Sin embargo, al margen de lo que se podría suponer, el dólar estadounidense no se apreció sino que continuó depreciado. Las razones que nos llevan a entender este hecho residen en que se deben tener en cuenta más variables además de la paridad de intereses, como lo son las situaciones de equilibrio.

A nivel interno se debe crecer dentro de los límites del crecimiento potencial de un país (renta de pleno empleo), esto es sin tensiones importantes en los precios y un paro estable. A nivel externo debe haber situación de relativo equilibrio en la balanza de pagos, pudiéndose dar un déficit que sea posible sufragar con capital extranjero.

Es en este punto en dónde la economía estadounidense era más débil, esto es, una situación con un crecimiento por encima de su potencial y un fuerte desequilibrio en la balanza de pagos (déficit) contrastaba con un crecimiento por debajo de lo potencial y un superávit en la balanza de pagos de los países de la Unión Europea, lo que hacía perder fuerza a su divisa (De la Dehesa, 1997).

## 5.2. Antecedentes a la Gran Recesión

### *El euro*

El 1 de enero de 1999 entra en vigor el euro, la moneda común que adoptan los países pertenecientes a la Unión Económica y Monetaria Europea (UEME), un grupo de países enmarcados dentro de la Unión Europea. Estos países fueron once inicialmente (Alemania, Austria, Bélgica, España, Finlandia, Francia, Irlanda, Italia, Luxemburgo, Países Bajos y Portugal), adhiriéndose Grecia en último lugar, en 2001. En la actualidad son 19 países los integrantes de la UEME, uniéndose Eslovenia, Chipre, Malta, Eslovaquia, Estonia, Letonia y Lituania a los doce primeros.

Aunque el euro comenzase a cotizar internacionalmente el 1 de enero de 1999 no fue hasta tres años después 1 de enero de 2002 cuando empezó a circular por los países de la Unión Económica y Monetaria Europea (UEME) (Martínez Estévez, 2014).

### *Primeros años del euro y su relación con el dólar estadounidense*

La moneda única europea vivió una fuerte depreciación desde el momento de su nacimiento, siendo el tipo de cambio bilateral euro-dólar de 1,16675 euros por dólar estadounidense. El mínimo histórico se registró el 26 de octubre de 2000, cuando el tipo de cambio fue de 0,8229 €US\$. Tras un periodo de consolidación se iniciaría una etapa de apreciación acelerada durante buena parte de la década de los 2000.

¿Qué variables explicarían las bruscas caídas, cambios de opinión de agentes y posterior apreciación del euro?

- Diferencial de crecimiento de productividad: Uno de los motivos explicativos de la depreciación del euro respecto al dólar estadounidense en los primeros años de vida de la moneda única europea fue el diferencial de crecimiento de productividad de EE.UU. con respecto a la eurozona. Es decir, la productividad norteamericana era mayor que la productividad media en la eurozona. La burbuja tecnológica en EE.UU. se tradujo en crecimientos diferenciales de la productividad de dicho país y se prolongó hasta el pinchazo de dicha burbuja en 2000.
- Déficit por cuenta corriente y deuda soberana: Abultados déficits por cuenta corriente y un desorbitado nivel de deuda también conducen a la depreciación del dólar estadounidense.

- Entrada de capital extranjero: Hasta el año 2000 se produce una fuerte entrada de capital mediante inversión directa en Estados Unidos. Es en este mismo año cuando la inversión directa asciende al 3 por 100 del PIB. Esta tendencia comenzó en 1992 y estuvo motivada por la superior rentabilidad de los activos norteamericanos, que hacían del dólar estadounidense una moneda atractiva para el ahorro externo, provocando una fuerte apreciación del dólar por su mayor demanda.

Es a partir de 2000 cuando la tendencia cambia, sustituyéndose las entradas de capital extranjero hacia el sector privado en Estados Unidos por adquisiciones de renta fija (bonos del tesoro).

### ***Depreciación del euro respecto al dólar estadounidense (1999-2001)***

Existe un trabajo interesante de Hans-Werner *et al.* (2001)<sup>4</sup> en el cual los autores tratan de justificar la fuerte depreciación del euro entre 1999 y 2001, esto es, justo antes de su aparición y circulación dentro de la eurozona.

Según su teoría, existirían dos factores explicativos de esta fuerte depreciación:

1. La conversión de activos líquidos no declarados (dinero negro) antes de la aparición de la moneda (el euro). Los agentes tenían como fin transformar estos activos en moneda nacional, pero no fue posible hasta el 1 de enero de 2002, fecha en la que comenzó a circular físicamente la moneda única, optando en su lugar por convertir los activos en dólares.
2. El cambio de moneda (marco alemán por dólar estadounidense) por tenedores de marcos de Europa oriental (Polonia, Hungría, antigua Yugoslavia y Turquía), que en los años 90 apostaron por el marco alemán. Ante la incertidumbre de la nueva moneda optaron por el cambio a la moneda más fuerte por aquel entonces, el dólar estadounidense.

### ***Apreciación del euro respecto al dólar a partir de 2001***

A partir de 2001 y sobre todo con la aparición del euro en términos físicos y su circulación, el proceso se invierte, experimentando el euro una apreciación con respecto al dólar estadounidense. Con la circulación de la moneda única los inversores constataron la

---

<sup>4</sup> Tomado de Martínez (2004).

flexibilidad y normalidad en las transacciones, provocando esto un aumento de la demanda de euros y su consecuente apreciación.

