

Les relacions euro-dòlar: història d'una depreciació retroalimentada

Elaborat pels professors Jordi Vilaseca i Joan Torrent
Estudis d'Economia i Empresa-UOC

Introducció

La introducció de l'euro l'1 de gener del 1999 va ser un aconteixement crucial amb repercussions importants no només dins de l'àrea de l'euro sinó també a la resta del món. L'euro és la segona moneda més utilitzada a escala internacional, tant per la importància de les monedes nacionals a les quals ha substituït com pel pes econòmic de l'àrea de l'euro a l'economia mundial. L'evolució de l'euro com a moneda internacional ha estat, és i serà un procés impulsat pel mercat. Concretament, la seva utilització per part dels agents econòmics privats com a moneda d'inversió i finançament, així com a moneda vehicle i mitjà de pagament, li configura un paper preponderant en els mercats de divises i de capitals internacionals. Les decisions dels agents es veuen influenciades, en gran part, pel grau d'integració, liquiditat, diversificació i profunditat dels mercats financers en euros i per les relacions transfrontereres de la zona econòmica que representa. A més, el paper internacional de l'euro està afectat per les condicions econòmiques d'aquesta zona, cosa que subratlla la importància de les polítiques econòmiques que contribueixin a la solidesa i a l'estabilitat de la moneda.

Tot i la importància de l'euro i de l'àrea econòmica que representa als mercats financers internacionals la seva davallada -sobretot en relació al dòlar- des de la posada en marxa de la tercera fase de la UEM ha sorprès a molts analistes. Efectivament, la caiguda a l'entorn d'un 25% en relació al dòlar durant l'any i mig de vida de la divisa europea ha estat una sorpresa majúscula per a la majoria d'analistes financers i d'economistes. En aquest període s'han donat moltes explicacions d'aquest fenomen tant sorprenent, per bé que s'ha trobat a faltar una teoria completa que expliqués aquesta depreciació.

Aquest treball intenta passar revista i ordenar les diverses explicacions que s'han donat en relació a la davallada de l'euro en relació al dòlar, tot agrupant-les en quatre grups fonamentals. En primer lloc, s'analitza la dimensió internacional de l'euro i el seu paper en els mercats financers internacionals, així com la notable evolució que han experimentat aquests mercats durant els darrers anys. En concret, veurem com la importància dels operadors privats ha substituït als agents públics, fet que ha comportat una posició molt determinada de les autoritats monetàries europees en relació a la cotització internacional de l'euro. En segon lloc, s'estudien els fonaments econòmics que hi ha al darrere de la cotització d'una divisa, en especial els relacionats amb l'euro i el dòlar, tot destacant les implicacions entre l'economia real i l'economia financera. En tercer lloc, es passa revista als mecanismes de presa de decisions de política econòmica a l'àrea de l'euro, fent una somera comparació amb els objectius i instruments de la Reserva Federal dels EUA, per tal d'identificar els elements institucionals que poden afectar la cotització de l'euro als mercats financers internacionals. Per últim, s'analitza el paper creixent de la informació econòmica en la presa de decisions dels operadors als mercats financers internacionals com a element decisiu en la cotització internacional de l'euro. El treball finalitza amb una breu sumarització de les principals conclusions i línies argumentals exposades.

1. La dimensió internacional de l'euro

'En aquest sentit, l'orientació de la política monetària a l'àrea de l'euro cap a l'estabilitat de preus continuarà essent un factor de primera magnitud pel que fa a la confiança dels inversors en la divisa europea. I a l'inrevés, els efectes de la internacionalització de l'euro poden influir en l'execució de la política monetària, fet que no ha d'anar en detriment de mantenir l'estabilitat de preus. D'aquesta manera, com que la internacionalització de l'euro no constitueix en si un objectiu de política econòmica, l'autoritat monetària de la zona euro no actuarà ni a favor ni en contra de llur cotització als mercats financers internacionals'. (BCE: El paper internacional del euro a Butlletí mensual. Agost del 1999, pàg 35)

Per afrontar la dimensió internacional de l'euro i les seves interaccions amb els mercats de divises i de capitals a escala mundial cal abordar el funcionament d'aquests mercats financers internacionals, doncs tal com es destaca a la introducció, l'euro ha començat a funcionar en un context d'uns mercats internacionals molt importants, que tenen la seva dinàmica a la qual la nova divisa europea s'ha hagut d'amotllar. Amb aquesta anàlisi es pretén extreure alguna línia argumental de contextualització de l'entorn financer en el qual es negocia i s'interrelaciona l'euro amb les altres divises importants del planeta, en especial amb relació amb el dòlar.

