

ANÁLISIS ECONÓMICO SEPTIEMBRE  
2014

---

INFORME

knowsquare .

Privado y Confidencial

Prohibida su Distribución sin Autorización Expresa de la  
Autora y Know Square S.L.

## Bienvenido, euro a la baja

El euro ha pasado, en los últimos cinco meses, de cotizar cerca de 1,40 dólares por euro a los actuales 1,26. ¿Por qué? ¿A quién beneficia este movimiento?

Las principales razones que, según la **teoría económica**, determinan la evolución de las divisas a largo plazo son la balanza por cuenta corriente, la inflación y los tipos de interés. A mayor diferencia entre el saldo exportador e importador de un país o área económica, a menor inflación (que favorece lo anterior por favorecer la exportación) y a mayores tipos de interés, más razones para que una moneda se aprecie o “encarezca” (lo que podríamos explicar como fruto de la mayor demanda en esa divisa para adquirir bienes, servicios o activos financieros).

Estos factores y en particular el diferencial de inflación pueden explicar la depreciación experimentada por las divisas emergentes en las últimas décadas (por ej. el real brasileño y el peso mejicano se ha depreciado entre un 60% y 40% frente al dólar en las dos últimas décadas, sus inflaciones han sido también incomparablemente superiores a la de EE.UU.). El superávit comercial puede también ayudar a explicar la fortaleza de yen. Pero estas razones no son en absoluto causa suficiente para las fuertes oscilaciones del euro frente al dólar a lo largo de su historia (entre 0,85 y 1,60 dólares por euro desde 1999), ni tampoco para la reciente bajada del euro.

Tipo de cambio dólar/euro (número de dólares por euro)



La zona euro tiene superávit por cuenta corriente frente al déficit estadounidense e inflación ligeramente más baja que la norteamericana, pero ambas variables vienen siendo una constante a lo largo de los últimos quince años, lo que no ha evitado un amplísimo rango de tipos de cambio del euro frente al dólar. En cuanto a los **tipos de interés**, los **del área euro son similares aunque algo inferiores a los americanos** tanto en el plazo corto como en el largo. Las cuentas públicas, tanto déficit como deuda, indicadores indirectos del peligro de inflación, no difieren de forma

sustancial entre las áreas económicas de ambas orillas del Atlántico. Así que por ahí tampoco tenemos grandes indicaciones sobre las que apoyar una tesis de evolución del tipo de cambio.

Y, sin embargo, **el euro cotizaba sensiblemente por encima de lo razonable hace unos meses, y ahora cotiza en niveles cercanos al “equilibrio”**. Los casi 1,40 \$/€ del mes de mayo eran un 20% superiores a la estudiada cotización del euro en su nacimiento y un 17% por encima de lo que el consenso del mercado estima como “paridad de poder de compra” (los 1,20 \$/€ que harían que el sueldo de un francés, un alemán y un norteamericano sean bastante parecidos, como corresponde a países parecidos de ricos). En cambio los 1,26 \$/€ actuales son muy cercanos a ese nivel y al cambio de 1,25 que obtendríamos tomando el nivel de partida del euro frente al dólar (los 1,17 dólares por euro de 1999) y ajustándolo por los diferenciales de inflación de ambas economías desde 1999, un 7% (de mayor inflación en EE.UU. que en el área euro).

Es cierto que los flujos de dinero o las políticas monetarias pueden modular el equilibrio entre las divisas, tendiendo a producir apreciación (las entradas de dinero) o depreciación (las salidas de dinero, o la política monetaria expansiva, anticipadora de inflación futura), pero no parecen razones suficientes: por ejemplo, la entrada de dinero en el área euro este año con objetivo de invertir (por ejemplo, en España) o de comprar deuda pública (por ejemplo, de los países periféricos una vez finalizado el cuestionamiento del euro) podrían justificar una subida del euro, pero también las bolsas norteamericanas, acciones y bonos, han recibido a su vez muchas entradas de dinero. De igual modo, el proceso anunciado de paulatina subida de tipos de interés en EE.UU. frente al previsible mantenimiento de tipos bajos en Europa durante largo tiempo juega a favor de la depreciación del euro frente al dólar, pero ya lo anticipábamos desde hace tiempo.