Desde la otra parte (EE.UU.) también había factores que influían en esta corriente apreciativa del euro con respecto al dólar.

1. Lenta recuperación de la economía estadounidense tras la “Crisis de las Puntocom”, en la cual se produjo la quiebra de numerosas empresas ligadas al nuevo sector de Internet debida a la burbuja especulativa creada en torno a ellas.
2. Déficit fiscal estadounidense y por cuenta corriente, que hacían desconfiar de la fortaleza de la moneda.
3. Mantenimiento de bajos tipos de interés por parte de la Reserva Federal, con el objetivo de mantener un dólar depreciado con respecto al resto de monedas.

### **5.3. Evolución del tipo de cambio euro-dólar estadounidense durante la Gran Recesión**

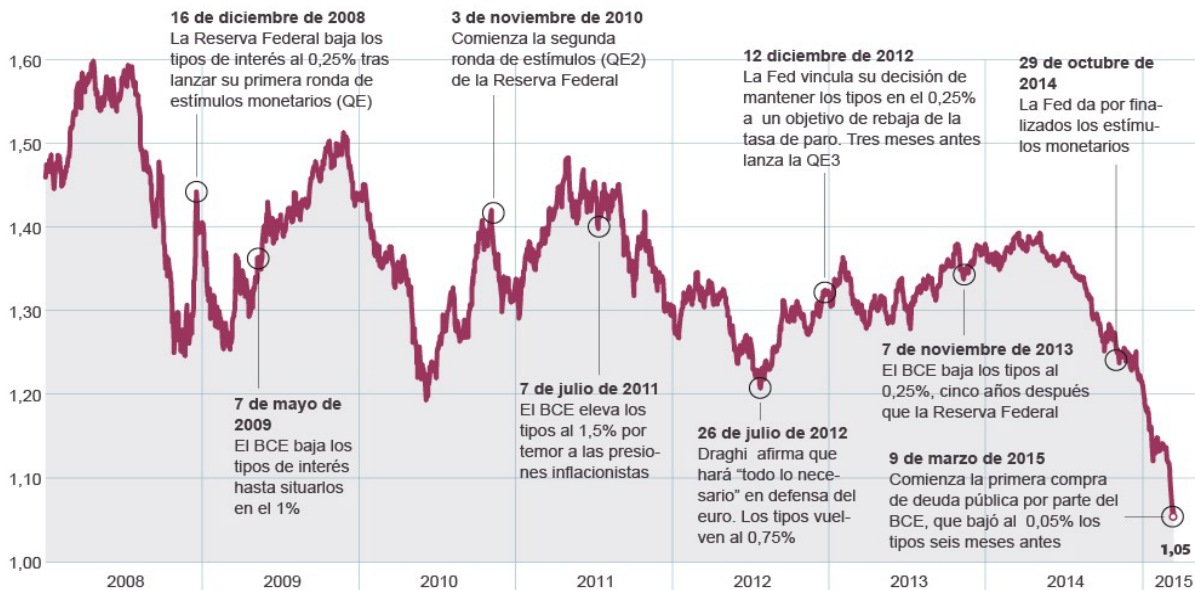
La evolución del euro y del dólar estadounidense ha sido muy diferente desde el inicio de la crisis de 2008. Cuando la moneda única europea se puso en circulación físicamente el 1 de enero de 2002, el tipo de cambio €US\$ era de 0,9038, es decir, 1 euro se cambiaba por 0,9038 dólares norteamericanos. En ese momento la moneda europea estaba depreciada con respecto al dólar USA. Esta no era la situación deseada por el Banco Central Europeo, que pretendía crear una moneda única fuerte frente al dólar.

Durante los años posteriores, el euro experimentó una constante apreciación con respecto al dólar estadounidense, respaldada por la buena marcha de la economía de la eurozona. La apreciación monetaria tuvo su punto máximo en julio de 2008, momento en el que el tipo de cambio euro/dólar estadounidense era de 1,5990 dólares. Este hecho coincide con el inicio de la crisis económica y financiera que aún afecta a la economía mundial.

Desde el inicio de dicha crisis, y a pesar de ella, el euro ha seguido manteniendo un comportamiento positivo con respecto al dólar, aunque sin llegar a los niveles de 2008.

La evolución del tipo de cambio en este periodo ha tenido varios momentos clave, tal y como refleja el gráfico 6, en el que un aumento de la variable se identifica con una apreciación del euro respecto a la divisa americana y viceversa.

Gráfico 6: Evolución del tipo de cambio dólar estadounidense/euro desde el inicio de la Gran Recesión hasta 2015



Nota: Una subida del tipo de cambio supone una apreciación del euro (depreciación del dólar estadounidense).  
Fuente: El País.

En concreto, se muestran los momentos clave en la relación cambiaria del euro con respecto al dólar estadounidense, que fueron los siguientes:

- 16 de diciembre de 2008. La Reserva Federal baja los tipos de interés al 0,25 por 100.  
Al bajar los tipos de interés, los bonos denominados en dólares se vuelven menos atractivos que los bonos denominados en euros, por lo cual el dólar se deprecia respecto al euro en este momento.
- 7 de mayo de 2009. El BCE baja los tipos de interés hasta situarlos en el 1 por 100.  
En este momento el BCE intenta paliar la apreciación del euro respecto al dólar bajando el tipo de interés, actuando así de la misma manera que la Reserva Federal, solo que cinco meses más tarde y sin llegar a bajar tanto los tipos de interés.
- El 3 de noviembre de 2010. Comienza la segunda ronda de estímulos de la Reserva Federal.  
Observamos cómo se había venido depreciando el euro respecto al dólar desde el último trimestre de 2009. La tendencia cambia a mediados de 2010 hasta llegar a la fecha indicada del 3 de noviembre en que la Reserva Federal decide retomar los estímulos. A partir de ese momento se observa una apreciación del dólar (lo que

podríamos suponer que es el efecto contrario al pretendido por la Reserva Federal) hasta principios de 2011 en que el euro comienza una apreciación que lo sitúa en valores en torno a 1,50 US\$ al final del primer trimestre de dicho año 2011.