Com molt bé assenyala el professor Joan Tugores (1997), els mercats financers internacionals són especialment rellevants per la determinació de dos dels conjunts de preus relatius més decisius en l'economia actual: els tipus de canvi i els tipus d'interès. Els tipus de canvi determinen no només el preu relatiu i, per tant, la competitivitat dels béns i serveis denominats en una moneda davant d'altres denominats en altres divises, sinó també l'atractiu relatiu dels instruments financers denominats en una moneda davant dels denominats en una altra. D'altra banda, els tipus d'interès no només juguen un paper essencial en l'atractiu d'instruments financers en diferents monedes sinó que tenen una importància crucial en l'evolució macroeconòmica i, especialment, en l'assignació de recursos pel procés d'inversió, del qual depèn la creació del potencial productiu i, en darrera instància, la riquesa i l'ocupació d'un país. Per tant, ja tenim una primera línia argumental a destacar: la interacció entre l'economia real i l'economia financera es realitza a través dels mercats financers a través de dos dels principals preus relatius de les economies modernes el tipus de canvi i el tipus d'interès.

Tanmateix, no cal oblidar que, en definitiva, el paper d'un sistema financer -nacional o internacional- és essencialment captar l'estalvi i canalitzar-lo adequadament cap a la inversió. En aquest context, la principal raó d'ésser dels mercats financers internacionals seria la de facilitar una assignació més eficient dels recursos a nivell mundial, ja que permetria millorar l'eficiència de la canalització de l'estalvi mundial cap a la inversió mundial, tot superant els desequilibris nacionals o regionals a través de la progressiva globalització dels mercats financers. D'aquesta manera, una altra característica dels mercats financers internacionals en els quals s'ha inserit l'euro és el grau creixent de mobilitat internacional de capitals, que situa aquest mercat com el principal exemple de la globalització econòmica que actualment viu el planeta. Una perspectiva més dilatada en el temps ens mostra que la creixent globalització financera obeeix a diverses causes: el desenvolupament dels mercats d'eurodòlars a partir de la dècada dels setanta, les

successives liberalitzacions de funcionament dels propis mercats financers i, naturalment, les extraordinàries innovacions en matèria informàtica i de telecomunicacions han constituït una esplèndida plataforma per el creixement exponencial de les transaccions financeres internacionals. En aquest punt, només cal mencionar que en un sol dia d'operativa normal dels mercats financers internacionals es mou un volum de recursos que equival a 2,5 vegades el PIB d'Espanya d'un any. És a dir, amb un dia d'operativa es mouen un volum de recursos que l'economia espanyola tarda 2,5 anys en generar, en forma de renda nacional.

D'altra part, la progressiva transició cap a tipus de canvi flexibles de les principals divises mundials a partir de la crisi del sistema de Bretton-Woods el 1973 va originar problemes creixents de riscos de tipus de canvi, fet que va incentivar l'aparició de nous instruments financers destinats a cobrir o a reduir aquests riscos. A més, la volàtilitat dels tipus d'interès accentuada per les polítiques monetàries de tall *monetarista* implementades per molts països, va fer que les incerteses sobre l'evolució dels tipus d'interès generessin una nova onada de nous instruments financers que cobrissin aquesta nova situació. En aquest context, un fort volum de dèficits públics finançats de manera creixent pels mercats financers internacionals van acabar de configurar un panorama amb uns mercats de divises i de capitals molt complexes, amb instruments d'enginyeria financera realment complicats i amb un volum de recursos per transaccions elevadíssim. És en aquest context de creixent mobilitat internacional de capitals que els països europeus van decidir el 1979 la creació del SME, que sota un enfoc d'*àncora nominal* respecte al marc, va crear les bases de l'actual unió monetària. Es tractava d'aprofitar les avantatges de la vinculació amb una divisa creïble, des del punt de vista de la lluita inflacionista, per tal d'avançar cap un *tipus de canvi fixe*, que reduís la incertesa dels tipus de canvi i incentivés la integració econòmica dels països integrants de les Comunitats Europees. Però, un element el qual les autoritats monetàries europees van subestimar: la importància dels agents privats va fer trontollar tot el SME amb la crisi financera del 1992 i el 1993.

És cert que la dimensió més cridanera dels mercats financers a l'actualitat són els episodis d'instabilitat i/o crisis monetàries i canviàries de les quals n'hem tingut diversos exemples a la dècada dels noranta: les *tempestes monetàries* a Europa que van afectar el SME el 1992 i el 1993, la crisi iniciada a Mèxic el 1994 i que es va estendre per tota l'Amèrica Llatina el 1995, donat lloc al denominat *efecte tequila* i la més recent iniciada el juliol del 1997 al sud-est asiàtic i que es va estendre a molts dels mercats emergents, en especial a Rússia i a Brasil, en són els exemples més dramàtics i significatius. Les conclusions dels estudis realitzats per detectar-ne les causes, sobretot els de Krugman (1998) i els d'Eichengreen (1999) són clars: la creixent instabilitat canviària de la dècada dels noranta té dues motivacions fonamentals, la primera, la gran mobilitat de capitals, la segona, la creixent importància dels agents privats a les transaccions financeres internacionals, que gestionen grans quantitats de recursos i que busquen la maximització del benefici en inversions, o bé directes o bé especulatives.

