El euro complica la vida al BCE

«Sin expectativa de sorpresa al alza para la inflación a corto plazo que contribuiría a relajar las condiciones financieras, la probabilidad de que el BCE tome medidas adicionales si el euro sigue apreciándose es creciente»

La reciente apreciación del euro sitúa su tipo de cambio efectivo nominal (TCEN) en máximos de 2009. En su cruce frente al dólar estadounidense se han superado niveles de 1,20 dólares/euro de forma reciente, en máximos desde mediados de 2018. La apreciación de la moneda única ha sido superior frente a otros cruces, en particular con divisas de países emergentes, especialmente castigados en lo que llevamos de año.

El ritmo de apreciación acumulado del euro es por el momento inferior al de otros episodios. Así, el euro se aprecia un 8,3% frente al dólar en los últimos 12 meses y un 6,0% en términos de TCEN. A principios de 2018, cuando se especulaba con la posibilidad del final del QE del BCE, el euro llegó a apreciarse más de un 15% interanual frente al dólar, y un 9,4% en el caso del TCEN.

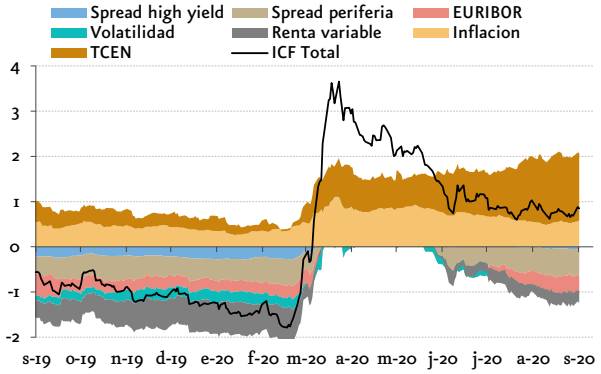
En la antesala del Consejo de Gobierno del BCE de septiembre, las declaraciones de Philip Lane, economista jefe de la institución, mostrando cierta preocupación por los niveles alcanzados por el euro, sitúan al tipo de cambio en el centro de atención. Desde el Consejo de Gobierno del 16 de julio, la apreciación del euro asciende a un 2% en términos de TCEN, y a algo más de un 4% frente al dólar.

La apreciación generalizada del euro es un factor que limita la relajación de las condiciones financieras en el área euro que, a pesar de haber sido muy intensa, se encuentran aún en un nivel más tensionado que a principios de 2020. La contribución positiva a la relajación de las condiciones financieras que supone la reacción positiva de las principales variables financieras a los estímulos monetarios y fiscales desplegados en el área euro (caída de tipos cortos, largos y diferenciales crediticios, reducción de la volatilidad y recuperación de cotizaciones bursátiles), se ha compensado en parte por la apreciación del euro y la moderación de la inflación.

El impacto que puede tener la apreciación reciente del euro en el PIB y en la inflación es limitado, pero en la dirección opuesta a la necesaria en el entorno actual. El impacto en el crecimiento del PIB de una apreciación de un 1% se situaría entre una y tres décimas en un año. Una apreciación de la misma magnitud tendría un efecto sobre la inflación que podría alcanzar las dos décimas, habiéndose reducido respecto a las estimaciones realizadas hace unos años. En todo caso, es clave el tipo de shock que provoque la variación del tipo de cambio, siendo mayor el efecto cuando la causa es un cambio en la política monetaria. Además, dadas las fuertes variaciones de los flujos comerciales asociadas a la pandemia, el efecto de una variación moderada de los precios relativos puede ser de segundo orden respecto al del ritmo de recuperación del comercio mundial y la normalización de la producción.

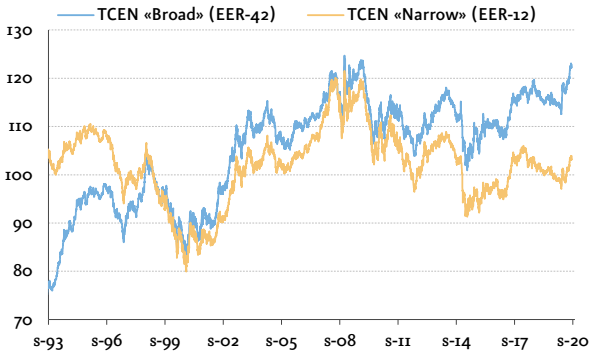
José manuel amor es socio, director de Análisis Económico de Afi.
Twitter: @JMAafi

Índice de condiciones financieras en el área euro, descomposición por componentes



Fuente: *Afi, Bloomberg.*

Tipo de cambio efectivo nominal del euro



Fuente: *Afi, BCE.*

Con estos guarismos no es descartable que el BCE decida mantener sus proyecciones, aunque sin duda la apreciación del euro es un factor de presión bajista adicional sobre una inflación ya muy alejada del objetivo. En todo caso, la evolución del euro apenas ha sido interpretada hasta el momento por los agentes económicos en clave de mayor riesgo de desanclaje de las expectativas de inflación a medio y largo plazo. Así, en paralelo a la apreciación del euro, los *breake-ven* de inflación a largo plazo han subido más de un punto porcentual desde los mínimos del inicio de la primavera, y hoy ya se sitúan algo por encima de los niveles de final de 2019. La lectura es similar si observamos los precios de las opciones sobre inflación, donde la prima a pagar por cubrirse de escenarios de inflación más elevada ha subido de forma substancial, si bien desde mínimos.

En definitiva, la apreciación del euro complica al BCE la gestión de un ya de por si delicado entorno, caracterizado por una recuperación económica incierta ante la amenaza de los rebrotes de la pandemia y una presión a la baja sobre la inflación que la va a alejar del objetivo al menos durante los próximos dos años.

No obstante, el listón para que el BCE anuncie nuevas medidas de estímulo de forma inmediata se encuentra muy alto. No hay justificación suficiente para realizar una revisión sustancial a la baja de las actuales proyecciones macroeconómicas del BCE. En el último Consejo de Gobierno, Lagarde apuntaba a que sería necesario un cambio material en el escenario para que se introdujeran alteraciones relevantes en la actual configuración de la política monetaria. Queda mucho estímulo por desplegarse aún, entre operaciones TLTRO III y programas de compra de deuda (APP y PEPP), y las reacciones de las principales variables financieras, la actividad económica y la concesión de crédito al sector privado ha sido hasta ahora positiva.

En todo caso, dado el entorno y los riesgos, sí parece lo más probable que el BCE se muestre más sensible a la evolución de la divisa única. Sin expectativa de sorpresa al alza para la inflación a corto plazo que contribuiría a relajar las condiciones financieras, la probabilidad de que el BCE tome medidas adicionales si el euro sigue apreciándose es creciente. Las declaraciones de Philip Lane constituyen la primera muestra de esta creciente incomodidad ::