

Daniel Carrasco
Banc Sabadell

Si tuviéramos la capacidad de predecir el futuro, nuestro trabajo sería muy fácil, pero, obviamente, no la tenemos

ALAN GREENSPAN

Resum

Els indicadors econòmics són instruments utilitzats per a entendre com s'està comportant una economia en termes de creixement, inflació, etc. L'evolució d'aquestes magnituds resulta determinant en el comportament dels diferents mercats financers, per exemple, en l'evolució dels tipus d'interès, en el preu de les accions i en la cotització d'una divisa. Per això, és important entendre el tipus d'informació que proporcionen els diferents indicadors econòmics i la importància que els mercats els donen.

Resumen

Los indicadores económicos son instrumentos utilizados para entender cómo se está comportando una economía en términos de crecimiento, inflación, etc. La evolución de estas magnitudes resulta determinante en el comportamiento de los diferentes mercados financieros, por ejemplo, en la evolución de los tipos de interés, en el precio de las acciones y en la cotización de una divisa. Por ello, es importante entender el tipo de información que proporcionan los distintos indicadores económicos y la importancia que los mercados dan a cada uno de ellos.

1. Utilidad de los indicadores económicos

Cuando nos preguntamos por la situación económica de un país o de una región nos centramos, básicamente, en aspectos relacionados con el crecimiento y la tasa de inflación.¹

¿Está acelerándose el ritmo de crecimiento económico en EEUU?

¿Está perdiendo dinamismo la economía europea?

¿Ha entrado en recesión² la economía japonesa?

¿Están aumentando mucho los precios en España?

¿Hay presiones deflacionistas³ en Japón?

Los indicadores económicos son los instrumentos que permiten dar respuesta a este tipo de preguntas. Existen indicadores de crecimiento (Producto Interior Bruto (PIB),⁴ producción industrial, ventas al detalle, etc.) e indicadores de precios (Índice de Precios al Consumo (IPC),⁵ precios de producción, precios de importación, etc.).

El comportamiento de los indicadores económicos va a ser determinante en la evolución de los principales mercados financieros, esto es, en la evolución de los tipos de interés, del precio de las acciones y de la cotización de las divisas.

Pero existen otros factores que también van a influir en el comportamiento de estos mercados y que, en consecuencia, se tienen que seguir de cerca. Entre los mismos podemos destacar los siguientes:

- las declaraciones y decisiones adoptadas por las autoridades monetarias y políticas;
- posibles problemas en los balances corporativos de las compañías;
- la política de producción de crudo llevada a cabo por la OPEP (Organización de Países Productores de Petróleo);
- conflictos bélicos a escala internacional.
- impagos de deuda soberana en países emergentes;
- etcétera.

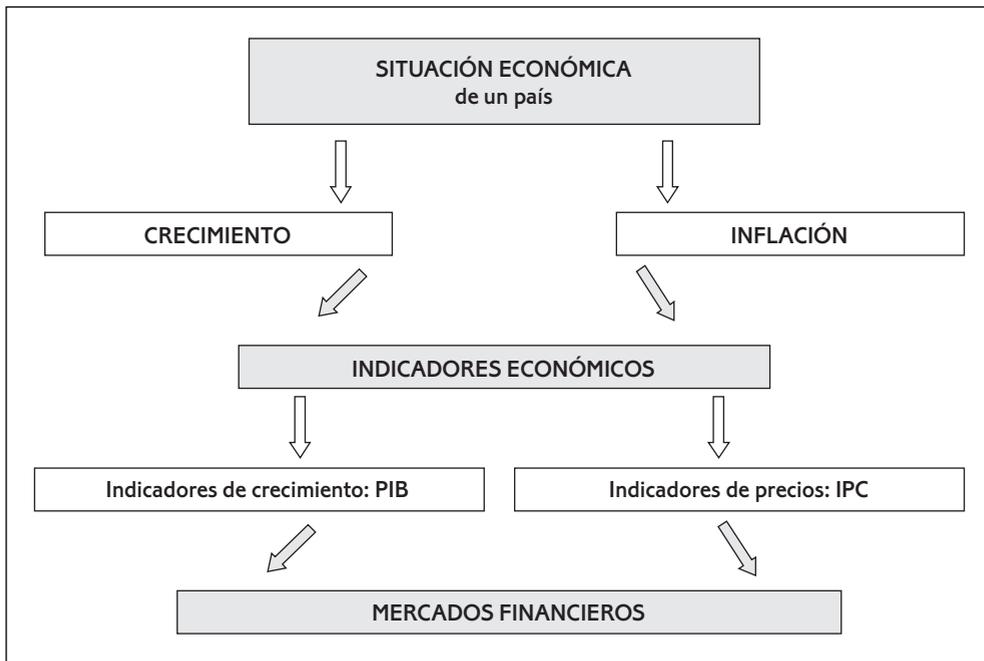
1. La tasa de inflación mide el ritmo al que suben los precios durante un determinado período de tiempo.

2. Las recesiones son períodos caracterizados por un aumento del desempleo y una reducción de la producción. Técnicamente, se dice que una economía entra en recesión cuando el producto interior bruto retrocede durante dos trimestres consecutivos.

3. Se habla de deflación cuando los precios, en lugar de subir, caen.

4. El PIB representa el valor de mercado de todos los bienes y servicios finales producidos en un país durante un determinado período de tiempo. Asimismo, representa la medida básica de la actividad económica de un país.

5. El IPC es un índice que mide el nivel general de precios de una economía y se elabora a partir del precio de una cesta de bienes y servicios representativos.



CUADRO 1. Los indicadores económicos nos ayudan a entender la situación económica de un país y su evolución va a ser determinante en el comportamiento de los distintos mercados financieros.

Llegados a este punto, hay que matizar la utilidad de los indicadores económicos que nos van a permitir:

- a) Caracterizar la situación presente de una economía: nos van a proporcionar información sobre el estado de salud actual de una economía.
- b) Anticipar el comportamiento futuro de una economía: nos van a proporcionar información a partir de la cual poder extraer conclusiones sobre el posible rumbo de una economía en los próximos meses.

En conclusión, los indicadores económicos nos van a mostrar cómo se encuentra actualmente una determinada economía y cómo podemos esperar que se encuentre en un futuro próximo.

Ejemplo: Situación actual de la economía estadounidense.

Este ejemplo nos va a permitir caracterizar, de forma muy simplificada, la situación económica de EEUU a partir de la información proporcionada por los indicadores económicos.

En el gráfico 1, se puede apreciar, a partir de la evolución del PIB, cómo la economía estadounidense mostró un crecimiento significativo en la década de los noventa. A partir de la segunda mitad de 2000, sin embargo, la economía empezó a perder dinamismo. Y desde principios de 2002, se observa un nuevo cambio de tendencia en que la economía está recuperando parte de este dinamismo perdido.

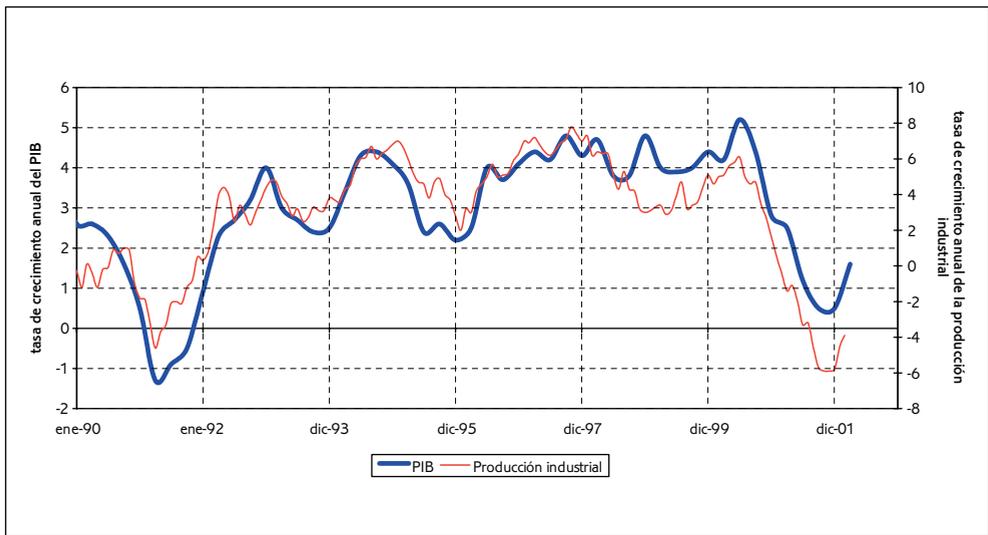


GRÁFICO 1. Evolución del PIB y de la producción industrial de EEUU desde 1990.

En el gráfico, también se observa cómo la serie de producción industrial se mueve de forma muy similar a la del PIB.⁶ Lo interesante de esta serie, radica en que se publica con carácter mensual, mientras que la del PIB se conoce trimestralmente. Esto significa que, aunque el PIB sea el indicador básico de la actividad económica de un país, existen indicadores análogos que, con una mayor periodicidad, nos informan sobre el comportamiento de una economía.

Para profundizar un poco más en el análisis, vamos a desglosar el PIB desde el punto de vista del gasto o de la demanda agregada.⁷ Para ello, debemos preguntarnos por los distintos usos o destinos que se les dan a los bienes y servicios finales producidos en un país.

La demanda total de la producción interior de un país está constituida por cuatro componentes o agregados:

- el consumo de los hogares;
- la inversión de las empresas;
- la compra de bienes y servicios por parte del gobierno;
- la demanda exterior.

$$\text{PIB} = \text{consumo privado} + \text{inversión empresarial} + \text{gasto público} + \text{exportaciones netas}^8$$

6. El PIB no está constituido únicamente por la actividad en el sector industrial. La actividad en el sector servicios, por ejemplo, también forma parte del PIB.

7. El PIB también se puede medir como la suma de la renta de los factores productivos o como la suma del valor añadido de todas las empresas de una economía. Con independencia del método utilizado, el valor final del PIB debe ser el mismo.

8. Las exportaciones netas se definen como la diferencia entre las exportaciones y las importaciones.

Para cada uno de estos agregados, existen indicadores que, con periodicidad mensual, nos informan sobre el comportamiento de los mismos y, en consecuencia, sobre el comportamiento de la economía en general.

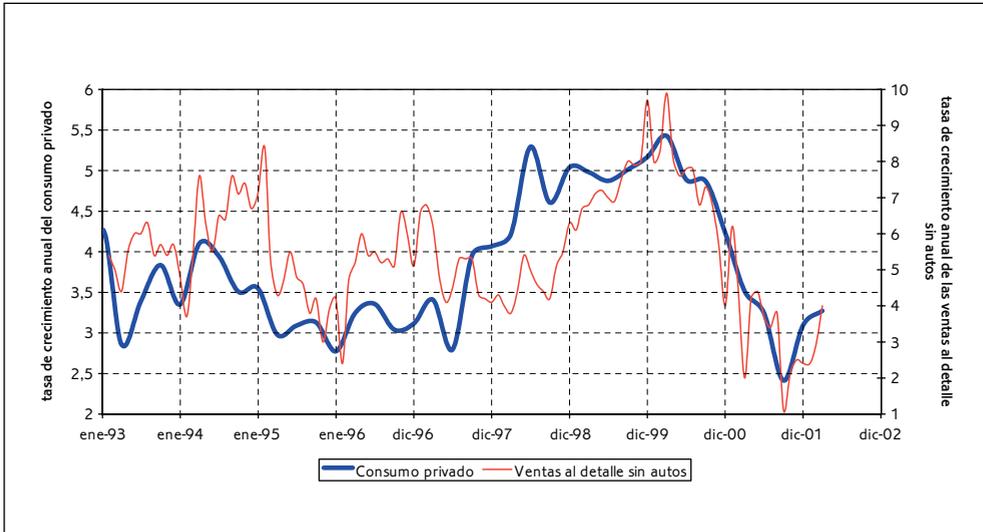


GRÁFICO 2. Evolución del consumo privado y de las ventas al detalle, sin autos, de EEUU desde 1993.