En el cas concret de la Unió Europea, l'enfoc clàssic d'explicació de les crisis canviàries segons el qual la in comptabilitat entre un compromís d'estabilitat dels tipus de canvi i les polítiques econòmiques dutes a termes pels govern -que a mig termini es considerava que eren incompatibles amb l'estabilitat canviària- generava atacs especulatius contra la

divisa del país va ser posat en qüestió. D'aquesta manera, alguns economistes van opinar que en els episodis d'atacs contra les divises del SME s'havien donat al menys dos fets que no eren explicables per l'enfoc clàssic, fet que va generar *l'enfoc modern* d'explicació de les crisis canviàries. Per un costat, països de solvència econòmica havien vist llur divisa atacada, sense que es detectés cap incoherència entre les polítiques econòmiques i l'objectiu d'estabilitat canviària (França va ser el cas més mencionat). Per un altre costat, la previsibilitat del moment de l'atac especulatiu no encaixava amb el fet que els mercats financers no anticipessin -a través de pujades dels tipus d'interès sobre les monedes qüestionades- els atacs i la posterior crisi. Cal mencionar ara que els tipus d'interès dels països integrants a l'SME van romandre "tranquils" fins un mes abans de la crisi de setembre del 1992. L'explicació alternativa d'aquest nou enfoc es basa en l'enorme poder adquirit pels operadors privats als mercats financers internacionals, que confereix a les seves expectatives un destacat paper de *self-fulfilling*, és a dir, *d'autocompliment*. D'aquesta manera, la realitat acaba confirmant les expectatives dels operadors, degut a que les percepcions dels agents privats generen un comportament que té la força suficient -entre d'altres coses per la immensitat de recursos que maneguen- per conduir el resultat final cap on les expectatives esperen. Dit d'una altra manera, la responsabilitat final de les crisis canviàries segons aquest enfoc es dels agents privats, que poden provocar un crisi, fins i tot si els elements fonamentals d'una economia són sòlids.

Tot i això, aquest factor també ressalta la importància dels fonaments econòmics d'un país com a element a tenir en compte a l'hora d'analitzar crisis canviàries, sobretot els elements de vulnerabilitat. Així, en primer lloc destaca la desocupació, que si és elevada aminora els marges de maniobra dels governs per adoptar polítiques "dures" de defensa dels tipus de canvi. En segon lloc, es destaquen els dèficits públics excessius, que poden donar lloc a comportaments monetaris irresponsables. En tercer lloc, la fragilitat del sistema financer domèstic, que hauria de suportar eventuais elevacions de tipus d'interès per evitar les retirades de capitals. Alguns d'aquests aspectes també haurien tingut la seva responsabilitat en la crisi financera del SME. En resum, aquest enfoc destaca tant la possibilitat de combinar el rigor i la credibilitat de les polítiques econòmiques del govern -ja sigui a nivell d'estabilitat macroeconòmica o d'eficiència microeconòmica- com una supervisió internacional dels operadors financers -privats i amb molt de poder de decisió-. l'arquitectura de la qual s'està discutint.

Aquesta breu excursió per l'estructura dels mercats financers i l'anàlisi de les motivacions de les crisis canviàries, fent especial èmfasi en la crisi del SME del 1992 i el 1993 ens ha permès extreure'n algunes conclusions, que, de ben segur, van tenir en compte les autoritats monetàries europees a l'hora de definir els objectius de política monetària i la seva relació amb el tipus de canvi exterior de l'euro. En concret, en un context de mercats financers internacionals que mouen gran quantitat de recursos, que són globalitzats, que són molt sofisticats i en els quals els operadors privats hi tenen un importància primordial, la fixació explícita d'un tipus de canvi de l'euro en relació amb les altres divises important de planeta no tenia sentit. Per tant, es tractava de guanyar credibilitat amb la lluita antiinflacionista i de fomentar l'estabilitat macroeconòmica i l'eficiència microeconòmica per garantir uns fonaments econòmics equilibrats. Tot i això, el sanejament de l'economia de la zona euro i la especificació de l'objectiu antiinflacionista per part del BCE no han pogut evitar una continuada depreciació de l'euro en relació al

dòlar durant els poc més de 18 mesos que fa que existeix la divisa europea.

Per acabar aquest primer punt caldria mencionar que, tot i que, l'evolució del tipus de canvi de l'euro en relació al dòlar ha presentat una tendència a la baixa, altres aspectes de la introducció de la divisa europea s'espera que siguin molt favorables. Ens referim al fort increment de la utilització de la divisa europea com a unitat de mesura i mitjà de pagament, per bé que la funció de dipòsit de valor -en relació al dòlar- presenta algunes incertes. En efecte, la introducció de l'euro ha representat un canvi estructural en les pràctiques de pagament de les relacions comercials internacionals i el comerç expressat en euros creixerà exponencialment, probablement, ja a l'inici del període de transició. Mentre existeixi un elevat grau d'inèrcia en l'ús internacional de divises es pot esperar que les empreses de la Unió Monetària expressin la seva preferència per l'euro molt ràpidament, fenomen que, tanmateix, es més esperable als països on les seves divises tenen un pes específic petit. L'impacte de l'ús de l'euro com a mitjà de pagament al comerç internacional és un dels aspectes més rellevants de l'èxit de l'euro com a divisa internacional. De fet, atenent a la tradicional classificació de les tres funcions del diner (taula 1) sembla clar que l'euro pot substituir la utilització del dòlar en les transaccions, tant públiques com privades, en les funcions unitat de mesura i mitjà de pagament, mentre que la funció dipòsit de valor, és la que, de moment, presenta més incerteses.