- 7 de julio de 2011. El BCE eleva los tipos al 1,5 por 100 por temor a las presiones inflacionistas.

Con esta medida el BCE actúa en contra de la tendencia generalizada de otras economías (entre ellas la FED): aumenta los tipos de interés lo que conduce a episodios de apreciación del euro.

- 26 de julio de 2012. Los tipos vuelven al 0,75 por 100.

Mario Draghi, presidente del Banco Central Europeo, afirma que hará todo lo posible en defensa del euro. El euro, aun bajando los tipos de interés, sigue apreciándose durante 2012.

- 12 de diciembre de 2012. La Reserva Federal mantiene los tipos en el 0,25 por 100 y 3 meses antes lanza la nueva ronda de estímulos (*Quantitative Easing 3*).

El lanzamiento en septiembre de 2012 de la nueva ronda de estímulos norteamericana explica la apreciación del euro a pesar de haber bajado los tipos de interés de la zona euro al 0,75 por 100. Sin embargo, esta rentabilidad del dinero europea era aún más atractiva que los bonos en dólares estadounidenses, que mantenían el tipo de interés en el 0,25 por 100 adoptado por la Reserva Federal.

- 7 de noviembre de 2013. El BCE baja los tipos de interés al 0,25 por 100.

Este es el punto de inflexión en relación al tipo de cambio euro/dólar estadounidense. Es en este momento cuando el BCE toma una decisión que ya había adoptado la Reserva Federal 5 años antes, concretamente, el 16 de diciembre de 2008.

- 28 de octubre de 2014. La Reserva Federal da por finalizada la ronda de estímulos monetarios.

A partir de este momento la Reserva Federal no seguirá con medidas que le permitan devaluar su moneda respecto al euro. Por lo que observamos como el euro tiende a depreciarse respecto al dólar USA llegando a valores ya alcanzados en la primera mitad de los años 2000.

- 9 de marzo de 2015. Comienza la primera compra de deuda pública por parte del BCE, habiendo bajado los tipos de interés al 0,05 por 100 6 meses antes.

En este momento es cuando se observa que el euro y la moneda estadounidense están prácticamente en paridad, situándose el euro en 1,05 dólares estadounidenses.

De lo acabado de exponer, llama la atención que el BCE haya empezado en 2015 a seguir las directrices que adoptara la Reserva Federal allá por el principio de la crisis (2008). Ha sido en 2015 cuando se han situado los tipos de interés cercanos al 0 por 100 y cuando se la autoridad monetaria europea se ha lanzado a comprar deuda para combatir el riesgo de deflación.

El dólar estadounidense ha presentado una apreciación de un 20 por 100 de media respecto a las principales divisas y, particularmente de un 27 por 100 respecto al euro con respecto a 2014 (Krugman, 2015). Como vemos, la fortaleza del dólar no se muestra solo con respecto a nuestra moneda, lo que puede deberse a la buena marcha de la economía de EE.UU., en la que la tasa de paro se sitúa en el 5,5 por 100 (frente a la media del 11 por 100 de la zona euro) y el crecimiento del PIB es de un 2,4 por 100 respecto a 2013 (frente al 0,9 por 100 de la zona euro).

Aun así, hay voces que alertan de las consecuencias que podría conllevar un dólar apreciado. Paul Krugman, economista y Premio Nobel de Economía en 2008, advierte que una subida de los tipos de interés en Estados Unidos tendría como consecuencia una apreciación aun mayor del dólar estadounidense, lo que unido al estancamiento del nivel salarial en EE.UU. podría producir una desaceleración en la recuperación de la industria estadounidense.