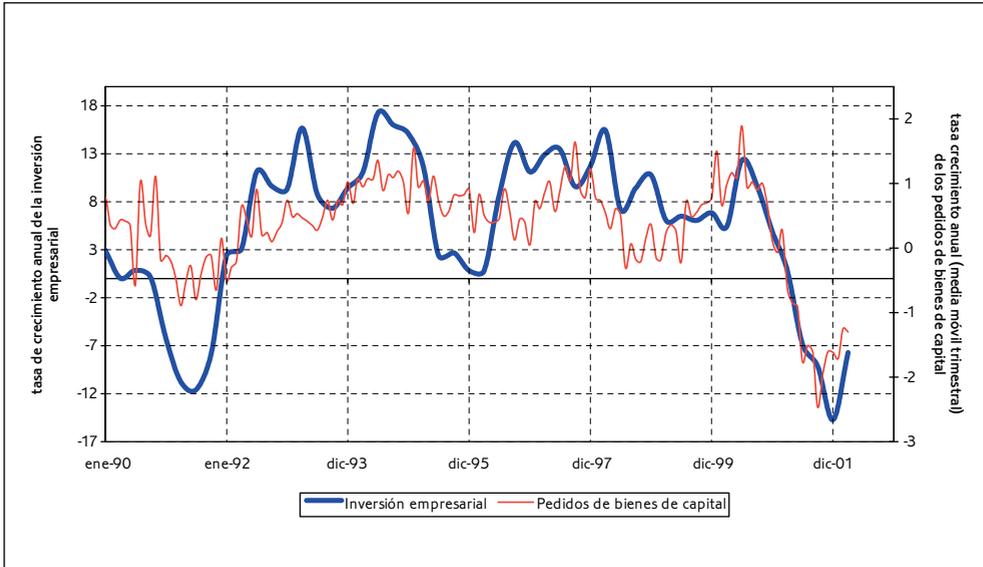


GRÁFICO 3. Evolución de la inversión empresarial y de los pedidos de bienes de capital de EEUU desde 1990.

2. Análisis de los indicadores económicos

En este apartado vamos a comentar varios aspectos que hay que tener en cuenta a la hora de examinar un indicador económico.

En el análisis de un indicador económico resulta muy importante:

- interpretar correctamente la información que nos proporciona;
- intuir en qué medida su comportamiento puede influir en la evolución de los mercados financieros.

A continuación, vamos a estudiar diferentes elementos relacionados con estos dos puntos.

2.1. Indicadores de crecimiento económico y de precios

En primer lugar, hay que distinguir si se trata de un *indicador de crecimiento económico* o un *indicador de precios*.

Esta distinción, aunque trivial, es importante porque hay momentos en los que el mercado se muestra más sensible a los datos de crecimiento económico y otros momentos en los que los datos de inflación son seguidos con mayor atención.

Seguidamente, pasamos a describir dos situaciones hipotéticas para ilustrar lo comentado en las líneas previas.

- Situación 1: Una economía se encuentra en su fase inicial de recuperación.

En esta primera situación, el mercado seguirá muy de cerca los indicadores de actividad, porque son los que nos van a indicar si se consolida o no la incipiente recuperación económica.

- Situación 2: Una economía está creciendo de forma importante y hay peligro de recalentamiento, es decir, de que los precios repunten de manera significativa.

En esta segunda situación, el mercado prestará especial atención a los datos de inflación para confirmar si ésta acaba situándose en niveles preocupantes o no.

Indicadores de crecimiento económico	Indicadores de precios
PIB Producción industrial Horas trabajadas Etcétera	IPC Precios de producción Precios de importación Etcétera

CUADRO 2. Algunos ejemplos de indicadores de crecimiento económico y de precios.

2.2. Indicadores coincidentes e indicadores adelantados

En segundo lugar, hay que distinguir si se trata de un *indicador coincidente* o de un *indicador que se adelanta* al comportamiento de la actividad económica o de los precios.

En este apartado, vamos a centrarnos en los indicadores de crecimiento económico para explicar la diferencia entre un indicador coincidente y un indicador adelantado. Pero se puede hacer un análisis equivalente considerando los datos de precios.

Los *indicadores coincidentes de actividad* nos proporcionan información sobre la situación actual de la economía. Se trata de indicadores que se mueven al mismo tiempo que el ciclo económico, esto es, que el PIB.

En el gráfico 4, se observa como la producción industrial de la eurozona es un indicador coincidente del PIB. La serie de producción industrial no sólo se mueve en la misma dirección que el PIB, sino que también se mueve al mismo tiempo.

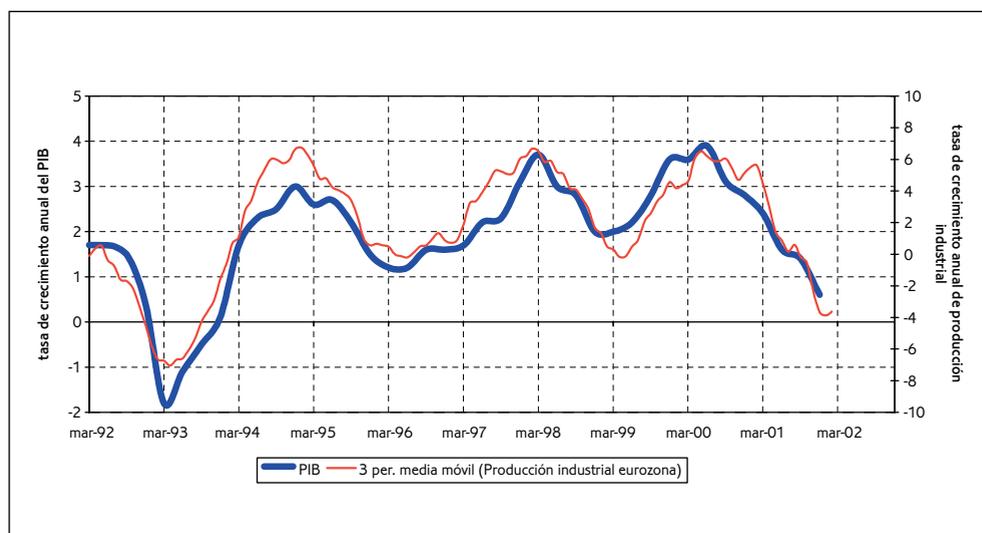


GRÁFICO 4. Evolución del PIB y de la producción industrial de la eurozona.

Los *indicadores adelantados de actividad* nos proporcionan información sobre cómo puede comportarse la economía en los próximos meses. Se trata de indicadores que se anticipan al ciclo económico, esto es, al PIB.

En el gráfico 5, se aprecia cómo el índice de indicadores adelantados publicado por la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) para la eurozona es un indicador adelantado del PIB. La serie de este indicador de la OCDE nos anticipa el comportamiento del PIB en el futuro.

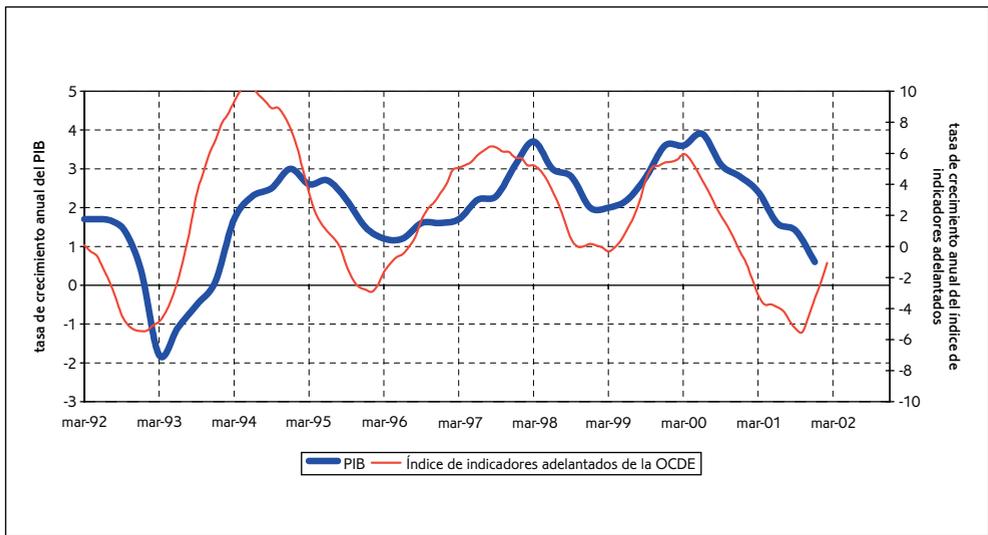


GRÁFICO 5. Evolución del PIB y del índice de indicadores adelantados elaborado por la OCDE para la eurozona.

2.3. Factores que distorsionan un indicador económico

Existen factores que pueden distorsionar el comportamiento de un indicador económico y esto puede llevarnos a extraer conclusiones precipitadas y erróneas sobre la situación en la que realmente se encuentra una determinada economía.

Estos factores los podemos clasificar en tres categorías: 1) factores estacionales —aquéllos que se repiten de forma regular en el tiempo—, 2) factores excepcionales —aquéllos que tienen lugar de forma puntual en el tiempo— y 3) factores volátiles —aquéllos que ocasionan importantes oscilaciones en la serie de un indicador económico.

A continuación, vamos a ilustrar con un ejemplo cada uno de estos aspectos.

2.3.1. Factores estacionales

Evolución de la tasa de paro en España.

En el gráfico 6, se observa que la tasa de paro en España ha mantenido una tendencia decreciente en los últimos años. Pero en este apartado, no estamos interesados en el comportamiento de la tendencia. El interés hay que centrarlo en el hecho de que, año tras año, se repite el mismo patrón de comportamiento:

- La tasa de paro siempre retrocede en el mes de agosto (flechas del gráfico).
- La tasa de paro siempre retrocede en el mes de diciembre.

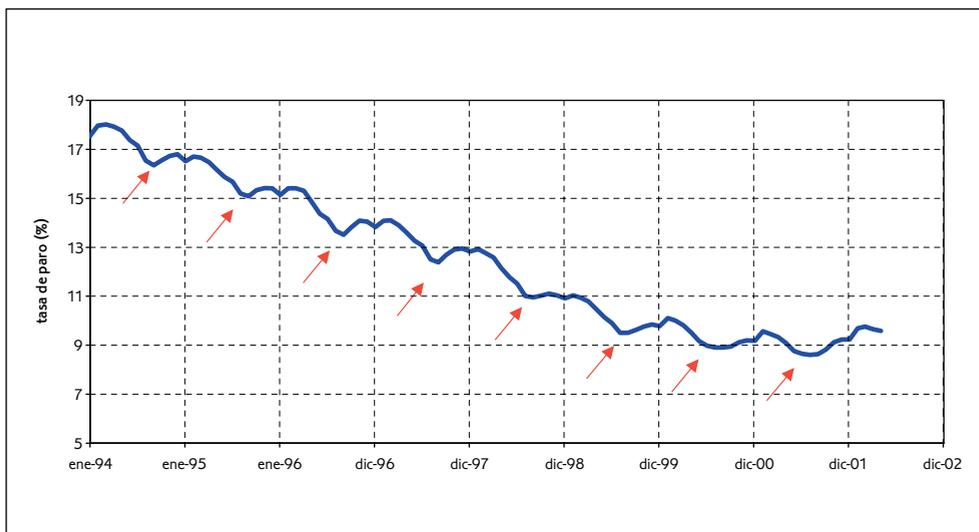


GRÁFICO 6. Evolución de la tasa de paro de España.

Este hecho, sin embargo, no tiene nada que ver con si el mercado laboral español está mostrando un buen o un mal comportamiento. Simplemente:

- La caída de la tasa de paro en agosto se explica por el «efecto vendedor de helados».
- La caída de la tasa de paro en diciembre se explica por el «efecto Papá Noel».