Taula 1. Les tres funcions del diner, l'euro i els usos del sector públic i privat.

	Sector privat	Sector públic
Unitat de mesura	- Mesura comerç internacional - Transaccions financeres internacionals - Denominació dels preus	- Determinació de les relacions de tipus de canvi
Mitjà de pagament	- Pagament del comerç internacional - Obligacions financeres - Divisa vehicle i divisa refugi	- Intervenció als mercats exteriors de tipus de canvi - Fluxos financers oficials
Dipòsit de valor	- Denominació dels instruments financers	- Denominació de reserves internacionals

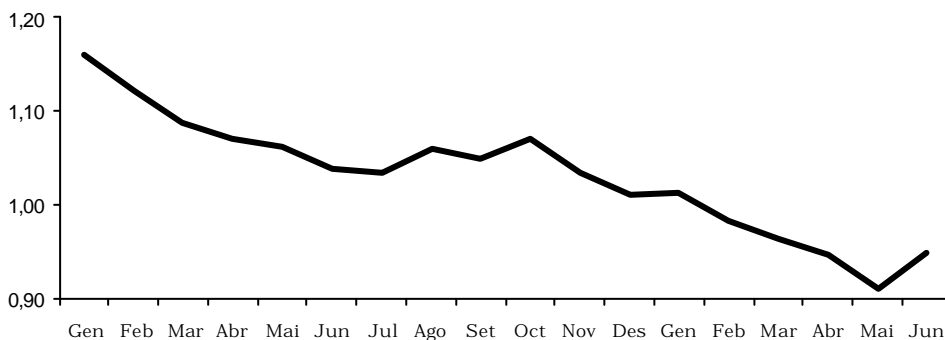
Font: The implications of the introduction of the euro for non-EU countries. Peter Bekx. Euro Papers. 1998.

2. El paper dels fonaments econòmics

La teoria econòmica ha identificat un seguit de variables fonamentals que incideixen directament sobre la dinàmica dels tipus de canvi. Aplicant la teoria, l'anàlisi d'aquest seguit de variables macroeconòmiques ens hauria d'explicar l'evolució del tipus de canvi entre l'euro i el dòlar, que, com es pot apreciar en el gràfic 1, ha presentat una notable tendència a la baixa, des dels valors propers a 1,17 unitats monetàries per dòlar amb què va començar el seu camí la divisa europea el gener del 1999 fins als registres propers a 0,95 euros per dòlar amb què ha tancat la primera meitat del 2000. Així, el creixement econòmic dels EUA en relació amb l'increment del PIB a l'àrea de l'euro, el diferencial d'inflació, els tipus d'interès reals, la dinàmica de l'atur i la balança per compte corrent serien els fonaments econòmics bàsics que determinarien la dinàmica del tipus de canvi de l'euro en relació amb el dòlar. D'aquesta manera, si l'economia dels EUA creixés inesperadament per sobre l'economia de la zona euro això comportaria una apreciació del dòlar en relació amb la divisa europea. De la mateixa manera, una acceleració de la inflació a l'altre costat de l'Atlàntic, superior a la dinàmica de la inflació europea, comportaria una depreciació del dòlar en relació amb l'euro.

Gràfic 1. Evolució recent de l'euro en relació amb el dòlar. 1999-2000

Pes de les exportacions i de les importacions sobre el PIB en termes reals



Font: Elaboració pròpia a partir de dades del BCE.

D'aquesta manera, l'anàlisi de l'evolució recent d'aquests grans indicadors de les economies de l'àrea de l'euro i de l'economia dels EUA ens haurien d'explicar l'evolució dels tipus de canvi entre ambdues divises. Així, podem observar que, des de la introducció de