## **6. EL PANORAMA ACTUAL CAMBIARIO**

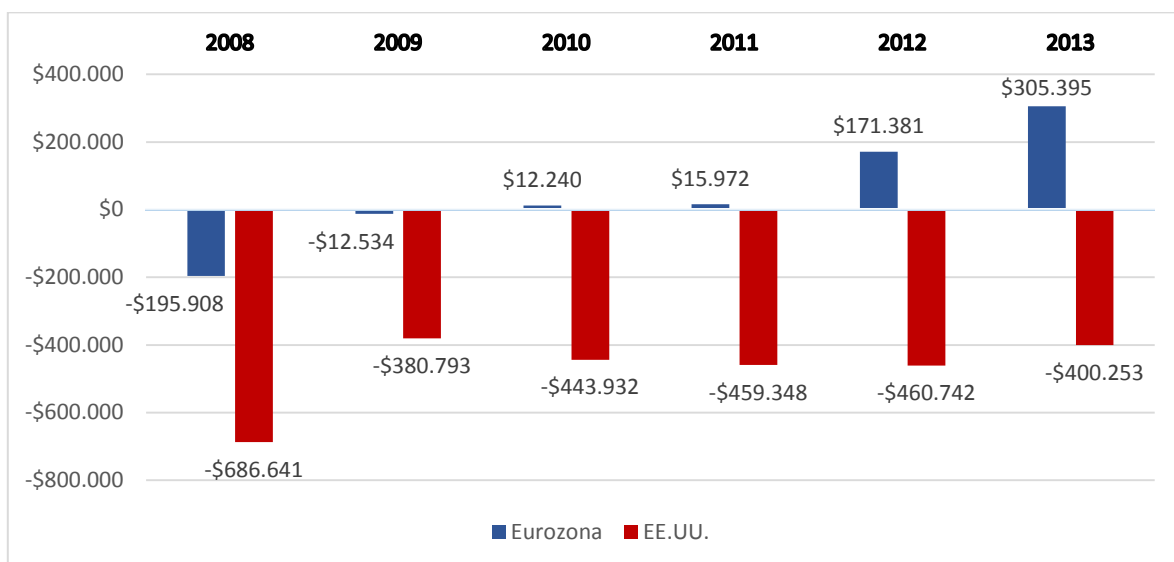
### **6.1. Análisis de las balanzas de pagos de la eurozona y de Estados Unidos**

El gráfico 7 representa la evolución de las balanzas por cuenta corriente europea y estadounidense, expresada en miles de millones de dólares estadounidenses. Salta a la vista el abultado déficit por cuenta corriente estadounidense, que durante todo el periodo se mantiene negativo, si bien es cierto que se reduce a partir de 2009 y se estabiliza en los siguientes ejercicios. Por su parte, la eurozona, presenta valores negativos en los ejercicios 2008 y 2009, presentando una mejoría constante y volviendo a un superávit a partir de 2010.

Como hemos comentado, es obvia la diferencia entre ambas economías, ya que si ambas sufren en 2008 una fuerte caída, su evolución desde ese momento es distinta.

En el apartado 5 nos detuvimos a analizar la evolución del tipo de cambio en relación a las medidas tomadas por los bancos centrales. Vimos la maniobra de la Reserva Federal de bajar los tipos de interés al inicio de la crisis en 2008 y sus efectos podemos deducirlos claramente en el gráfico 7. Se observa que a partir de 2009 el déficit por cuenta corriente estadounidense se reduce drásticamente, pasando de -686.641 millones de dólares en 2008 a -380.793 millones de dólares en 2009. Esto puede ser consecuencia de la depreciación sufrida por el dólar frente al euro en 2009, lo que estimuló sus exportaciones al gozar de una moneda más depreciada, saneando así la cuenta corriente por esta vía.

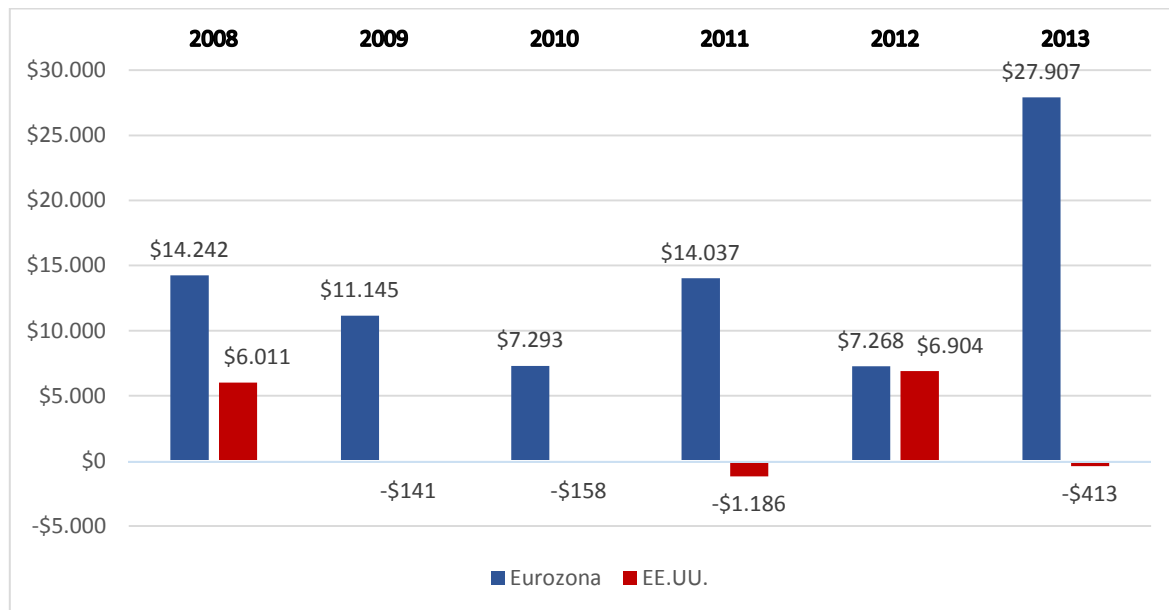
Gráfico 7: Balanza por cuenta corriente de la eurozona y de Estados Unidos, 2008-2013  
(en millones de dólares estadounidenses)



Fuente: International Monetary Fund (2014).