«Efecto vendedor de helados»: En agosto, España recibe muchos turistas y para satisfacer adecuadamente las necesidades de los mismos, los hoteles, restaurantes, puestos de helados, etc. contratan a más personal. Por lo tanto, agosto suele ser un mes en el que disminuye la tasa de paro en España.

«Efecto Papá Noel»: En diciembre llega la Navidad y es una época de regalos y de compras. En estas circunstancias, las tiendas contratan a más personal para hacer frente a esta mayor afluencia de gente a sus establecimientos. Por lo tanto, en diciembre suele disminuir la tasa de paro en España.

En conclusión, el hecho que la tasa de paro española retroceda en agosto o en diciembre, a priori, no nos proporciona mucha información sobre si la situación del mercado laboral español está mejorando o no. Esto es así porque son meses en los que, tradicionalmente, con independencia de la tendencia de fondo de la tasa de paro, hay menos desempleo que en el resto del año.

Por lo tanto, para saber lo que realmente está sucediendo en el mercado laboral español, deberíamos disponer de esta serie limpia del «efecto vendedor de helados» y del «efecto Papá Noel».

2.3.2. Factores excepcionales

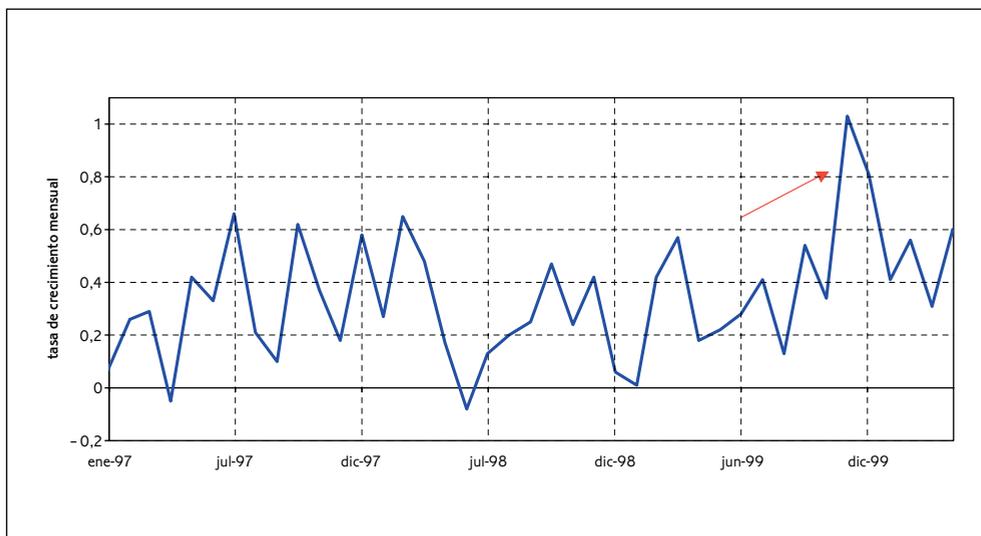


GRÁFICO 7. Evolución de los inventarios empresariales en EE.UU.

En el gráfico 7, se observa cómo a finales de 1999 (flecha del gráfico) se produce un incremento significativo, en términos relativos, de los inventarios empresariales en EE.UU. Sin información adicional, uno podría empezar a extraer conclusiones como las siguientes:

- Las empresas están acumulando inventarios debido a que las ventas están reduciéndose y los productos fabricados por las empresas se quedan en los almacenes.
- Las empresas están acumulando inventarios en respuesta a unas mayores expectativas de ventas futuras.
- Etcétera.

Pero en realidad, el repunte de los inventarios empresariales a finales de 1999 se explica por un factor puntual que nada tenía que ver con la situación económica del momento. Este factor no era otro que la incertidumbre existente ante la llegada del año 2000. En esta situación, las empresas, como medida de precaución respecto a lo que podía suceder con la llegada del nuevo milenio, decidieron acumular inventarios.

De no tener en cuenta este acontecimiento, uno podría haber extraído una conclusión equivocada sobre lo que estaba sucediendo en la economía.

Otros factores que, con carácter puntual, pueden influir en el comportamiento de un indicador económico son un terremoto, un tornado, una huelga general, etc.

Por lo tanto, para saber lo que realmente está sucediendo en la economía, deberíamos dis-

poner de una serie limpia de estos elementos, que de forma puntual, influyen en el comportamiento de un indicador económico.

2.3.3. Factores volátiles

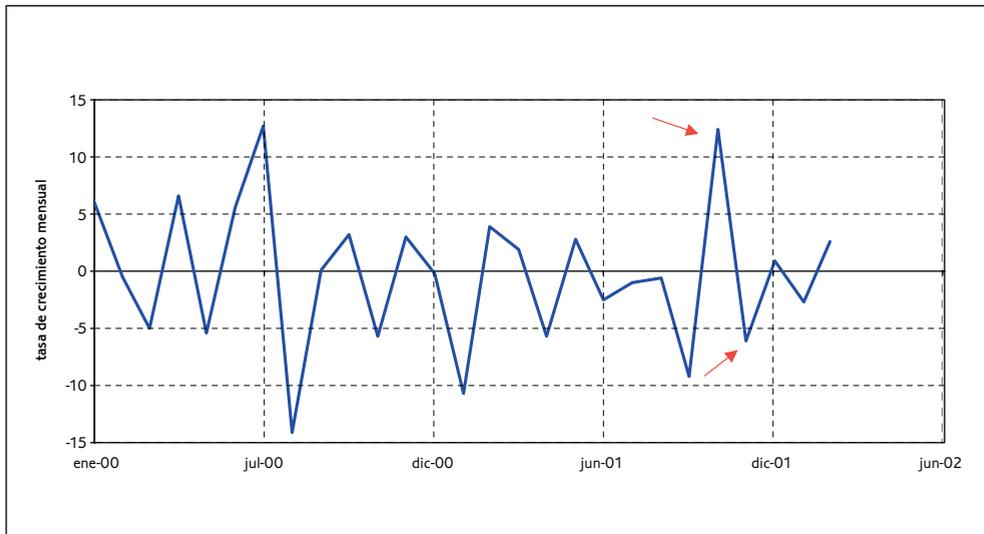


GRÁFICO 8. Evolución de los pedidos de bienes duraderos en EEUU.

En el gráfico 8, se observa cómo la serie de los pedidos de bienes duraderos en EEUU es muy volátil:

- Hay meses en los que los pedidos de bienes duraderos repuntan de forma significativa respecto al mes anterior (primera flecha del gráfico: un crecimiento superior al 10 %).
- Hay meses en los que los pedidos de bienes duraderos retroceden de forma significativa respecto al mes anterior (segunda flecha del gráfico: un retroceso superior al 5 %).

En este contexto, uno puede extraer pocas conclusiones sobre lo que realmente está sucediendo en la economía estadounidense a partir de dicho dato.

Lo primero que hay que hacer es entender el motivo de la volatilidad. En el ejemplo, la serie de pedidos de bienes duraderos es volátil porque dentro del índice se encuentra la partida de pedidos de aviones. El mes en que se produce un pedido de aviones el dato repunta de forma importante y si al mes siguiente no hay pedido de aviones el dato retrocede significativamente.

Por lo tanto, para saber lo que realmente está sucediendo en la economía, deberíamos disponer de una serie limpia del efecto provocado por los pedidos de aviones.

Otro ejemplo relacionado con la volatilidad, lo encontramos en las series de precios. En mu-

chas ocasiones, en la prensa económica se lee: «El *índice general del IPC* ha repuntado un..., mientras que el *índice subyacente del IPC...*».

La diferencia entre un índice y el otro radica en que del índice subyacente se excluyen elementos que aportan volatilidad a la serie. En particular, en el índice subyacente se prescinde del precio de la energía y del de los alimentos no-elaborados.

— Los precios de la energía, y en particular los del petróleo, muestran una importante volatilidad debido a que su comportamiento se ve influido por aspectos como la política de los países productores de petróleo (OPEP) o las tensiones en Oriente Medio.

— Los precios de los alimentos no elaborados pueden presentar un comportamiento volátil debido a la gran dependencia del sector agrícola respecto a las condiciones climatológicas.

2.4. Aspectos relacionados con el factor tiempo

El factor tiempo es un aspecto destacado a la hora de tener en cuenta el impacto que un indicador económico puede tener en el mercado.

En este apartado hablaremos de tres cuestiones: 1) periodicidad; 2) momento de la publicación y 3) datos preliminares y datos finales.

2.4.1. Periodicidad

Los indicadores económicos se publican con distinta periodicidad. Hay datos económicos que se dan a conocer semanalmente, otros mensualmente y otros trimestralmente.

Los indicadores semanales acostumbran a tener un impacto limitado en los mercados financieros dado que suelen presentar bastante volatilidad.

El indicador trimestral por excelencia es el PIB, el indicador básico de la actividad económica de un país. El problema con este indicador es, precisamente, que se da a conocer cada tres meses. Como hemos visto anteriormente, existen otros indicadores, como la producción industrial, que de forma mensual nos informan sobre lo que está sucediendo en la economía, y esa información va quedando recogida en el precio de los distintos activos financieros. El mercado no espera a que se publique el dato del PIB para reaccionar. Esto significa que cuando se da a conocer este último, el impacto sobre el mercado es limitado.

2.4.2. Momento de la publicación

Otro elemento a tener en cuenta es el tiempo que transcurre entre cuando se publica un indicador económico y el momento del tiempo al que se refiere ese indicador económico.

Ejemplo: Estamos en el mes de mayo y se da a conocer el dato de precios de importación de Alemania del mes de febrero. En este caso, han transcurrido tres meses entre el momento de la publicación y el mes al que se refiere ese indicador.

El mercado prestará poca atención a aquellos indicadores económicos que proporcionen información muy desfasada en el tiempo. Seguramente, existirán otros indicadores similares que nos aporten información más reciente sobre la realidad económica y será en ellos en los que se fije el mercado.

2.4.3. Datos preliminares y datos finales

En ocasiones, se lee en la prensa económica «El *dato preliminar* del PIB de EEUU del primer trimestre ha mostrado un crecimiento del...» y al cabo de unos días se puede leer «El *dato final* del PIB de EEUU del primer trimestre ha crecido...».

En algunos casos, se publica primero el dato preliminar de un indicador económico y al cabo de un tiempo se da a conocer el dato final. Mientras el dato preliminar se elabora considerando solamente una parte de la muestra, en el dato final se tiene en cuenta toda la muestra. Por lo tanto, pueden existir diferencias entre uno y otro.

El interés del dato preliminar radica en que nos proporciona información muy reciente sobre el comportamiento de la economía, con escaso tiempo de diferencia entre cuando se publica el indicador y el momento del tiempo al que se refiere ese indicador.

Por lo tanto, la publicación del dato final de un indicador económico acostumbra a tener un impacto limitado en los mercados financieros, dado que éstos ya han reaccionado al conocerse el dato preliminar.

2.5. *Indicadores en niveles y en tasas de crecimiento*

Otro aspecto que se debe considerar, a la hora de analizar un indicador económico, es la forma en que se nos presenta la información sobre el mismo. En este sentido, podemos distinguir entre indicadores en niveles e indicadores en tasas de crecimiento.

Indicadores en niveles: Los índices que reflejan la confianza de los empresarios (IFO alemán, ISM estadounidense, Tankan japonés...) y la confianza de los consumidores son el tipo de indicadores que suelen presentarse en niveles.

— En algunas ocasiones, el nivel, en sí mismo, no nos proporciona ningún tipo de información. En estos casos hay que compararlo con el nivel de los meses previos y analizar la historia de la serie para saber en qué medida el dato conocido ha sido positivo o no.

— En otras ocasiones, sin embargo, el valor del indicador puede proporcionarnos, en sí mismo, información sobre qué está pasando en la economía. En este sentido, en EEUU existe un

indicador de confianza empresarial denominado ISM (anteriormente llamado NAPM) que se caracteriza porque un nivel superior a 50 es indicativo de expansión económica y un nivel inferior a 50 es indicativo de una situación contractiva.

