

El papel del euro como moneda internacional

CARLOS PATEIRO RODRÍGUEZ
Profesor de la E.U. de E.E. Empresariales de A Coruña

PABLO CASTELLANOS GARCÍA
Profesor-Tutor de la UNED

RESUMEN

En el presente trabajo se estudian las posibilidades reales del euro en su papel de moneda internacional. El enfoque, se centra en el análisis de las diferentes variables que determinan el *status* de una moneda respecto a las demás, en las distintas funciones que la literatura económica atribuye al dinero. La principal conclusión del trabajo es que, a medio plazo, no parece previsible que el euro pueda desplazar al dólar como primera moneda, si bien la consolidación de la UE proveerá las condiciones necesarias para que el euro alcance una posición de privilegio como moneda internacional.

ABSTRACT

In this paper we study the real possibilities of the euro in its role of international currency. The focus is centred on the analysis of the different variables that settle the status of a currency in relation to the other ones in the different functions that economic literature attributes to money. The main conclusion of this paper is that, in the long-run, it seems not foreseeable that the euro can displace to the dollar as the first currency, although the consolidation of the EU will provide the necessary conditions so that the euro could reach a privileged position as an international currency.

1. INTRODUCCIÓN

Tal como señala Requeijo (1998), que la moneda de un país sea universalmente utilizada genera múltiples beneficios, claramente observables en las

dos monedas que desde el s. XIX hasta nuestros días, han desempeñado el papel de dinero internacional: la libra esterlina y el dólar.

Desde 1860 hasta el estallido de la Primera Guerra Mundial, en 1914, la divisa mundial por excelencia, fue la libra. El Reino Unido era el núcleo del sistema del patrón oro. La libra, plenamente convertible en oro, era la moneda más importante y estaba respaldada por el centro financiero más desarrollado, Londres. Otras monedas, también convertibles en oro, tuvieron, sin embargo, una menor relevancia. Gran Bretaña era por entonces el mayor acreedor mundial, y proveía así al resto del mundo con remesas de libras, que a menudo terminaban siendo mantenidas como moneda de reserva por otros bancos centrales (Wyplosz y Burda, 1993). La proporción de su ahorro, que fue invertido en el exterior durante los cuarenta años anteriores a la Primera Guerra Mundial, osciló en torno al 20%.

Esa condición la perdió tras la guerra pese a que, en un desesperado intento de recuperarla, Churchill, entonces canciller de Hacienda, introdujo de nuevo la paridad oro y revaluó la libra en un 10%, lo que originó una pérdida de competitividad. En el contexto inflacionario de entreguerras, y a pesar de la política monetaria restrictiva, la libra perdió influencia a nivel mundial y fue el dólar el que, gradualmente, se convirtió en la moneda internacional por excelencia. La configuración de los mercados financieros se hizo bipolar, en torno a los centros de Londres y Nueva York.

La ascensión del dólar se vio, además, notablemente reforzada por la supremacía, económica y política, que alcanzó Norteamérica al término de la 2.^a Guerra Mundial. En 1950 su PNB suponía el 57% del total del mundo desarrollado occidental y contaba, además, con el 50% de sus reservas internacionales. El dólar, por tanto, se convirtió en el dinero internacional por definición. Más aún, el sistema monetario internacional estuvo durante casi 30 años apoyado en el dólar, ya que los acuerdos de Bretton Woods suponían la plena convertibilidad dólar de cualquier moneda y la plena convertibilidad oro del dólar a una paridad fija (patrón de cambios-oro). Si bien la libra mantuvo oficialmente su status de moneda de reserva, en la práctica su peso fue diluyéndose progresivamente, como sucedió con la aspiración del Reino Unido a desempeñar un papel similar al de EE.UU. en el nuevo orden económico internacional.

Tras un largo período, que se extiende aproximadamente hasta 1958, y en el que la liquidez internacional dependía muy directamente de la situación de la balanza de pagos norteamericana, surgió el llamado «dilema de Triffin». Triffin (1960), advirtió sobre la excesiva dependencia del resto del mundo respecto a los déficit americanos para el crecimiento de las reservas. Las dudas sobre la convertibilidad real del dólar en oro generaron problemas de confianza. La evolución de los pasivos exteriores de EE.UU. denomina-

dos en dólares en relación a las reservas fue muy adversa entre 1959 y 1967, pasando de una situación de equilibrio a triplicarlas. Todo ello hizo, que la eventualidad de una devaluación de la moneda norteamericana fuese un denominador común en todos los foros internacionales (FMI, etc.). La propuesta, mayoritariamente compartida, de proceder a una devaluación del dólar encontró una radical oposición en la administración Kennedy. Como indica Ontiveros (1997, p. 38): «La mera consideración de esa posibilidad formará parte del catálogo de tabúes americanos a lo largo de toda la década». En 1971, se suspende la convertibilidad oro del dólar como consecuencia del fuerte deterioro de la balanza comercial estadounidense y del alto nivel de desempleo, que condujeron a intensos movimientos especulativos contra el dólar. En 1973, el sistema de cambios fijos fue sustituido por el de cambios flotantes.

A partir de esos años y de la crisis del sistema de Bretton Woods, el dólar, si bien se ha mantenido como moneda internacional, no ha vuelto a gozar de la hegemonía perdida en los años 70, sobre todo después de la importancia adquirida por el marco y el yen a partir de los 80.