### ¿Por qué cae entonces el euro?

**No hay razón clara que explique por qué el euro se ha revalorizó hasta mayo ni por qué se ha depreciado desde entonces**, a pesar de que sigue cotizando ligeramente por encima del tipo de cambio resultante de la paridad de poder de compra. Aunque a veces el jugar con las expectativas pueda convertirse en profecía. Desde que Mario Draghi, presidente del BCE, expresara en mayo su preocupación por el elevado tipo de cambio, el euro ha retrocedido un 10% frente al dólar.

El comportamiento de los mercados de divisas puede mantenerse alejado de lo que la lógica fundamental nos indica durante mucho tiempo. Tanto o más de lo que puede estarlo el mercado bursátil. Pero digamos que, a largo plazo, las cosas tienden a su equilibrio. Mientras tanto, hay que seguir siendo una economía competitiva (compensando incluso con mayor competitividad lo que se pueda perder vía tipo de cambio), tener un poco de paciencia, y esperar.

También hay que pensar que **el beneficio (perjuicio) de un euro depreciado (apreciado) es relativo en las grandes empresas europeas**.

### ¿A quién beneficia que caiga el euro?

Una caída del euro debería facilitar las exportaciones y dificultar las importaciones, mejorando la balanza comercial de la zona euro y de España, sobre todo si los precios de los combustibles fósiles, de los que en particular en España somos muy dependientes, se mantienen controlados.

**La depreciación del euro es especialmente beneficiosa para las compañías que son estrictamente exportadoras**, generalmente compañías de tamaño mediano que intentan vender en

mercados ajenos a la zona euro pero que siguen manteniendo su producción en la eurozona y sus costes en euros. Costes en euros e ingresos en otra divisa suponen un aumento de márgenes. Un euro depreciado les asegura más ventas, más margen de explotación y más beneficio. Por contra, un euro apreciado puede llegar a impedir las ventas y ponerlas en serias dificultades.

En el caso de las **grandes compañías globales**, las llamadas multinacionales, con centros productivos en todo el mundo, la **variación del tipo de cambio no es tan relevante**, puesto que tienen centros productivos en los principales países donde venden. Por tanto, costes en todas las divisas e ingresos en todas las divisas. Aunque, el traducir el beneficio a euros, con un tipo de cambio depreciado, lo aumenta. Cosméticamente el efecto puede también ser representativo, como ilustra el siguiente ejemplo. Si una empresa europea ha vendido 1.000 millones de dólares en Estados Unidos en el primer semestre de este año y vuelve a vender 1.000 millones de dólares en Estados Unidos en el segundo semestre, parece evidente que las ventas de la empresa en Estados Unidos ni han mejorado ni han empeorado. Pero para los que sólo miran las cuentas en euros, la misma empresa habría vendido en el primer semestre 714 millones de euros y en el segundo 787 millones, un crecimiento de prácticamente el 10%, y podría llegar a la conclusión de que las ventas en Estados Unidos están aumentado a un ritmo muy bueno. Esto ilustra las diferencias entre la lectura de las ventas y resultados de una empresa a tipo de cambio constante o en moneda local y a tipo de cambio de mercado. En el segundo formato (la publicación estándar) las ventas de las empresas del Euro Stoxx 50 en el primer semestre han caído, en el primero (corrigiendo la subida del euro) aumentaban. De forma análoga, ahora veremos cómo mejoran las ventas y resultados si, en lo que queda de año, mantenemos el tipo de cambio del euro por debajo de 1,30 dólares.

En síntesis, más allá de las convulsiones coyunturales que la evolución del tipo de cambio pueda provocar en los mercados bursátiles, **un euro depreciado constituye una muy buena noticia para nuestras economías**. Aunque es una noticia mejor para las empresas no cotizadas (medianas exportadoras) que para las cotizadas (grandes globales).

© Ofelia Marín-Lozano  
*Consejera Delegada*  
1962 Capital SICAV, S.A.  
© Know Square S.L.