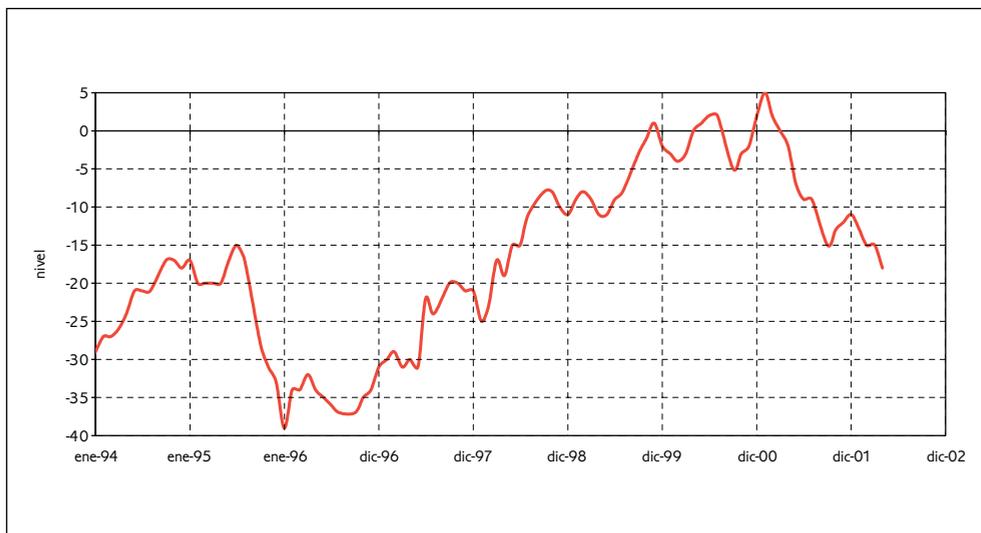


GRÁFICO 9. Evolución de la confianza del consumidor en Francia.

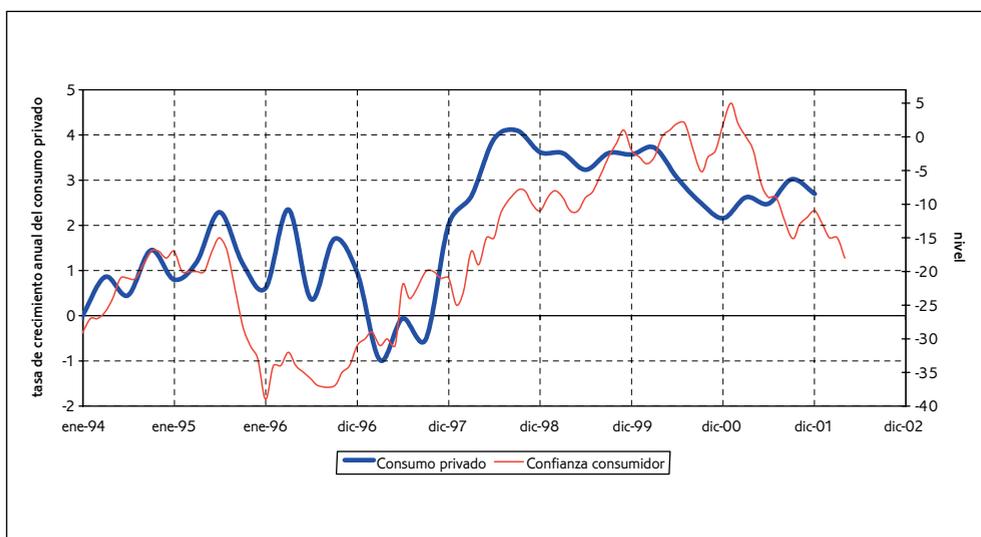


GRÁFICO 10. Evolución de la confianza del consumidor y el consumo privado en Francia.

Indicadores en tasas de crecimiento: Otros indicadores, como la producción industrial o el IPC, se nos presentan en tasas de crecimiento.

A continuación, se especifican los diferentes tipos de tasas de crecimiento en función de la periodicidad con la que se da a conocer un indicador económico.

a) En datos que se publican trimestralmente:

Tasa de crecimiento trimestral: compara el dato de un trimestre con el del trimestre anterior.

Tasa de crecimiento anual: compara el dato de un trimestre con el del mismo trimestre del año anterior.

b) En datos que se publican mensualmente:

Tasa de crecimiento mensual: compara el dato de un mes con el del mes anterior.

Tasa de crecimiento anual: compara el dato de un mes con el del mismo mes del año anterior.

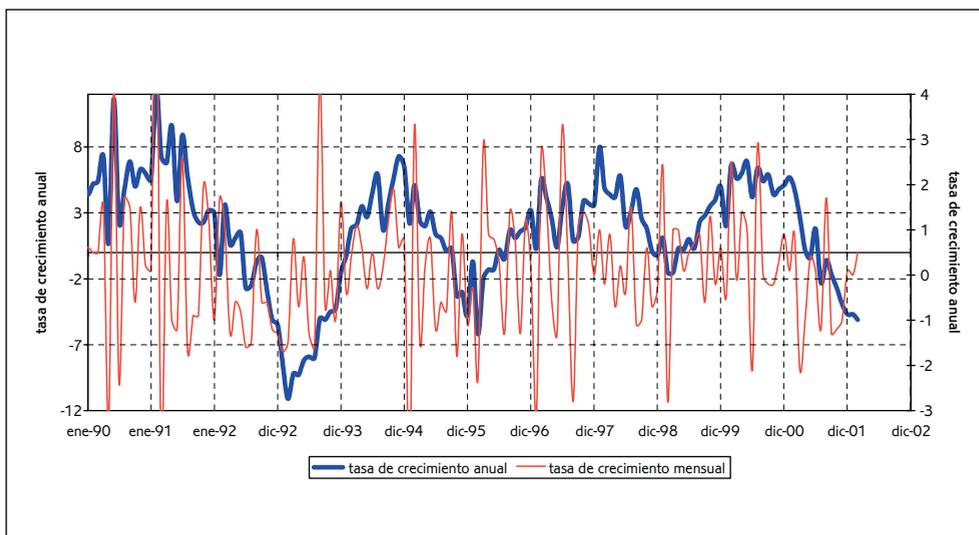


GRÁFICO 11. Evolución de la producción industrial en Alemania en tasas de crecimiento mensuales y anuales.

En el gráfico 11, se observa la evolución de la producción industrial de Alemania, un indicador que se publica con periodicidad mensual. Del gráfico, se pueden extraer, básicamente, dos conclusiones:

— Para observar el comportamiento tendencial de una serie debemos fijarnos en la tasa de crecimiento anual.

— La serie en tasa de crecimiento mensual es más volátil. Al comparar un mes con el anterior, elementos como el número de días laborables, diferentes épocas del año, etc. pueden provocar cambios importantes de un mes a otro.

2.6. Previsiones del mercado

El último aspecto a comentar en este apartado tiene que ver con las previsiones del mercado sobre los indicadores económicos que se publican.

Los agentes económicos conocen con precisión la fecha y, en la mayoría de casos, la hora a la que se darán a conocer los distintos indicadores económicos en las distintas áreas geográficas. Es una información que se suele hacer pública con suficiente antelación.

Antes de darse a conocer un dato económico, las distintas casas de análisis y *brokers* hacen previsiones sobre el comportamiento que esperan muestre el mismo. A partir de ahí, se obtiene un valor medio que representa un valor de consenso.

Una vez se publica el dato económico, el mercado reacciona y esta reacción será más importante cuanto mayor sea la diferencia entre lo esperado por el mercado y lo que acaba sucediendo.

En el gráfico 12, se aprecia la evolución del tipo de interés de la deuda pública a diez años en EEUU durante una semana de febrero de 2001. Cada línea vertical gruesa separa un día de

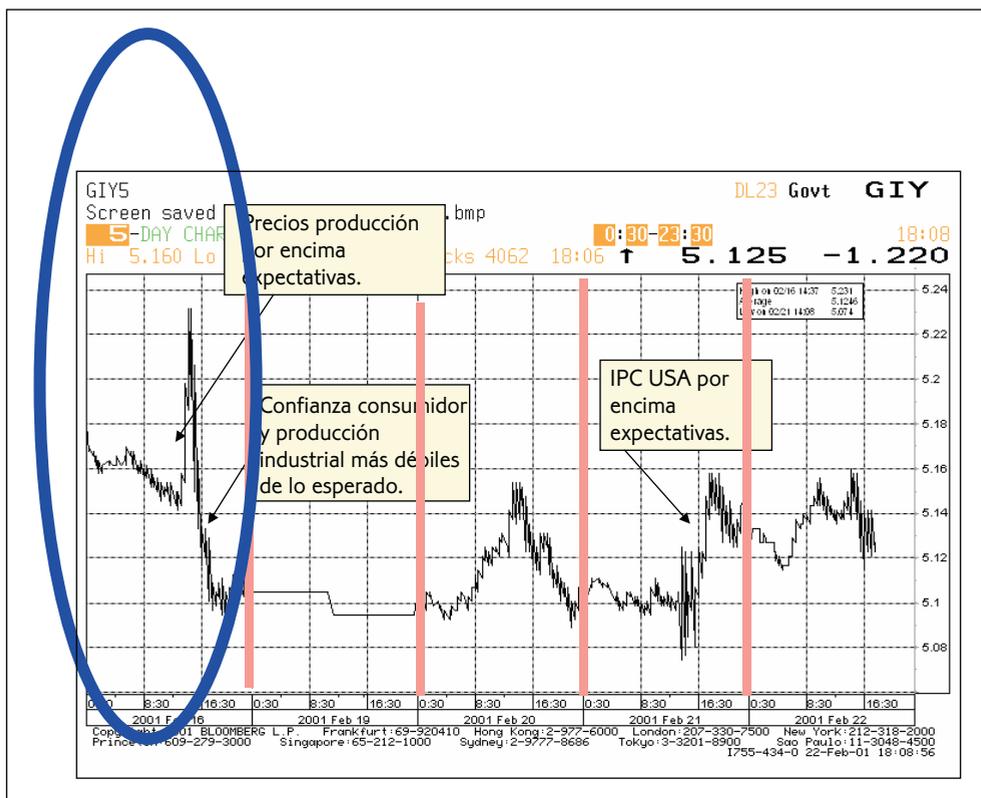


GRÁFICO 12. Evolución del tipo de interés de la deuda pública a diez años en EEUU.

cotización del siguiente. Vamos a centrar la atención solamente en el primero de los días. No vamos a tratar de entender por qué el tipo de interés sube o baja a lo largo de la sesión, simplemente, nos vamos a fijar en si se producen movimientos o no en el tipo de interés y a raíz de qué.

Al principio de la sesión, el tipo de interés experimenta pocos cambios. Sin embargo, a las 14.30 horas se mueve de forma importante hacia arriba coincidiendo con la publicación del dato de precios de producción por encima de lo esperado. A las 16.00 horas, se vuelve a producir un movimiento importante en sentido contrario que coincide, en este caso, con la publicación del índice de confianza del consumidor y de la producción industrial por debajo de las expectativas.

En conclusión, a partir de este ejemplo, se observa como el mercado reacciona cuando se conocen indicadores económicos y esta reacción es más importante si los datos sorprenden al mercado.

2.7. Principales conclusiones de este segundo apartado

— Una lectura rápida de un indicador económico puede llevarnos a extraer conclusiones equivocadas sobre el verdadero comportamiento de una economía.

— Distintos indicadores económicos tienen distinto impacto en el mercado. Por ejemplo, un indicador volátil que se refiera a un período muy alejado en el tiempo no ocasionará cambios importantes en los mercados financieros.