l'euro el gener del 1999, la taxa de creixement de l'activitat als EUA ha estat consistentment superior a la de la zona euro, per bé que des de la segona meitat de l'any passat, el creixement del PIB a Europa s'ha accelerat amb més força que als EUA. Aquesta tendència sembla que continuarà al llarg del 2000. Pel que fa a la inflació, l'economia dels EUA ha experimentat una evolució de la inflació superior a la de l'àrea de l'euro i el seu diferencial ha crescut durant la primera meitat del 2000. La corba de tipus d'interès reals, mesurada a través de les obligacions dels governs, va presentar l'any passat una tendència similar a ambdues zones, per bé que la primera meitat del 2000, la corba de tipus d'interès a llarg termini dels EUA ha caigut substancialment per sobre de la de la zona euro. Aquest fenomen està clarament vinculat a l'acceleració de la inflació americana. La taxa d'atur dels EUA ha evolucionat substancialment per sota de l'atur europeu, per bé que el diferencial de desocupació ha tendir a reduir-se. Finalment, la balança per compte corrent dels EUA ha evolucionat significativament menys favorablement que l'europea, amb un important deteriorament durant el darrer any i mig. En resum, les variables fonamentals de les economies americanes i de l'àrea de l'euro semblarien indicar una millor posició relativa de l'economia europea, que presenta una superior acceleració de l'activitat econòmica, una menor taxa d'inflació, una menor caiguda dels tipus d'interès a llarg termini, un acostament en el diferencial d'atur i una balança per compte corrent molt més sanejada, fet que hauria de suggerir una tendència a l'apreciació dels tipus de canvi dòlar-euro, resultat d'un comportament econòmic més sanejat, que a l'actualitat no està succeïnt.

Taula 2. Indicadors econòmics a l'àrea de l'euro, els EUA i el Japó en el moment de l'entrada a la tercera fase de la UEM. 1997

Bilions d'ecus, milions de persones i pesos sobre el total i taxes de variació en percentatges

	UM	EUA	Japó
PIB i població			
PIB (bilions d'ecus)	5.546,0	6.848,0	3.712,0
Població (milions de persones)	291,0	269,0	126,0
Creixement de la població	0,3	0,9	0,2
PIB per persona (milers d'ecus)	19.058,0	25.457,2	29.460,3
Estructura percentual del PIB¹			
Agricultura, ramaderia i pesca	1,8	1,7	1,9
Indústria (amb energia i construcció)	30,2	25,7	36,5
Serveis (de mercat i públics)	67,9	72,6	61,7
Comerç exterior			
Exportacions (bilions ecus)	757,1	607,1	370,1
Taxa de variació	13,0	24,0	14,0
Importacions (bilions ecus)	667,4	790,1	294,3
Taxa de variació	12,0	23,0	7,0
Saldo comercial (bilions ecus)	89,7	-183,1	75,8
Canvi respecte el 1996 (bilions d'ecus)	16,2	-29,7	27,1
Grau d'obertura ((Exp.+Imp.) / PIB)	25,7	20,4	17,9
Taxa de cobertura (Exp./Imp.)	113,4	76,8	125,8
Exportacions/PIB	13,7	8,9	10,0
Importacions/PIB	12,0	11,5	7,9

1. Per als EUA dades del 1993 i per al Japó dades del 1995.

Font: Caixa Catalunya a partir de dades d'Eurostat.

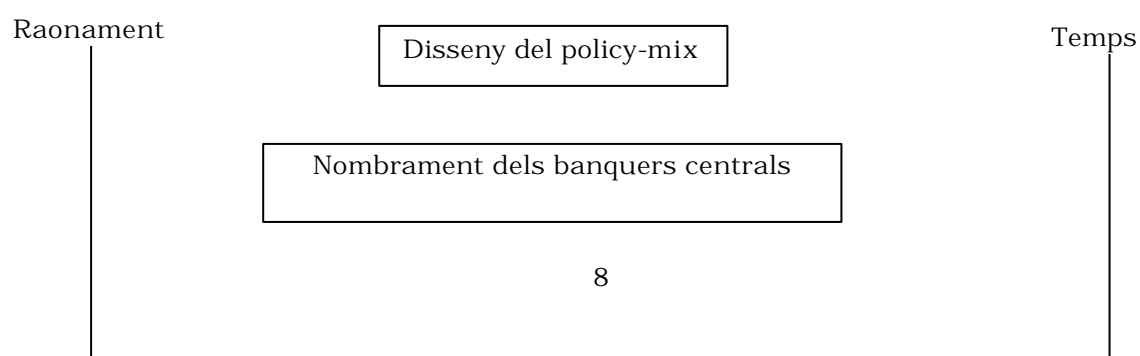
A més, si sortim de l'anàlisi conjuntural i s'analitza la situació de l'economia de l'àrea de l'euro en relació a les altres dues grans àrees econòmiques del món, la importància de