Mientras en la eurozona se gozaba de unos tipos de interés más altos que en Estados Unidos, lo que atraía a los inversores foráneos y apreciaba nuestra moneda, según observamos en el gráfico 8, en el que se presenta la evolución en ambas economías de la balanza de capital, representativa de la capacidad/necesidad de financiación de un país (identificada por unas salidas netas de capital positivas/negativas, respectivamente) hay un claro estancamiento en 2009-2011, pues el euro seguía apreciado respecto a las demás monedas y eso no favorecía a las exportaciones europeas. Asimismo, podemos apreciar que la zona euro presenta capacidad de financiación internacional, mientras que EE.UU. sigue con necesidad de financiación externa, aunque la haya reducido.

Gráfico 8: Balanza de capital de la eurozona y de Estados Unidos, 2008-2013  
(en millones de dólares estadounidenses)



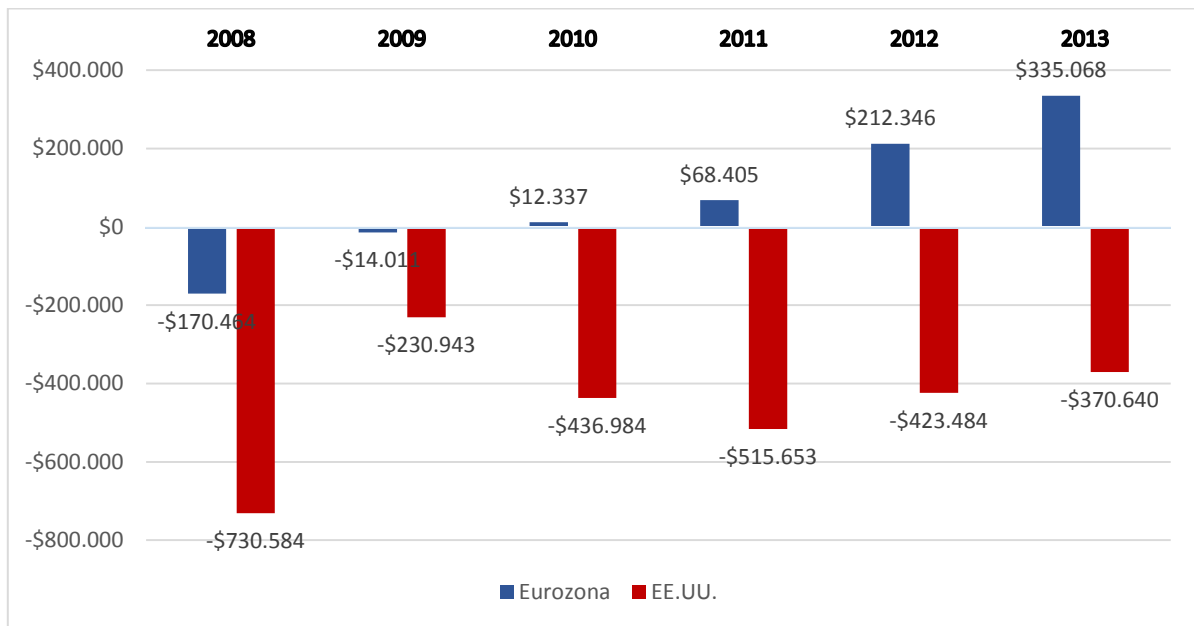
Fuente: International Monetary Fund (2014).

En el gráfico 9 se representa la balanza financiera de la eurozona y de Estados Unidos expresada en millones de dólares estadounidenses.

Se observa en el caso estadounidense una reducción del resultado negativo drástico en 2009, lo que vendría a significar la fuerte entrada de capitales en la economía estadounidense en el inicio de la crisis, motivada por un dólar depreciado y diferentes crisis bursátiles, que lleva a la compra masiva de deuda pública por parte de China (Expansión, 2015). Aun así, Estados Unidos se ha mantenido como una zona con capacidad de financiación, al tener déficit por cuenta corriente, lo que significa que hay más salidas de capitales que entradas. Esta situación se da cuando un país es eminentemente inversor en otros, aunque como hemos dicho anteriormente, la fuerte inversión por parte de países como China han supuesto una reducción de este papel al producirse importantes entradas de capitales.

En el caso de la eurozona se aprecia el aumento del resultado positivo de la balanza financiera desde 2009, año del inicio de la Gran Recesión. Esto pone de manifiesto la postura deudora que tiene la eurozona respecto al resto del mundo, pues la entrada de capitales supera la salida de capitales. La crisis de las economías europeas ha hecho que, del mismo modo que en el caso de EE.UU., China haya entrado con fuertes inversiones en distintos países de la zona euro, como es el caso de España (Mars y González, 2011).

Gráfico 9: Balanza financiera de la eurozona y de Estados Unidos, 2008-2013  
(en millones de dólares estadounidenses)



Fuente: International Monetary Fund (2014).

## 6.2. Posicionamiento de los principales bloques de países ante la situación de posible Guerra de Divisas

- **China**

China utiliza la política cambiaria como el principal instrumento para aumentar el crecimiento y el nivel de empleo. Un yuan barato permite a China fortalecer su sector exportador y atraer inversión directa extranjera, traduciéndose esto en creación de puestos de trabajo y mejora del nivel de vida de su población. En este país ligan el valor de su moneda al dólar estadounidense y el gobierno controla el tipo de cambio mediante un sistema financiero muy intervenido y con fuertes controles de capital.

- **Estados Unidos, Japón y Reino Unido**

En EE.UU. el principal problema no es el valor del dólar (depreciado respecto al euro durante los últimos años), sino el riesgo de deflación y el alto nivel de desempleo. Ante tal riesgo la respuesta de la Reserva Federal es la realización de programas de expansión monetaria que se traducen en un dólar más barato y una salida de capitales desde EE.UU. hacia países emergentes con tipos de interés más elevados.