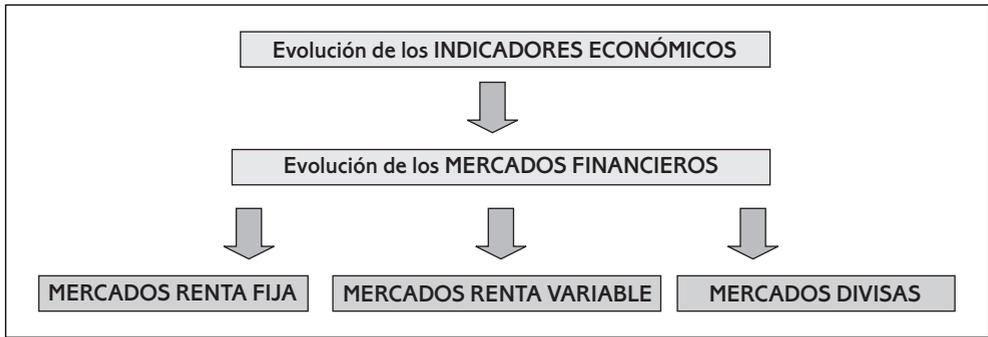
3. Indicadores económicos y mercados financieros

En este tercer apartado, vamos a analizar de qué manera el comportamiento de los indicadores económicos determina la evolución de los mercados financieros.

En particular, vamos a estudiar la influencia de los indicadores económicos en los tipos de interés, en el precio de las acciones y en la cotización de las divisas.

Por lo tanto, vamos a centrar la atención en los siguientes tres mercados:

- 1) Mercados de renta fija.
- 2) Mercados de renta variable.
- 3) Mercados de divisas.



CUADRO 3. La evolución de los indicadores económicos influye en la evolución de los mercados financieros.

3.1. Mercados de renta fija

Cuando se va al banco a pedir un préstamo para la compra de un coche, una casa, etc. resulta de especial importancia conocer cuáles son los tipos de interés en ese momento y tener una idea de cómo pueden comportarse en el futuro, para decidir si nos conviene o no realizar la operación.⁹

Cuando se va al banco a depositar los ahorros en cuentas corrientes o de ahorro o en fondos de inversión, interesa conocer, de igual modo, cuáles son los tipos de interés en ese momento y cómo pueden comportarse en el futuro, para decidir acertadamente cuál es el mejor destino para ese dinero ahorrado.¹⁰

En este apartado, vamos a analizar cuáles son los principales determinantes de los tipos de interés. En particular vamos a centrar la atención en:

- Los tipos de interés fijados por el banco central.
- Los tipos de interés de los títulos de renta fija a corto plazo.
- Los tipos de interés de los títulos de renta fija a largo plazo.

3.1.1. Los tipos de interés fijados por el banco central

Cuando alguien se pone enfermo, suele acudir al médico para que le recete algún medicamento que le permita mejorar su estado de salud. En el caso de una economía, sucede algo si-

9. Los individuos que necesitan o quieren realizar un gasto y no cuentan con ahorros suficientes para hacer frente al mismo, suelen pedir un préstamo al banco. A cambio, tienen que ir devolviendo lo recibido más unos intereses por el dinero que se ha pedido prestado.

10. Los individuos mantienen parte de sus ahorros en cuentas corrientes o de ahorro en los bancos. A cambio, el banco remunera este dinero que recibe prestado con intereses.

milar. Existen dos entes, el gobierno y el banco central, que pueden influir en el rumbo de una economía cuando ésta no evoluciona de una forma deseable.

El gobierno puede influir en el comportamiento de una economía mediante la política fiscal, esto es, alterando los impuestos, el gasto público o las transferencias a las familias y empresas.

— Si el gobierno reduce los impuestos, la gente dispondrá de una mayor renta disponible para gastar o ahorrar. Esto suele traducirse en un incremento del consumo privado de la economía y, por lo tanto, del crecimiento de la misma.

— Si el gobierno es más generoso en el subsidio a los desempleados o en las pensiones a los jubilados, aumentará la renta de estos grupos de población. Esto suele traducirse también en un incremento del consumo privado de la economía.

El banco central puede influir en la economía mediante la política monetaria, esto es, alterando los tipos de interés.

Un banco central puede implementar su política monetaria de diferentes maneras:

— Modificando el tipo de interés al que presta dinero a los bancos nacionales.

— Determinando el tipo de interés al que desea que los distintos bancos nacionales se presten el dinero entre sí.

— Etcétera.

Cuando la máxima autoridad monetaria modifica estos tipos de interés, que podemos denominar oficiales o de referencia, acaba influyendo en los tipos de interés que los bancos nacionales deciden ofrecer o exigir a los clientes en función de si éstos realizan un depósito o piden la concesión de un préstamo.

A continuación, se analiza el impacto que tiene un cambio en los tipos de interés por parte del banco central en el crecimiento económico y en la inflación.

Situación 1: El banco central aumenta el tipo de interés de referencia.

Cuando un banco central aumenta el tipo de interés, se encarece la financiación, al exigirse una mayor remuneración por el dinero prestado.

1) Impacto en el crecimiento económico de un aumento del tipo de interés:

— Las familias van a comprar menos coches y casas.¹¹ Por lo tanto, se desincentiva el consumo privado.

— Las empresas van a comprar menos equipo y estructura (edificios, máquinas...) para utilizarlos en la producción futura. Por lo tanto, se desincentiva la inversión empresarial.¹²

11. Se trata de bienes cuya compra suele financiarse mediante la concesión de un préstamo por parte del banco.

12. Normalmente, las empresas piden préstamos para comprar bienes de inversión (edificios, máquinas...). Una forma alternativa de financiar una inversión es mediante la captación de capital a partir de la emisión de acciones en bolsa. En este caso, un aumento del tipo de interés también encarece la financiación, debido a que los activos en bolsa pierden atractivo respecto a unos activos de renta fija que ahora ofrecen una mayor rentabilidad. La consecuente menor demanda de acciones reduce su precio y la empresa obtiene menos capital del previsto para la financiación de sus proyectos de inversión.

Conclusión: *Una subida del tipo de interés tiene un impacto negativo en el crecimiento económico.*

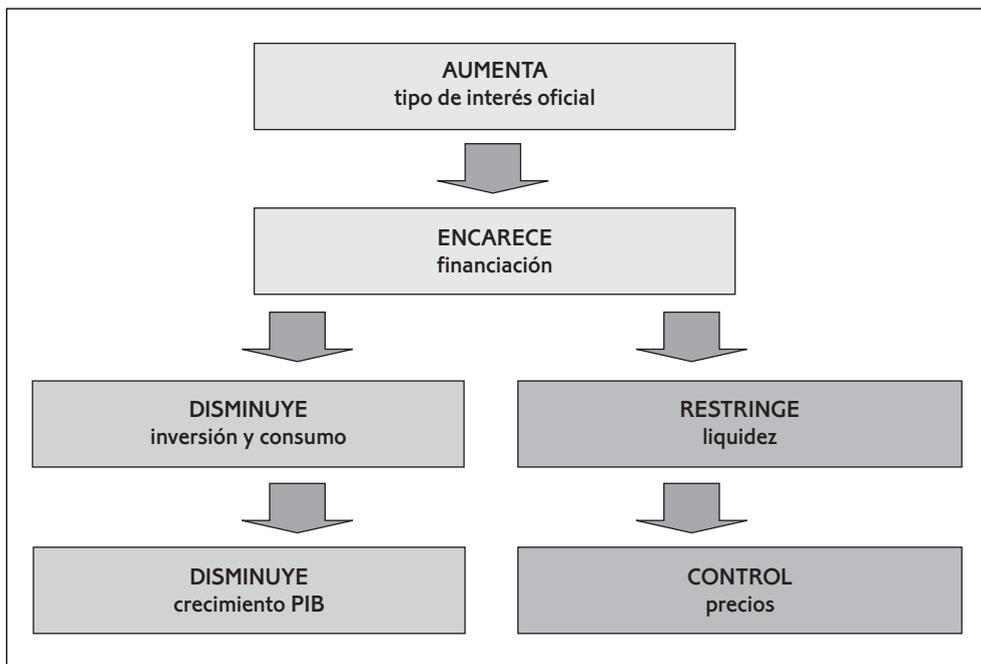
2) Impacto en la inflación de un aumento del tipo de interés:

— Si aumenta el tipo de interés, disminuye el volumen de préstamos concedidos. En este contexto, el sistema bancario reduce su capacidad para crear dinero.

Ejemplo: Alguien solicita a un banco un préstamo de 20.000 euros para la compra de un coche. El vendedor del coche recibirá estos 20.000 euros y, probablemente, los depositará en otro banco. Este otro banco utilizará este dinero para prestarlo¹³ y así sucesivamente. De esta forma, el sistema bancario habrá conseguido expandir los 20.000 euros iniciales en depósitos adicionales, en dinero adicional. Por lo tanto, si se reduce el volumen de préstamos concedidos, disminuye la capacidad del sistema bancario para crear dinero.

— Si el dinero en manos de los individuos no crece mucho más rápido de lo que lo hace la producción de bienes destinados a la venta, los precios se mantendrán bajo control.

Idea intuitiva: Si en una economía la producción crece a un ritmo del 1 % anual y la cantidad de dinero disponible para comprar esta producción no aumenta, sino que se mantiene constante, uno no debería esperar un incremento de los precios, más bien todo lo contrario.



CUADRO 4. Impacto de un aumento del tipo de interés oficial en el crecimiento económico y la inflación.

13. En realidad, el banco no podrá prestar la totalidad de los 20.000 euros depositados por el vendedor de coches, un porcentaje se tiene que reservar para hacer frente a posibles retiradas de depósitos por parte de los clientes.

Cada vez hay más cosas por comprar con una misma cantidad de dinero, por lo que esto debería conducir a una caída de los precios.

Conclusión: *Una subida del tipo de interés contribuye a que los precios se mantengan bajo control.*

Situación 2: El banco central reduce el tipo de interés de referencia.

Cuando un banco central reduce el tipo de interés, se abarata la financiación, al exigirse una menor remuneración por el dinero prestado.

1) Impacto en el crecimiento económico de una reducción del tipo de interés:

El impacto es el opuesto al comentado en el caso de un aumento del tipo de interés.

Conclusión: *Una reducción del tipo de interés tiene un impacto positivo en el crecimiento económico.*

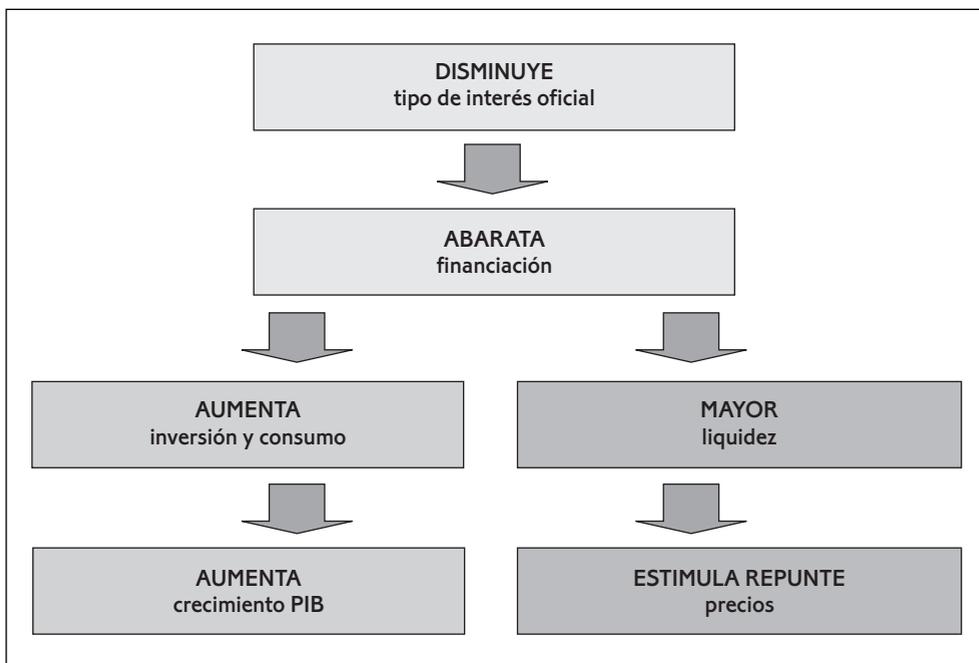
2) Impacto en la inflación de una reducción del tipo de interés:

El impacto es el contrario al comentado en el caso de un aumento del tipo de interés.