l'economia europea s'hauria de reflectir en la cotització internacional de l'euro. Així, la conclusió més rellevant d'aquesta comparació és que amb la zona euro neix la principal àrea comercial del món, ja que, amb les dades del 1997, el grau d'obertura (exportacions+importacions/PIB) és del 25,7%, davant el 20,4 i el 17,9% dels EUA i el Japó, respectivament. Tanmateix, l'elevat grau de protecció de l'economia japonesa (les importacions només representen un 7,9% del PIB) fa que la taxa de cobertura del sector exterior exportacions + importacions sigui superior a l'economia nipona (125,8%, davant el 113,4% de la zona euro i el 76,8% dels EUA). Pel que fa als registres del PIB, cal destacar que la zona euro se situa en una posició intermèdia respecte a les altres dues potències econòmiques mundials, per bé que el PIB per càpita és el més baix de les tres àrees. La distribució per sectors assenjala que la zona euro està molt més industrialitzada que els EUA (amb una participació de la indústria sobre el total del PIB del 30,2%, davant el 25,7% de l'economia americana), tot i que en aquesta darrera economia els serveis hi tenen molta més presència (72,6%, contra un 67,9%). Finalment, en relació amb l'economia japonesa la zona euro presenta una participació més elevada de l'activitat terciària (67,9% del PIB, davant el 61,7% del Japó), que es compensa amb una presència superior de la indústria al país nipó (36,5%, davant el 30,2% de la zona euro).

3. La presa de decisions de política econòmica a l'àrea de l'euro

Una vegada analitzats els aspectes estructurals dels mercats financers i l'evolució dels fonaments econòmics que hi ha al darrere de l'evolució del tipus de canvi entre l'euro i el dòlar s'ha estimat oportú detallar els aspectes institucionals de la presa de decisions a l'àrea de l'euro amb l'objectiu d'analitzar si efectivament aquests mecanismes utilitzats per les autoritats monetàries poden afectar la cotització de l'euro, sense que aquest sigui un objectiu manifest de política econòmica. La resposta és afirmativa si es tenen en compte els nous models d'anàlisi del comportament estratègic del BCE i els problemes de coordinació que poden sorgir amb els governs nacionals, com per exemple el de Wyplosz (1999). En concret, es tracta d'analitzar la presa de decisions en el marc de la UEM com a un típic problema de *risc moral* entre els diversos agents implicats. D'aquesta manera, es determina una *funció de reacció* del banc central, que en el context europeu, respon a l'evolució de la inflació i a l'output gap (augment del PIB per sobre del seu potencial a llarg termini), de manera que un increment percentual d'un punt de la inflació suposa un augment dels tipus d'interès en el curt termini de 20 punts bàsics i de 60 punts bàsics en el llarg termini, registre que també es confirma, aquesta vegada amb el signe canviat, quan es tracta de l'output gap. Tanmateix, el banc central no respon davant de canvis en la política fiscal, fet que en alguns casos ha donat problemes de coordinació rellevants.

Taula 3. La presa de decisions de política econòmica a la UEM.



Decisió d'adoptar el pacte per l'estabilitat

Font: Economic Policy Coordination in EMU. Charles Wyplosz. Institute of International Studies and CEPR. 1999.

De fet i tal com es mostra a la taula 3 la presa de decisions en el si de la UEM presenta ineficiències derivades de la coordinació imperfecta entre els governs nacionals i els comportaments estratègics dels banquers centrals, a més de les tradicionals ineficiències entre la política monetària i fiscal. Així, una vegada un govern ha decidit adoptar les mesures del Pacte per l'Estabilitat, el nomenament del banquer central vindrà determinat per la seva posició davant el *trade-off* entre inflació i dèficit públic, per bé que una vegada aquest hagi de prendre la decisió es mourà per la *teoria del votant mitjà* (equilibri entre postures conservadores i progressistes), fet que el pot portar a una decisió no volguda pel govern. D'aquesta manera, les restriccions que imposa el Pacte per l'Estabilitat afecten els incentius i al comportament estratègic dels banquers centrals a l'hora que debilita el poder de maniobra dels governs en el seu contrapès amb l'autoritat monetària.

En definitiva, el conflicte d'interessos que pot existir en les autoritats monetàries del BCE i els responsables governamentals (el cas d'Oskar Lafontaine en va ser un clar exemple) està corroborat pels mecanismes de presa de decisions en el si de la UEM i, encara més, la falta de transparència de les posicions adoptades dins del comitè del Banc Central que decideix les pujades o no dels tipus d'interès, agreuja la situació, ja que els operadors dels mercats financers no tenen a que atènyer-se. De fet, la incertesa que genera la no coneixença de les posicions dels agents implicats a l'hora de prendre una decisió que és única (pujar o no els tipus d'interès) afecta clarament les perspectives dels agents econòmics en relació al tipus de canvi euro-dòlar, on, en aquest segon cas, la transparència en la presa de decisions és molt més elevada, a banda de l'evident millor eficiència entre la coordinació de la política monetària i fiscal.