Japón y Reino Unido se encuentran en similar situación a la estadounidense, aunque por el tamaño de sus economías tienen menor impacto sobre el resto de países. Japón está realizando políticas expansivas para combatir la deflación, del mismo modo que Reino Unido.

- **La zona euro**

En la zona euro, por su parte, se está viviendo en los últimos años un aumento del riesgo de deflación. Durante gran parte de la crisis de 2008, y como se ha comentado anteriormente, las actuaciones de las autoridades gubernamentales en la zona euro y en EE.UU. han sido opuestas en materia de política monetaria. El euro se ha mantenido apreciado respecto al dólar durante toda la etapa de crisis económica y se han adoptado medidas de contracción monetaria, aunque en los últimos años Mario Draghi ha comenzado a tomar medidas expansivas ante la insostenible apreciación del euro (junto al elevado desempleo y la atonía de la actividad económica). Un euro fuerte hace que el poder adquisitivo de los ciudadanos de la zona euro crezca frente a otras monedas, sin embargo lastra las exportaciones, uno de los motores de la recuperación económica.

En el caso de España, un euro apreciado no afecta tanto como a otros países de la zona euro. Esto se debe a que más del 55 por 100 de las exportaciones españolas tienen como destino la zona euro (importancia del mercado comunitario por encima de la media) y éstas no se ven afectadas por la apreciación del euro respecto al resto de principales divisas debido a la desaparición del riesgo cambiario en la eurozona desde 1999. Además un euro fuerte abarata las importaciones de petróleo, generalmente expresadas en dólares, una partida muy importante en un país con tan alta dependencia energética.

- **Resto de países emergentes**

Ante esta situación el grupo de países emergentes (América Latina, India, Corea del Sur, Singapur, Indonesia, Malasia y Tailandia) no intervienen su tipo de cambio de forma tan agresiva como China.

La recuperación económica está siendo más rápida en los países emergentes que en los desarrollados, produciéndose importantes flujos de capital provenientes de estos últimos en busca de mayor rentabilidad. Una situación que podría darse sería el aumento de flujos de liquidez provenientes de los países desarrollados (por las políticas monetarias expansivas). Estos propiciarían una presión al alza sobre los tipos de cambio de las monedas de países emergentes (debido al aumento de su demanda), perjudicando así las exportaciones de estos y

provocando déficits por cuenta corriente. Además podrían generarse burbujas debido al aumento de la inflación.

### **6.3. Paridad del euro respecto al dólar estadounidense en 2015**

Con este último epígrafe pretendemos profundizar en un hecho destacado en el subapartado 5.3., esto es, el 9 de marzo de 2015, un euro se cambia por 1,05 dólares estadounidenses. El tipo de cambio se situaba en esta cifra tras anunciar Mario Draghi un plan de intervención monetaria consistente en la compra masiva de deuda pública. Este plan, que anteriormente subrayamos era una medida parecida a la ya tomada por la FED en 2008, bombeará 60.000 millones de euros mensuales entre marzo de 2015 y septiembre de 2016 (Bolaños, 2015).

El objetivo de dicha intervención es frenar la temida deflación de la zona euro e invertir su tendencia, hasta llegar al objetivo de inflación establecido por el BCE del 2 por 100. Los efectos de la depreciación del euro han sido fructíferos y ha provocado el más esperado por los países de la zona euro: aumento de las exportaciones de bienes y servicios.

En el caso español, en marzo de 2015 se superan los 23.218 millones de euros en exportaciones, representando un aumento del 12,5 por 100 respecto al mismo mes del año anterior y marcando un nuevo récord histórico. Las importaciones, a su vez, se incrementan en un 6,3 por 100 anual, alcanzando los 24.108 millones de euros. Con estos datos se mitiga el incremento del déficit comercial que se produce en 2014, fruto de un mayor aumento de las importaciones.

En definitiva, lo que es favorable para la zona euro se convierte en una mala noticia para Estados Unidos que está experimentando una apreciación de su moneda que puede provocar un empeoramiento del déficit comercial, al disminuir las exportaciones, lo que Krugman (2015) considera como un intento de Europa para exportar sus problemas al resto del mundo, teniendo en Estados Unidos el ejemplo más evidente. Aunque no todo son ventajas con una moneda depreciada, una de las partidas más significativas para España es la de productos energéticos y estando el barril de petróleo expresado en dólares estadounidenses, el valor de esta partida aumentará. Obviamente, la otra consecuencia es la pérdida de poder adquisitivo de los operantes en euros con respecto a otras monedas como el dólar estadounidense.

## 7. REFLEXIONES FINALES

En primer lugar, tras la determinación de cuáles son los factores que influyen y condicionan el tipo de cambio, procedemos a su comparación en las dos zonas económicas en las que hemos centrado el trabajo: la zona euro y Estados Unidos.

Al analizar el diferencial de intereses de ambas zonas concluimos que es evidente la diferencia entre la media anual de ambos tipos de interés. EE.UU. opta desde el principio de la Gran Recesión por una política expansiva situando la tasa entorno al 0 por 100, mientras que la eurozona, aunque progresivamente baja el precio del dinero, no es hasta finales de 2014 cuando lo sitúa próximo al 0 por 100. Esto produce la fuerte apreciación del euro respecto al dólar durante gran parte de la crisis económica hasta nuestros días, en el que se aproxima a la paridad con el dólar USA debido a la bajada de tipos por parte del Banco Central Europeo.