Conclusión: *Una reducción del tipo de interés estimula el repunte de los precios.*

Por lo tanto, un banco central puede alterar su política monetaria en dos direcciones opuestas:

— El banco central puede subir los tipos de interés de referencia. En este caso, se dice que la máxima autoridad monetaria restringe su política monetaria. Con esta política: a) se influye negativamente en el crecimiento económico y b) se contribuye a la estabilidad de los precios.



CUADRO 5. Impacto de una reducción del tipo de interés oficial en el crecimiento económico y la inflación.

— El banco central puede reducir los tipos de interés de referencia. En este caso, se dice que la máxima autoridad monetaria relaja su política monetaria. Con esta política: a) se estimula el crecimiento económico y b) se favorece el repunte de los precios.

Una vez sabemos cómo puede influir un banco central en el comportamiento de una economía mediante el uso de la política monetaria, hay que preguntarse por los objetivos que persiga un banco central. Esto es necesario para ser capaces de prever qué tipo de política monetaria se va a llevar a cabo bajo los diferentes escenarios económicos.

En realidad, los objetivos difieren de un banco central a otro:

— La Reserva Federal (Fed) de los EEUU pretende garantizar un crecimiento económico sostenido, un reducido nivel de desempleo y unos precios estables.

— El Banco Central Europeo (BCE) se marca objetivos explícitos de inflación y le asigna un papel más secundario al comportamiento de la actividad económica.

De todas las maneras, en líneas generales, los bancos centrales pretenden:

— Controlar la inflación.¹⁴

— Garantizar un crecimiento sostenido de la economía.

Por lo tanto, el banco central, para decidir qué hacer con su política monetaria, se fijará detenidamente en la evolución de los indicadores de crecimiento económico y de precios. También tendrá en cuenta otros factores, como por ejemplo, la evolución de las cuentas públicas.

A continuación, se plantean dos situaciones ficticias y se analiza cómo actuaría la máxima autoridad monetaria en cada una de ellas teniendo en cuenta:

— El impacto que una u otra política monetaria puede tener sobre el crecimiento económico y la inflación.

— Los objetivos que pretende alcanzar como banco central.

Situación 1: Fuerte crecimiento económico con peligro de recalentamiento, esto es, de que los precios repunten de forma importante.

En esta situación, la máxima autoridad monetaria elevaría el tipo de interés de referencia para intentar contener las presiones inflacionistas. El efecto negativo que dicha decisión tendría sobre el dinamismo de la actividad económica no sería demasiado preocupante ya que se parte de una situación inicial de fuerte crecimiento económico.

14. La inflación no es deseable por varios motivos. Entre los mismos, podemos destacar los siguientes:

— Si los ingresos de los individuos no crecen tan rápido como los precios, se reducirá el poder adquisitivo de estos individuos y ello desincentivará el consumo privado.

— Si los precios en un país aumentan más rápido que en aquellos países con los que se compite internacionalmente, las empresas de ese país perderán competitividad.

— La inflación genera incerteza y ello puede desincentivar la inversión de las empresas, lastimando así la capacidad productiva de una economía.

— Se distorsiona la relación entre prestamistas y prestatarios. Una situación inflacionista beneficia a los prestatarios, es decir, a los que han pedido prestado dinero, porque en términos reales tienen que devolver una cantidad inferior a la inicial. Los prestamistas o ahorristas, por el contrario, salen perjudicados.

Situación 2: Desaceleración económica y ausencia de presiones inflacionistas.

En esta situación, la máxima autoridad monetaria reduciría el tipo de interés de referencia con la intención de estimular el crecimiento económico. El impacto negativo que dicha decisión tendría sobre la inflación no sería demasiado preocupante ya que se parte de una situación inicial en que los precios están controlados.

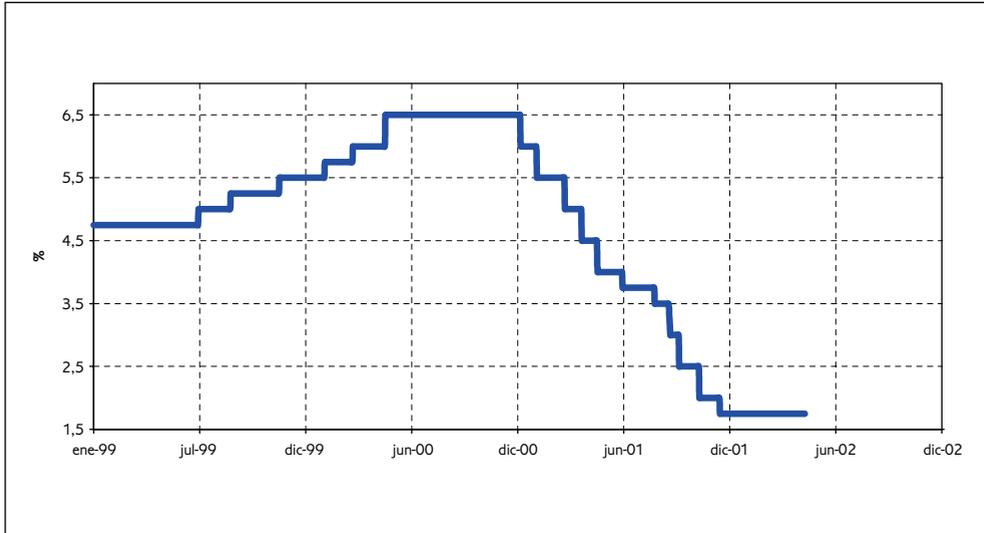


GRÁFICO 13. Evolución del tipo de interés oficial de la Reserva Federal (Fed) de los EEUU.

En el gráfico 13, se observa la evolución del tipo de interés oficial de la Fed desde 1999. En 1999 y en la primera mitad de 2000, aumentó el tipo de interés en un contexto de fuerte crecimiento económico y crecientes presiones inflacionistas. A lo largo de 2001, sin embargo, la Fed redujo el tipo de interés oficial en una situación en que la economía estaba perdiendo dinamismo y la inflación remitía. Las bajadas de tipos de interés se acentuaron tras los ataques terroristas del 11 de septiembre de 2001.

3.1.2. Los tipos de interés de los títulos de renta fija a corto plazo

La evolución del tipo de interés de los títulos de renta fija a corto plazo (por ejemplo bono a dos años) se encuentra muy ligada a la evolución del tipo de interés fijado por la máxima autoridad monetaria.

Esto significa que la tasa de interés asociada a este tipo de títulos repuntará o retrocederá en función de si aumentan o se reducen las expectativas del mercado respecto a posibles subidas o bajadas del tipo de interés oficial por parte del banco central.

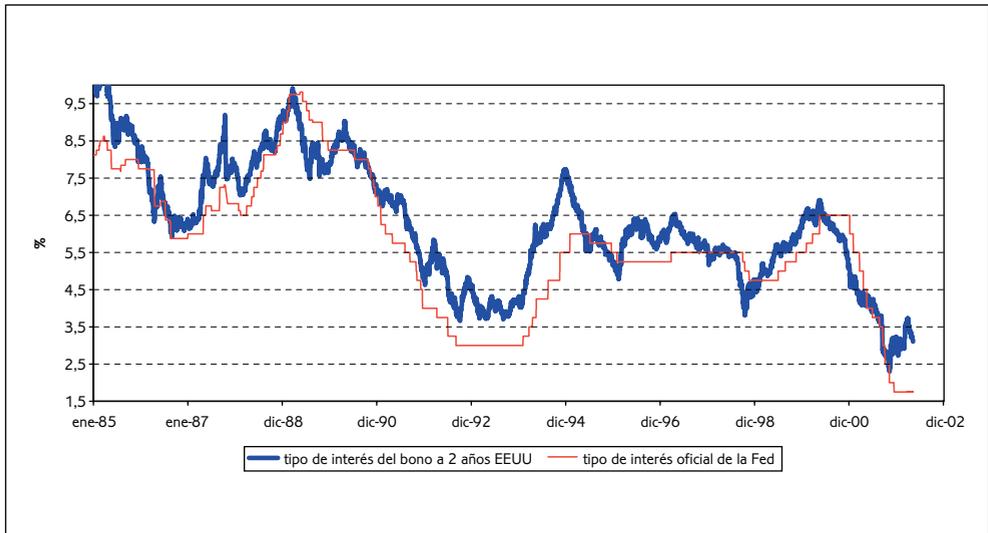


GRÁFICO 14. Evolución del tipo de interés oficial de la Fed y del tipo de interés del bono a dos años en EE.UU.

En este sentido:

1) En un *ciclo alcista de los tipos*, esto es, en un período en que el banco central está endureciendo su política monetaria mediante la subida del tipo de interés de referencia:

— Cuando se dan a conocer datos de crecimiento económico que sorprenden por su fortaleza o datos de inflación repuntando más de lo esperado, el mercado aumenta sus expectativas sobre subidas adicionales del tipo de interés oficial. Por lo tanto, el tipo de interés de los títulos de renta fija a corto plazo repuntará.

— Cuando se dan a conocer datos de crecimiento económico que sorprenden por su debilidad o datos de inflación benignos, el mercado reduce sus expectativas sobre subidas adicionales del tipo de interés oficial. Por lo tanto, el tipo de interés de los títulos de renta fija a corto plazo retrocederá.

2) En un *ciclo bajista de los tipos*, esto es, en un período en que el banco central está relajando su política monetaria mediante la bajada del tipo de interés de referencia:

— Cuando se dan a conocer datos de crecimiento económico que sorprenden por su fortaleza o datos de inflación repuntando más de lo esperado, el mercado reduce sus expectativas sobre bajadas adicionales del tipo de interés oficial. Por lo tanto, el tipo de interés de los títulos de renta fija a corto plazo repuntará.

— Cuando se dan a conocer datos de crecimiento económico que sorprenden por su debilidad o datos de inflación benignos, el mercado aumenta sus expectativas sobre bajadas adicionales del tipo de interés oficial. Por lo tanto, el tipo de interés de los títulos de renta fija a corto plazo retrocederá.

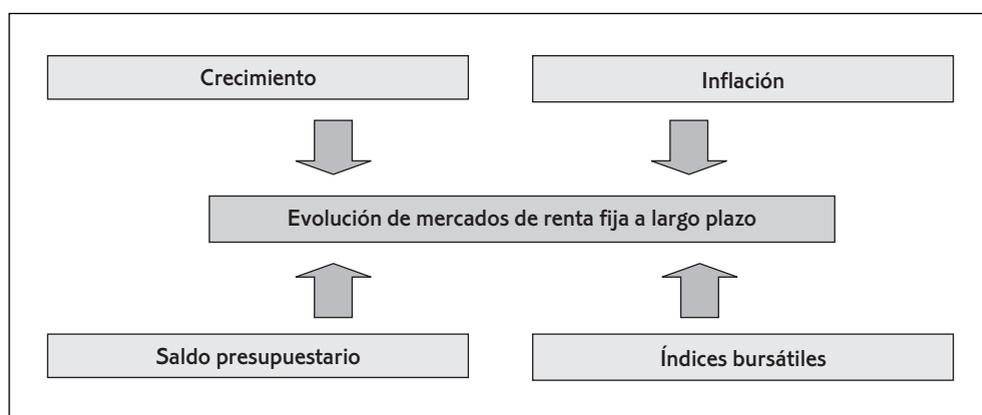
3.1.3. Los tipos de interés de los títulos de renta fija a largo plazo

El tipo de interés de los bonos a largo plazo (por ejemplo bono a diez años) lo podemos interpretar como una media geométrica del tipo de interés que se espera tengan los bonos a corto plazo durante toda la vida del bono a largo plazo.¹⁵

En este sentido, la evolución de los mercados de renta fija a largo plazo va a depender también del comportamiento mostrado por los datos de crecimiento económico e inflación.