4. La importància de la informació

Al llarg del treball s'ha vist la importància de cara a la determinació dels tipus de canvi d'una divisa que tenen els agents privats que operen en uns mercats financers que són globals, profunds, sofisticats i molt rellevants. A més, també hem comprovat com la clàssica evidència entre els fonaments econòmics i els tipus de canvi, no acaben d'explicar, al menys en el curt termini, l'evolució del tipus de canvi euro-dòlar. Per últim, i a través d'una breu anàlisi de la presa de decisions de política monetària a l'àrea de l'euro, s'ha passat revista a les ineficiències i als problemes de coordinació que té la política econòmica en el marc de la UEM. Tanmateix, aquests elements per si sols no acaben d'explicar l'evolució del tipus de canvi entre la divisa europea i l'americana, de manera que falta trobar un nexe d'unió entre aquests components estructurals dels mercats financers, teòrics basats en fonaments econòmics i institucionals basats en la presa de decisions de política monetària. Aquest punt d'unió ens el determina la importància de les expectatives dels agents econòmics i la informació que se'n deriva. En aquest punt, un important i recent treball de De Grauwe (2000) suggereix que una de les explicacions a través de la qual s'interrelacionarien aquests components és a través de la informació que els operadors dels mercats financers tenen en compte sobre l'evolució econòmica i financera de l'àrea de l'euro i dels EUA.

Efectivament, en aquest model interpretatiu una apreciació del dòlar vindria correlacionada amb bones notícies sobre aquesta divisa, mentre que una depreciació estaria relacionada amb males notícies sobre el dòlar -el mateix raonament per l'euro-.

L'evidència empírica mostra que des del 1999 hi ha hagut moltes més notícies favorables sobre el dòlar que sobre l'euro, de manera que el dòlar s'ha apreciat significativament en relació a l'euro. Una vegada trobada la relació entre les notícies econòmiques i la dinàmica del tipus de canvi euro-dòlar, la pregunta següent és: poden aquestes bones notícies del període 1999-2000 estar relacionades amb les bones notícies econòmiques relatives als fonaments econòmics?. L'evidència és clara: no hi ha relació. Una anàlisi comparada entre els indicadors econòmics fonamentals d'ambdós països mostra que, tal com s'avançava a l'apartat 2, l'evolució d'aquestes variables ha estat molt més favorable a l'àrea de l'euro que als EUA. Com podem explicar, doncs, que l'apreciació del valor relatiu del dòlar en relació amb l'euro s'hagi consolidat amb unes notícies sobre els indicadors econòmics més favorables a la zona euro que als EUA?. La resposta sembla provenir del fet que els operadors dels mercats financers han tingut en compte un seguit de variables que no estan incloses en el que la teoria econòmica anomena fonamentals determinants del tipus de canvi.

En primer lloc, en el període analitzat un conjunt d'elements extraordinaris vinculats amb la *nova economia* han atret l'interès d'economistes i no economistes. Aquestes notícies de la nova economia han estat molt més brillants i freqüents en el cas dels EUA, mentre que per a Europa s'ha estès la visió que les rigideses existents dificulten l'expansió d'aquesta nova economia. Tot i que estem en el terreny de les percepcions sembla evident que una posició relativa més favorable de la nova economia als EUA, o fins i tot, unes opinions més favorables, podrien decantar la balança dels tipus de canvi en favor de dòlar. Tanmateix, aquesta explicació sembla incompleta, ja que ja hi ha hagut d'altres moments amb rigideses més importants a l'àrea de l'euro que han coincidit amb una divisa més apreciada que el dòlar (per exemple el cas del marc alemany a finals dels vuitanta). Perquè, doncs, els operadors dels mercats financers tenen en compte les rigideses dels mercats en alguns casos i a d'altres els descarten?. L'explicació sembla vinculada amb el grau d'incertesa de l'equilibri en el tipus de canvi. En el cas euro-dòlar els economistes estimen que el tipus de canvi d'equilibri s'hauria de situar en una franja entre 0,9 i 1,1 euros per dòlar, franja que, com és obvi, és molt àmplia. Aquesta incertesa té dues implicacions molt importants. La primera és que aquesta banda de fluctuació està influenciada per les anàlisis tècniques i gràfiques dels operadors financers, cosa que pot fer moure el tipus de canvi en una direcció o en una altra sense tenir en compte les variables fonamentals.

La segona implicació encara és més important, quan el tipus de canvi es mou unívocament cap una direcció o una altra, les variables fonamentals també es mouen en la mateixa direcció -incloent, està clar, les no observades al capítol 2- que van validant el moviment de la divisa. Dit d'una altra manera, quan el dòlar va començar a tendir a l'alça, això va ser considerat com una resposta al fort creixement econòmic dels EUA, a l'hora que els economistes buscaven bones notícies del moment econòmic americà i descartaven les menys favorables. Així, es tenia en compte el fort creixement econòmic, la nova economia o la flexibilitat de l'economia dels EUA, mentre que no es valorava l'insostenible avenç del crèdit al consum, el creixement exponencial del dèficit per compte corrent o l'augment de la inflació. Aquest raonaments tenen el seu sentit, si es té en compte en un context com l'actual on l'incertesa determina les creences dels operadors als mercats financers i dels economistes. D'aquesta manera, la tendència alcista del dòlar s'il·lustrava amb els indicadors necessaris i els menys favorables eren eliminats. L'explicació en el cas de l'euro també va pel mateix camí. Quan l'euro es va començar a depreciar es van buscar els

indicadors que possessin de manifest els problemes de l'economia europea, com per exemple les seves rigideses, mentre que els indicadors favorables (com l'augment inesperat del PIB o el diferencial d'inflació) no es tenien en compte. Així, la davallada de l'euro va generar una creença racional sobre la debilitat de l'economia europea. Aquestes creences es van reforçar amb els moviments del tipus de canvi, que van evolucionar amb noves apreciacions del dòlar, fet que va generar la convicció que aquestes opinions eren una representació de la realitat -l'apreciació del dòlar s'entenia com una evidència acumulada a favor de la persistència de les creences optimistes sobre l'economia dels EUA-.