Deteniéndonos en la tasa de inflación señalamos como conclusión que ambos bloques incumplen sus objetivos y presentan una evolución parecida. Tanto la Reserva Federal como el BCE han hecho uso de sus herramientas para lograr los objetivos marcados mediante el uso de sus políticas monetarias y actualmente se centran en evitar la temida deflación.

En relación a la renta de ambas zonas, resulta que la estadounidense sigue superando la media de la eurozona, aunque esta última ha ido acortando distancias respecto a la primera gracias a la recuperación económica que está viviendo la zona euro.

En segundo lugar, analizando la relación y trayectoria de ambas monedas, concluimos subrayando la continuidad del dólar estadounidense como moneda hegemónica en la economía mundial. El euro comienza su andadura depreciado respecto a la divisa americana, una tendencia que cambia en 2001, año en el que comienza su circulación física y aprovecha, entre otros factores, la oportunidad de la crisis económica que atraviesa EE.UU. debido a la burbuja tecnológica y al mantenimiento de bajos tipos de interés por parte de la Reserva Federal. Sin embargo, el punto máximo que alcanza el euro no tiene lugar hasta julio de 2008, año considerado como el inicio de la crisis actual, cifrándose en 1,5990 dólares por euro.

Las actuaciones del Banco Central Europeo y de la Reserva Federal durante la crisis económica han sido opuestas. Mientras la FED bajaba los tipos de interés a una cota próxima al 0 por 100, el BCE los mantenía. Esta política se ha visto reflejada en el tipo de cambio, provocando que durante el periodo de la Gran Recesión se registre la mayor diferencia cambiaria entre ambas monedas y la época de mayor fortaleza de la divisa europea.

Con relación a las repercusiones de las variaciones del tipo de cambio en las balanzas de pagos de ambas zonas, obtenemos los siguientes resultados. La bajada de tipos de interés en la zona del dólar estadounidense provoca la disminución de su demanda y, por tanto, su depreciación respecto a las principales divisas. Esto conduce a un equilibrio en su balanza comercial, al favorecer las exportaciones, reactivando su economía. Estados Unidos pierde poder adquisitivo respecto a la eurozona, pero gana en competitividad. Mientras en la Unión Económica y Monetaria Europea, las diferencias de intereses y necesidades entre sus países integrantes, en nuestra opinión, llevan al BCE a no realizar los importantes planes expansivos que sí aplicó la FED. Así, en el caso de economías como España, Grecia o Italia, la depreciación del euro podría estimular sus exportaciones y favorecer la recuperación de la actividad económica. Sin embargo, al tener mayor peso el comercio entre socios de la zona euro que con el exterior, la apreciación del euro no ha sido todo lo perjudicial que podría suponerse, pues no lastró las exportaciones.

Digno de especial mención es la conclusión a la que llegamos al analizar las balanzas de pagos: se corrobora el creciente déficit por cuenta corriente de EE.UU., algo que ya es estructural en su economía, a diferencia del superávit de la misma cuenta en la zona euro. Esto pone de manifiesto un país netamente importador, algo que no tiene por qué ser negativo, ya que refleja el poder adquisitivo de los ciudadanos norteamericanos, que tienen capacidad suficiente para importar productos extranjeros.

Refiriéndonos a la balanza financiera denotamos algo relevante, como es la adquisición por parte de China de deuda tanto estadounidense como europea durante la crisis económica. China es uno de los países que ha liderado el crecimiento mundial tras la crisis financiera que azotó principalmente EE.UU. y Europa, y aprovechó la necesidad de financiación de estas economías para adquirir capitales. Por ello, en este apartado resaltamos la reducción del déficit de la balanza financiera en EE.UU. (se producen más entradas de capital en comparación a años anteriores) y el aumento del superávit de la zona euro (convirtiéndose netamente en deudora respecto a otros países).

Por último, analizando el posicionamiento de los principales bloques de países respecto a una teórica guerra de divisas, advertimos los efectos de la devaluación competitiva o política de empobrecer al vecino, es decir, estos bloques procuran tener una moneda lo más depreciada posible para así favorecer sus exportaciones, pero como hemos analizado durante

este trabajo, este efecto no es tan directo, pues hay que tener en cuenta otras variables, a veces opuestas entre sí y revisar aspectos como la inflación, el poder adquisitivo, etc.

Para finalizar el trabajo comentamos un aspecto de actualidad durante 2015, “la paridad euro dólar”. A finales de 2014, Mario Draghi anuncia la compra masiva de deuda, que tiene lugar a principios de 2015. Las repercusiones de este anuncio no se hicieron esperar y, como comentamos en el apartado 5, el euro comenzó su caída.

En este punto, la pregunta que nos formulamos corresponde a “una cara de una misma moneda” y es la siguiente: ¿qué implica una depreciación del euro respecto al dólar para Europa? La principal ventaja radica en el previsible aumento de sus exportaciones, sobre todo dirigidas hacia EE.UU. No obstante, también hay inconvenientes, como el encarecimiento de la factura energética (recordemos que el barril de petróleo se cotiza en dólares) y la pérdida de poder adquisitivo en Estados Unidos.