Asimismo, existen otros factores que, igualmente, van a condicionar su evolución. Entre los mismos, podemos destacar los siguientes:

- Evolución del saldo presupuestario de un país.¹⁶
- Evolución de los índices bursátiles.



CUADRO 6. Factores que determinan la evolución del tipo de interés de los títulos de renta fija a largo plazo.

A continuación, vamos a intentar entender cómo influyen estos dos últimos factores en la evolución de los títulos de renta fija a largo plazo a partir de su influencia en la demanda y oferta de dichos títulos:

- Cuando aumenta la demanda de un título de renta fija, su precio tiende a aumentar (disminuye la tasa interna de rentabilidad o, simplificando, el tipo de interés).
- Cuando aumenta la oferta de un título de renta fija, su precio tiende a disminuir (aumenta la tasa interna de rentabilidad o, simplificando, el tipo de interés).

15. Esta interpretación responde a la Teoría de las Expectativas, una de las teorías explicativas de la curva de los tipos de interés.

16. El saldo presupuestario de un país viene dado por la diferencia entre los ingresos públicos (por ejemplo impuestos) y los gastos públicos (por ejemplo gastos en sanidad y defensa). Cuando los gastos superan a los ingresos, se habla de déficit presupuestario.

En la parte inferior del cuadro 7, lo único que se hace es invertir el orden del recuadro superior, de forma que se observa como trasladar flujos del período $t = 1$ al período $t = 0$. La forma de hacerlo es dividiendo entre el tipo de interés, en particular, entre $(1+i)$.

Ejemplo 2: Cálculo del precio actual de un bono.

En el cuadro 8, disponemos de un bono que tiene una vida de tres años. Inicialmente, para adquirir este bono hemos tenido que desembolsar 100 euros. A cambio, existe un compromiso a partir del cual recibiremos una remuneración de 10 euros en cada uno de los siguientes tres años y, en el tercer año, recuperaremos los 100 euros desembolsados al principio. A partir de esta información, se calcula el precio actual de este bono trasladando los flujos futuros al período inicial utilizando la técnica presentada en el ejemplo anterior. Este cálculo se desarrolla en el cuadro 8 y, a partir del mismo, se aprecia fácilmente la relación inversa existente entre el precio y el tipo de interés de un título de renta fija.

Ejemplo 2:

0	1	2	3
-100	+10	+10	+10
			+100

$$\text{Precio}_{t=0} = \frac{10}{(1+i)} + \frac{10}{(1+i)^2} + \frac{110}{(1+i)^3}$$

$\Delta i \rightarrow \nabla \text{ precio}$
 $\nabla i \rightarrow \Delta \text{ precio}$

CUADRO 8. Cálculo del precio actual de un bono.

Llegados a este punto, pasemos a entender de qué forma el comportamiento de los índices bursátiles y el saldo presupuestario afectan al tipo de interés de los títulos de renta fija.

1) Índices bursátiles

En muchas ocasiones, en los periódicos se lee «el retroceso de los índices bursátiles ha apoyado a los títulos de renta fija». Esto quiere decir que la caída del precio de las acciones ha ayudado a explicar el repunte del precio de los bonos o, equivalentemente, la caída del tipo de interés de los mismos.

Efectivamente, cuando la *bolsa retrocede*, los agentes se vuelven más adversos al riesgo y se refugian en los títulos de renta fija. Esto se traduce en un incremento de la demanda de estos

de un país, mayores serán las expectativas sobre las ventas futuras y sobre los beneficios empresariales.

— Tipos de interés: En un contexto de elevados tipos de interés, las empresas van a tener más problemas para financiar a un bajo coste sus proyectos de inversión. Este presumible aumento de los costes va a hacer que el mercado descunte menores beneficios empresariales futuros.

— Inflación: Un deterioro de las expectativas de inflación va a conducir a: a) una reducción del valor real esperado del beneficio y de los dividendos, lo que suele tener un impacto negativo en el precio de las acciones; esto es así porque el inversor va a exigir una mayor rentabilidad que compense el aumento de los precios y b) posibles subidas de los tipos de interés para evitar el recalentamiento económico.

En conclusión, el escenario macroeconómico más benigno para un comportamiento favorable del precio de las acciones es aquél caracterizado por unas buenas perspectivas de crecimiento económico, una inflación controlada y unos reducidos tipos de interés.

Hay que matizar que existen otros factores macroeconómicos, como el comportamiento del mercado laboral, el déficit público o el tipo de cambio (en el caso de los inversores internacionales) que también afectan a los beneficios empresariales.

2) Factores microeconómicos

En el precio de las acciones de una compañía también influyen los factores intrínsecos a la propia empresa o al sector al que pertenece. Entre ellos podemos mencionar los siguientes:

— En el ámbito de la propia empresa: a) cambios en la gestión, b) cambios tecnológicos y c) cambios en el proceso de control de costes.

— En el ámbito del sector al que pertenece la empresa: a) cambios en la competencia y b) cambios legislativos.

En el gráfico 15, se observa la evolución del precio de la acción de Scottish Power, una compañía eléctrica. En los últimos meses de 2000 se produjo una caída acentuada del precio de la acción, no por cuestiones que afectan al conjunto de la economía (macroeconomía), sino por el anuncio del cierre temporal de una central eléctrica. Este suceso requería que la compra de electricidad fuera a un mayor coste, y ello se reflejó en una caída del precio de la acción debido al impacto negativo que este hecho tendría sobre el beneficio futuro de la compañía.

En el gráfico 16, se observa la evolución del Standard&Poor's 500, un índice bursátil estadounidense, durante la última década. Se aprecia una evolución muy favorable del índice hasta mediados de 2000, coincidiendo con una etapa de fuerte crecimiento económico, importantes ganancias de productividad y una inflación controlada. Sin embargo, a mitad de 2000, el índice empieza a retroceder en un contexto donde los agentes perciben que se había sido poco realista respecto a las expectativas generadas sobre los beneficios empresariales futuros. Todo ello en un contexto donde la inflación estaba repuntando, los tipos de interés aumentando y los indicadores adelantados de actividad señalando hacia una pérdida de dinamismo de la economía estadounidense.

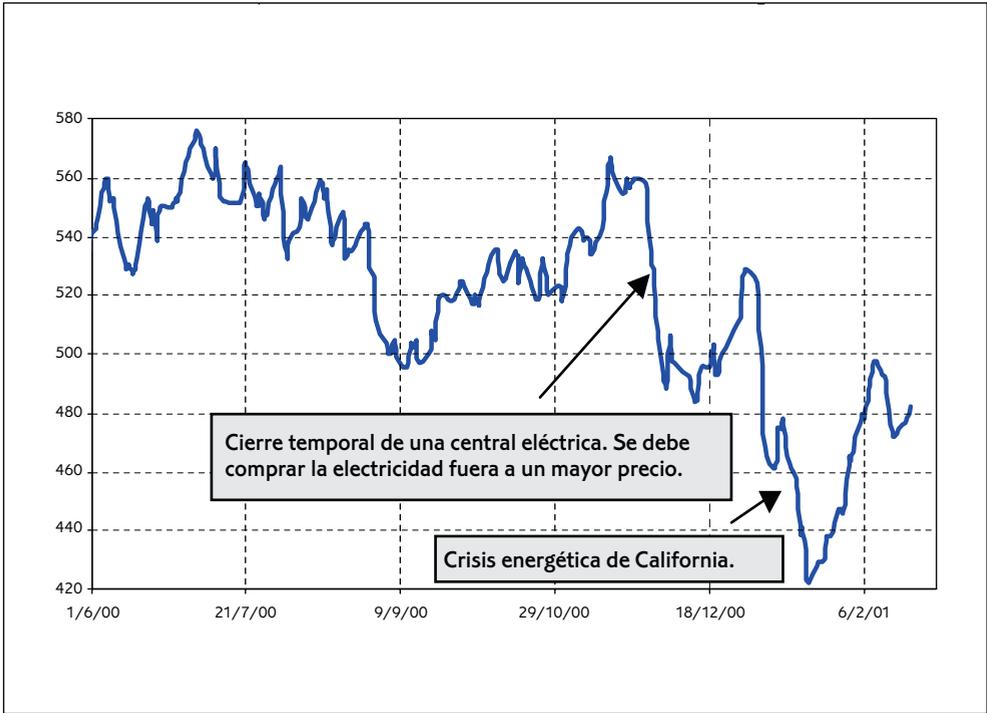
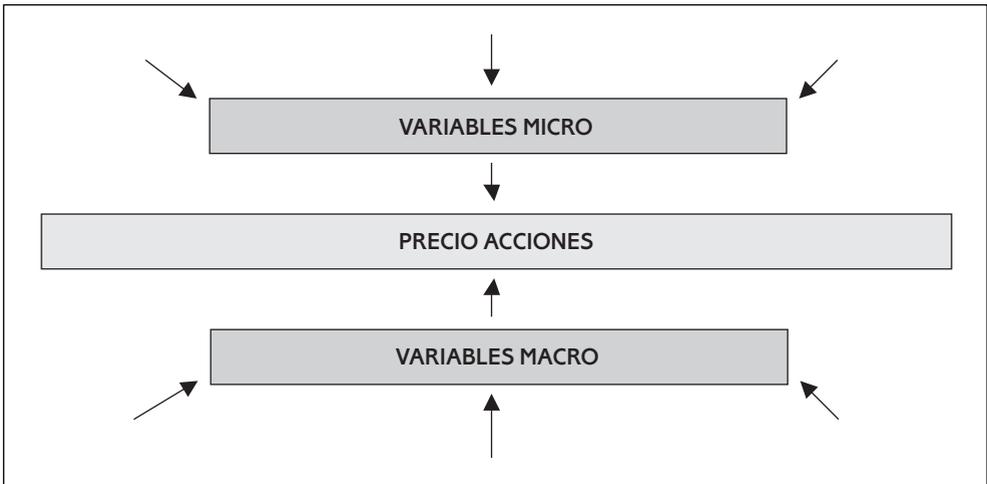


GRÁFICO 15. Influencia del cierre temporal de una central eléctrica en el precio de la acción de la compañía eléctrica Scottish Power.



CUADRO 9. El precio de las acciones viene determinado por factores microeconómicos y macroeconómicos.

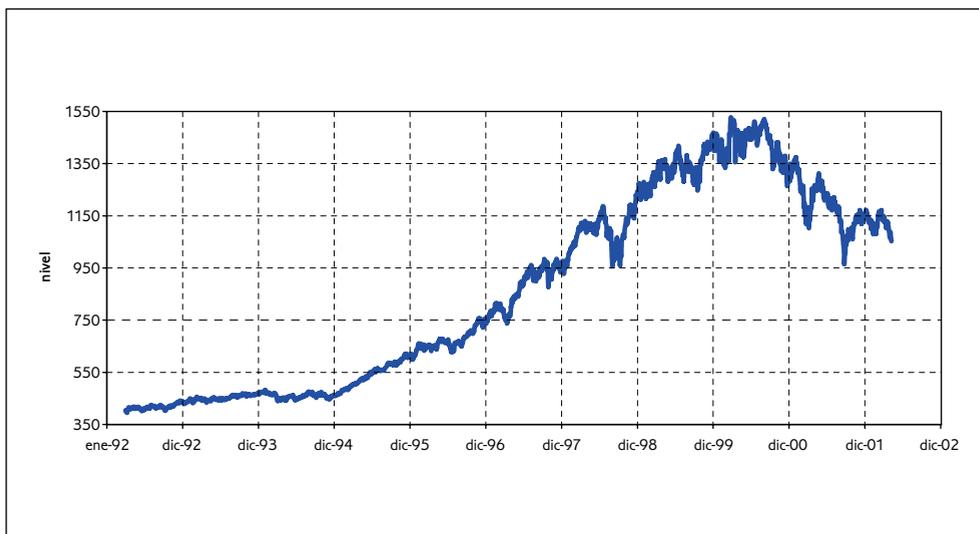


GRÁFICO 16. Evolución del Standard&Poor's 500 durante la última década.