En aquest sentit cal destacar que les teories *d'expectatives racionals*, amb les quals treballen els operadors financers internacionals van reforçar les percepcions a favor del dòlar, ja que la confrontació amb la realitat es basa en les expectatives dels agents, que eren de nou molt favorables. D'aquesta manera, es va crear un cercle virtuós a favor del dòlar entre l'evolució del tipus de canvi i les informacions positives sobre les variables fonamentals de l'economia dels EUA. El procediment descrit no és únic, ja que durant la primera part de la dècada dels vuitanta l'optimisme sorgit de la política econòmica de Reagan i l'evolució de l'economia europea van generar una situació semblant a l'actual, que va dominar als mercats financers durant alguns exercicis.

5. Conclusions

A llarg d'aquest treball hem passat revista als elements que es consideren importants de cara a l'explicació dels tipus de canvi de l'euro i el dòlar. En primer lloc, s'ha analitzat l'estructura dels mercats financers internacionals, tot destacant-ne la importància dels operadors privats. En segon lloc, s'han estudiat els indicadors econòmics fonamentals de l'àrea de l'euro i l'economia dels EUA i s'ha comprovat que la depreciació de l'euro del 1999 i el 2000 no obeeix a la dinàmica d'aquests indicadors més favorables a l'economia europea. En tercer lloc, s'ha realitzat una breu excursió pels elements institucionals de la UEM, tot destacant la importància que té la coordinació de les polítiques econòmiques -monetària i fiscal- així com l'organització de la presa de decisions per la determinació dels tipus d'interès i, de retruc, per l'evolució dels tipus de canvi, encara que no siguin un objectiu explícit de política monetària. Per últim, i vinculant els tres elements anteriors, s'ha destacat la importància de les expectatives dels operadors financers i la vinculació entre l'evolució dels tipus d'interès i la informació sobre variables fonamentals que confirmen aquesta dinàmica.

El nucli de l'explicació que es proposa és que no és cert que les notícies en els fonaments econòmics dirigeixin l'evolució dels tipus de canvi, però sí que és cert que els canvis en els tipus de canvi porten a una selecció de notícies sobre els indicadors econòmics fonamentals (presents i futurs) que són consistents amb l'evolució observada dels tipus de canvi. D'aquesta manera, la depreciació de l'euro en relació al dòlar no estaria motivada per una informació econòmica desfavorable, sinó que les expectatives dels operadors financers i economistes han estat confirmades per un filtratge de notícies que va en la mateixa direcció. Això, no vol dir que els fonaments econòmics bàsics no importin. Ni molt menys. L'economia europea encara presenta un conjunt de rigideses, el BCE ha de consolidar la seva credibilitat, tot evitant els conflictes en el si de la UEM. Però, també es

cert que hi un conjunt de bones notícies relatives als fonaments econòmics de l'economia europea que estan dormides i que seran reactivades quan el tipus de canvi de l'euro en relació al dòlar torni a tendir a l'alça.

Bibliografia

BCE (1999): El papel internacional del euro a Boletín Mensual. Agosto 1999. Frankfurt.

BCE (2000): Tipos de cambio efectivos nominales y reales del euro a Boletín Mensual. Abril 2000. Frankfurt.

Bekx, Peter (1998): The implications of the introduction of the euro for non-EU countries. Euro Papers. European Commission. Brusel·les.

De Grauwe, Paul (2000): The Euro Dollar Rate Anno 2000: An Exchange Rate in Search of Fundamentals. Mimeo. University of Leuven and CEPR.

De Grauwe, Paul; Dewachter, Hans and Yunus Aksoy (1998): The European Central Bank: Decision Rules and Macroeconomic Performance, CES Discussion Paper Series DPS 98.34 and CEPR Discussion Paper 2067. Paris.

Eichengreen, Barry (1999): Toward a new international financial architecture: a practical post-Asia agenda. Institute for International Economics. Washington DC.

Krugman, Paul and Maurice Obstfeld (1997): Economía Internacional. 4ª edició. McGraw-Hill.

Krugman, Paul (1998): Currency crisis. Working paper. IMF. Washington DC.

Tugores, Joan (1997): Economia internacional i integració econòmica. McGraw-Hill i Edicions de la Universitat de Barcelona. Barcelona.

Wyplosz, Charles (1999): Economic Policy Coordination in EMU: Strategies and Institutions. Institute of International Studies, Geneva, and CEPR, London.