Por otro lado, en relación a la “otra cara de una misma moneda”, la pregunta sería: ¿qué implica una apreciación del dólar respecto al euro para Estados Unidos? En nuestra opinión, implica un beneficio para los importadores y para los turistas estadounidenses pues sus dólares ahora valen más y pueden adquirir más bienes valorados en euros. También beneficia a los ahorradores, que ven cómo aumenta el valor de sus productos financieros respecto a la principal moneda rival. Por otro lado, la principal desventaja de esta apreciación es la pérdida de competitividad respecto a los países del euro.

## 7. BIBLIOGRAFÍA

- Banco Central Europeo (2015). *Banco Central Europeo*.  
<https://www.ecb.europa.eu/ecb/html/index.es.html>.
- Banco Mundial (2015). *Banco Mundial*. <http://datos.bancomundial.org/indicador>.
- Bolaños, A. (2015). “El euro se mira en el espejo del dólar”. *El País*. 15 de marzo.  
Disponible online  
[http://economia.elpais.com/economia/2015/03/13/actualidad/1426268812\\_918775.html](http://economia.elpais.com/economia/2015/03/13/actualidad/1426268812_918775.html).
- Bolaños, A. (2015). “Quién gana y quién pierde con la apreciación del dólar”. *El País*. 5 de enero. Disponible online  
[http://economia.elpais.com/economia/2014/12/16/actualidad/1418755732\\_565636.html](http://economia.elpais.com/economia/2014/12/16/actualidad/1418755732_565636.html).

- De la Dehesa, G (2008). “Efectos de la apreciación del euro en la economía española”. *El País*. Disponible online  
[http://elpais.com/diario/2008/01/10/economia/1199919608\\_850215.html](http://elpais.com/diario/2008/01/10/economia/1199919608_850215.html).
- Domínguez, C. (2015). “La inflación y el desempleo de la UE se mantienen “estables”, según Eurostat”. *El País*. 31 de julio. Disponible online  
[http://economia.elpais.com/economia/2015/07/31/actualidad/1438335707\\_712501.html](http://economia.elpais.com/economia/2015/07/31/actualidad/1438335707_712501.html).
- Durán, J.J. y Gallardo, F. (2013). *Finanzas internacionales para la empresa*. Madrid, España: Ediciones Pirámide.
- European Central Bank (2014). *Monthly bulletin december*. Disponible online  
<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/mobu/mb201412en.pdf>.
- Eurostat (2015). *Eurostat*. <http://ec.europa.eu/eurostat/data/database>.
- Expansión (2015). *Expansión*. Disponible online  
<http://www.expansion.com/2008/11/18/economia-politica/1227024271.html>
- Faus, J. (2015). “La Reserva Federal apunta a una subida de tipos este año”. *El País*. 15 de julio. Disponible online  
[http://economia.elpais.com/economia/2015/07/15/actualidad/1436969910\\_371884.html](http://economia.elpais.com/economia/2015/07/15/actualidad/1436969910_371884.html).
- Hans-Werner, S. y Westermann, F. (2001). *Why Has the Euro Been Falling? An Investigation into the Determinants of the Exchange Rate* (No. w8352). National Bureau of Economic Research.
- Herrarte, A. (2004). *La balanza de pagos*. Madrid: Universidad Autónoma de Madrid.
- International Monetary Fund (2014). *Balance of Payments Statistics Yearbook 2014*. Washington: IMF.
- Jiménez, V. y Pozzi, S. (2014). “El rey dólar recupera su trono”. *El País*. 14 de diciembre. Disponible online  
[http://economia.elpais.com/economia/2014/12/13/actualidad/1418487542\\_536583.html](http://economia.elpais.com/economia/2014/12/13/actualidad/1418487542_536583.html).
- Krugman, P. (2015). *La fortaleza es debilidad*. *El País*. 14 de marzo. Disponible online  
[http://economia.elpais.com/economia/2015/03/13/actualidad/1426251733\\_536738.html](http://economia.elpais.com/economia/2015/03/13/actualidad/1426251733_536738.html).
- López, I. (2015). *Diccionario económico*. Expansión. Madrid. Unidad Editorial  
<http://www.expansion.com/diccionario-economico/tipo-de-cambio.html>.

- Mars, A. y González, M. (2011). “China se compromete a comprar 6.000 millones de deuda española”. *El País*. 6 de enero. Disponible online [http://elpais.com/elpais/2011/01/06/actualidad/1294305420\\_850215.html](http://elpais.com/elpais/2011/01/06/actualidad/1294305420_850215.html)
- Martínez, A. (2004). “Los problemas cambiarios del euro”, Madrid. *Cuadernos de Economía* 27(73), pp. 99-129.
- Steinberg, F. (2010). *Guerra de divisas: entre la política interna y la cooperación internacional*. Real Instituto Elcano. 26 de octubre. Disponible online [http://www.realinstitutoelcano.org/wps/portal/!ut/p/c4/04\\_SB8K8xLLM9MSSzPy8xBz9CP0os3jjYB8fnxBnR19TE2e\\_kEAjV2NDAwjQL8h2VAQARvEPuA!!/?WCM\\_GLOBAL\\_CONTEXT=/wps/wcm/connect/elcano/elcano\\_es/zonas\\_es/ari154-2010](http://www.realinstitutoelcano.org/wps/portal/!ut/p/c4/04_SB8K8xLLM9MSSzPy8xBz9CP0os3jjYB8fnxBnR19TE2e_kEAjV2NDAwjQL8h2VAQARvEPuA!!/?WCM_GLOBAL_CONTEXT=/wps/wcm/connect/elcano/elcano_es/zonas_es/ari154-2010).