3.3. Mercados de divisas

Las transacciones comerciales y/o financieras llevadas a cabo entre agentes económicos de un mismo país (o unión monetaria) se realizan en una misma moneda.

— Cuando compro el periódico pago en euros, cuando me compro un helado pago en euros, etc.

— Cuando compro acciones de Telefónica pago en euros, cuando compro bonos del estado alemán pago en euros, etc.

Sin embargo, hay ocasiones en que las transacciones comerciales y/o financieras se realizan entre agentes económicos de países que cuentan con una moneda distinta. En estos casos, se debe hacer un cambio de moneda para que el intercambio pueda materializarse.

— Una empresa española que compra cámaras fotográficas a una empresa japonesa debe obtener yenes para poder comprar las cámaras.

— Un inversor español que quiera comprar acciones de una empresa estadounidense deberá obtener dólares para poder conseguir estas acciones.

Los compradores en los mercados internacionales necesitan obtener monedas (divisas) de los países a los cuales desean comprar bienes y/o servicios.

Los *mercados de divisas* o *mercados cambiarios* son los mercados en que los agentes van a poder intercambiar unas monedas por otras. La relación a la que se va a poder realizar este intercambio va a venir dada por el tipo de cambio.

Por lo tanto, el tipo de cambio lo podemos definir como el precio de una moneda en térmi-

nos de otra. Por ejemplo, si el tipo de cambio entre el dólar estadounidense y el euro es de 0,97 dólares por euro, podemos intercambiar un euro por 0,97 dólares en los mercados de divisas.

Este precio no se mantiene constante en el tiempo, sino que cambia en función de las condiciones de oferta y demanda de las distintas divisas.¹⁷ En este sentido, podemos definir dos conceptos:

Apreciación de una moneda: una moneda se aprecia cuando aumenta su valor respecto al de otras monedas. Por ejemplo, el euro se aprecia frente al dólar si el tipo de cambio pasa de 0,97 dólares por euro a 1 dólar por euro.

Depreciación de una moneda: una moneda se deprecia cuando disminuye su valor respecto al de otras monedas. Por ejemplo, el euro se deprecia frente al dólar si el tipo de cambio pasa de 0,97 dólares por euro a 0,90 dólares por euro.

La evolución del tipo de cambio, o el valor de una moneda respecto a las otras, no es irrelevante. A continuación, se mencionan dos posibles consecuencias derivadas de la depreciación de una moneda. Para ello, vamos a utilizar como ejemplo ilustrativo la cotización del euro frente al dólar.

Cuando el euro se deprecia frente al dólar:

— Aumenta la competitividad de las empresas europeas respecto a las estadounidenses. Los productos europeos se abaratan para los consumidores norteamericanos.

— Aumentan las presiones inflacionistas en Europa derivadas de los productos importados de EEUU. Los productos estadounidenses se encarecen para los consumidores europeos.

En este apartado, vamos a centrar la atención en algunos de los factores que determinan la evolución del tipo de cambio entre dos monedas:

- Crecimiento económico.
- Tipos de interés.
- Saldo de la balanza comercial.
- Inflación.

Este análisis lo vamos a realizar a partir de la influencia de cada uno de estos factores en la demanda y oferta de una divisa:

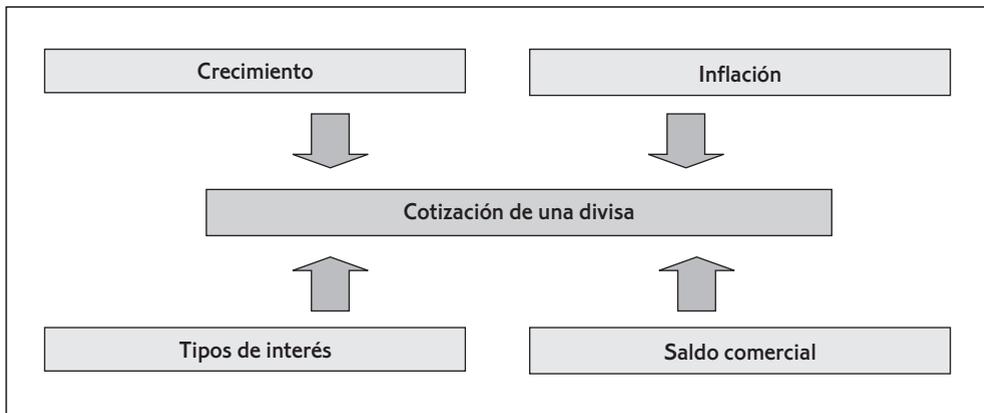
- Cuando aumenta la demanda de una divisa, ésta tiende a apreciarse.
- Cuando aumenta la oferta de una divisa, ésta tiende a depreciarse.

Para entender esta relación, y de forma similar a lo realizado en el estudio de los mercados de renta fija a largo plazo, vamos a utilizar un ejemplo.

Ejemplo: Supongamos un mundo en el que sólo hay dos áreas económicas, los EEUU, cuya moneda es el dólar, y la eurozona, cuya moneda es el euro.

- Los consumidores estadounidenses, para comprar productos europeos, necesitarán eu-

17. Estamos pensando en un sistema de tipos de cambio flexibles. En un sistema de tipos de cambio fijos, el valor de una moneda queda sujeto al de otra.



CUADRO 10. Factores determinantes de la evolución del tipo de cambio entre dos monedas.

ros. Por lo tanto, tendrán que ir a los mercados de divisas y demandar/comprar euros ofreciendo dólares (del mismo modo que irían a un supermercado para comprar manzanas y ofrecerían dólares a cambio de manzanas). De esta forma, si aumenta la demanda de euros, acabará aumentando su precio, es decir, cada vez se necesitarán más dólares para conseguir un euro (del mismo modo que aumentaría el precio de las manzanas con un aumento de su demanda). Por lo tanto, si aumenta la demanda de euros, el euro se aprecia respecto al dólar.

— Los consumidores europeos, para comprar productos estadounidenses, necesitarán dólares. Por lo tanto, tendrán que ir a los mercados de divisas y ofrecer/vender euros a cambio de dólares (del mismo modo que los vendedores de manzanas ofrecerían en el supermercado sus manzanas a cambio de dólares). De esta forma, si aumenta la oferta de euros, acabará disminuyendo su precio, es decir, cada vez se necesitarán menos dólares para conseguir un euro (del mismo modo que disminuiría el precio de las manzanas con un aumento de su oferta). Por lo tanto, si aumenta la oferta de euros, el euro se deprecia respecto al dólar.

A continuación, vamos a analizar el impacto de cada uno de los factores mencionados anteriormente en la cotización de una divisa. En particular, y para facilitar la comprensión, nos vamos a centrar en la cotización del euro respecto al dólar.

1) Crecimiento económico

Si la economía europea se comporta mejor que la estadounidense, uno debería esperar una evolución más favorable de la bolsa europea. En este contexto, aumentaría el atractivo de las acciones europeas para los inversores estadounidenses. Esto se traduciría en un aumento de la demanda de euros por parte de los inversores norteamericanos para poder adquirir estas acciones. Por lo tanto, un mayor crecimiento económico en la eurozona debería conducir a una apreciación del euro.

2) Tipo de interés

Si los tipos de interés aumentaran más rápido en la eurozona que en EEUU, aumentaría el atractivo de los títulos de renta fija europea para los inversores estadounidenses. Esto se traduciría en un aumento de la demanda de euros por parte de los inversores norteamericanos para poder adquirir estos títulos. Por lo tanto, en principio, unos mayores tipos de interés en la eurozona deberían conducir a una apreciación del euro.

Sin embargo, cabe matizar que un aumento más rápido de los tipos de interés en la eurozona que en EEUU, no siempre se traduce en una apreciación del euro. Esta situación puede traducirse en una depreciación de la divisa europea si el aumento de los tipos de interés en la eurozona es interpretado como un elemento estrangulador del crecimiento económico.

3) Saldo de la balanza comercial

El saldo de la balanza comercial de un país viene dado por la diferencia entre las exportaciones y las importaciones de bienes y servicios.

— Cuando la eurozona importa productos de EEUU, se ofrecen euros a cambio de dólares para poder comprar estos productos. Por lo tanto, un aumento de las importaciones europeas debería conducir a una depreciación del euro.

— Cuando la eurozona exporta productos a EEUU, los estadounidenses demandan euros a cambio de dólares para poder comprar los productos europeos. Por lo tanto, un aumento de las exportaciones europeas debería conducir a una apreciación del euro.

En conclusión, un aumento del déficit comercial en la eurozona, esto es, una situación en que las importaciones muestran un mayor dinamismo que las exportaciones, debería conducir a una depreciación del euro.

4) Inflación

Si en la eurozona aumenta la inflación más rápido que en EEUU, un europeo podría ganar dinero con la compra en EEUU de ciertos productos, más baratos que en Europa, y su posterior venta en la eurozona. En este proceso, se produce una oferta de euros para poder adquirir los productos estadounidenses. Por lo tanto, una mayor inflación en la eurozona debería conducir a una depreciación del euro.

En conclusión, una divisa tiende a apreciarse en un contexto de:

- Fuerte crecimiento económico.
- Elevados tipos de interés.
- Superávit comercial.
- Reducida inflación.

En el gráfico 17, se observa la evolución del tipo de cambio entre el dólar y el euro desde enero de 1999, momento en el que nació la moneda europea. En los últimos años, la confianza de los inversores en el potencial de la economía norteamericana y el consecuente atractivo de los activos denominados en dólares, se ha traducido en una importante entrada neta de flu-

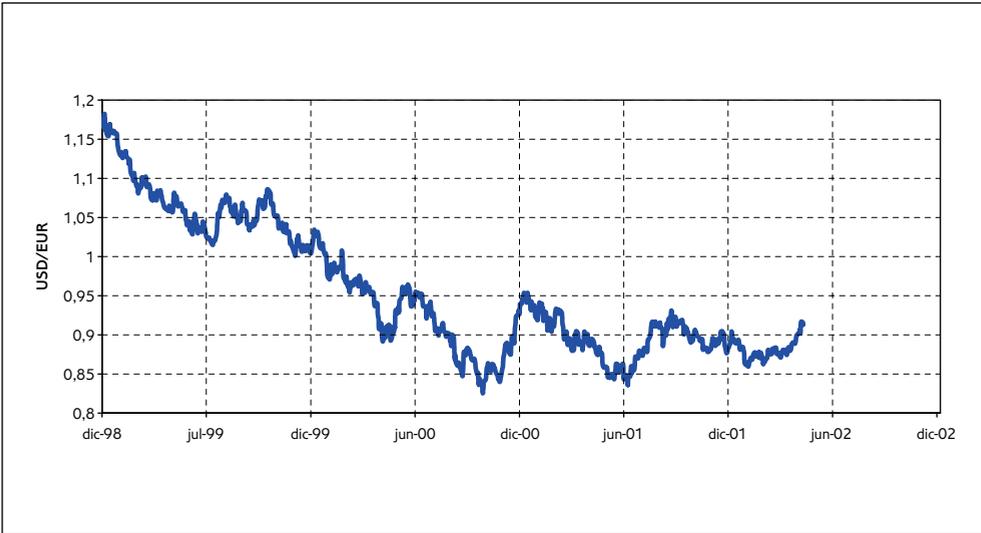


GRÁFICO 17. Evolución del tipo de cambio entre el dólar y el euro (dólares por euro).

jos en EEUU que explica la tendencia apreciatoria de su divisa. En los últimos meses, sin embargo, el dólar ha revertido esta tendencia en un contexto en que se cuestiona la actual capacidad de la economía estadounidense para atraer flujos que financien su abultado déficit comercial. La explosión de la burbuja en los mercados de renta variable, los reducidos tipos de interés en EEUU y las dudas todavía existentes sobre la magnitud y la rapidez de la recuperación de la economía norteamericana está reduciendo el atractivo de los activos denominados en dólares.