La integración del marco y las divisas europeas más importantes en el euro, ha suscitado un interesante debate respecto al papel que ha de desempeñar el euro como divisa internacional. Un trabajo de investigación sobre este tema deberá comenzar con el establecimiento de las características que convierten a una moneda en divisa internacional acreditada.

Este trabajo se estructura de la siguiente manera. La sección segunda, parte del análisis del concepto y las características del dinero internacional. A continuación, se realiza un estudio comparativo pormenorizado del uso del euro y del dólar en las diferentes funciones. Al contrario de lo que resulta frecuente en la literatura, planteamos un enfoque de conjunto, con el objeto de dar una visión más clara y amplia de las razones por las que una moneda adquiere el protagonismo frente a las demás. En la sección tercera, realizamos una síntesis de las principales conclusiones.

2. LOS REQUISITOS DEL DINERO INTERNACIONAL. EL EURO EN EL SMI

La noción de dinero internacional es ambigua. El concepto de moneda es todavía indisociable del de soberanía, y ninguna moneda puede ser realmente de curso legal en todos los mercados del mundo. Por otra parte, es posible que una moneda sea de curso legal en términos relativos en ciertas categorías de mercados exteriores y respecto a parte de las actividades económicas de ciertos agentes foráneos. Así, a pesar de las restricciones impuestas por cier-

tas legislaciones nacionales, una moneda *solvente* se utiliza con frecuencia como instrumento de cambio en competencia con las propias monedas «oficiales» (el caso del dólar en Cuba e Israel sería un ejemplo). De esta forma, podemos definir una moneda internacional según Bénassy-Quéré (1996), como «una moneda que es usada por los residentes de países distintos al de emisión de la misma» o, de acuerdo con Funke y Kennedy (1997), como «una moneda usada por no residentes para fines no necesariamente relacionados con consideraciones domésticas».

Tradicionalmente, la literatura económica extiende las tres funciones del dinero (medio de cambio, depósito de valor y unidad de cuenta) al nivel internacional, distinguiendo entre el uso de la moneda por el sector privado y su uso por el sector oficial, tal como se sintetiza en el cuadro n.º 1.

Según observa Krugman (1995), las seis subfunciones están separadas, pero no son independientes. Las sinergias entre las funciones de medio de pago y facturación son particularmente poderosas. Para los agentes oficiales, la intervención no puede ser disociada de los problemas de anclaje. Para fines

CUADRO N.º 1
Las funciones de una moneda internacional

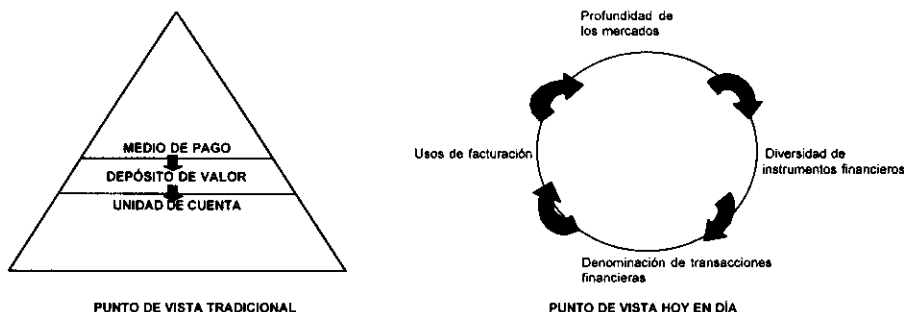
Función	Sector privado	Sector público
Unidad de cuenta	Facturación del comercio internacional; transacciones financieras internacionales; cotización de mercados internacionales	Determinación de los tipos de cambio.
	DENOMINACIÓN	ANCLA
Medio de pago	Liquidación del comercio internacional y de obligaciones financieras; moneda vehículo; moneda sustitutiva	Intervenciones en mercados de cambios exteriores; flujos financieros oficiales.
	VEHÍCULO	INTERVENCIONES
Depósito de valor	Denominación de instrumentos financieros.	Determinación de reservas oficiales internacionales.
	CONSTITUCIÓN DE CARTERAS	RESERVAS OFICIALES

Fuente: Elaboración propia a partir de BEKK (1998) y BÉNASSY-QUÉRÉ (1996).

privados, incluso aunque pudiera teóricamente ser posible separar las dos funciones, los ejemplos de monedas puramente contables ahora son historia.

Debido a que cada función influye sobre las demás, es difícil establecer una jerarquía en cuanto a las funciones del dinero internacional. Tradicionalmente, se venía defendiendo la existencia de una estricta jerarquía entre dichas funciones, pero esta postura es actualmente insostenible (Bénassy-Quéré, 1996), y la interdependencia entre las distintas funciones del dinero, acentuada por la globalización de los mercados financieros, llega a ser circular (ECU Institute, 1995) (véase figura 1).

FIGURA N.º 1
Jerarquía de las funciones del dinero internacional



Fuente: Elaboración propia a partir de ECU Institute (1995).

Vistas estas líneas básicas sobre las funciones del dinero internacional, los factores que ayudan a explicar el uso relativo de cada moneda, según Bergsten (1997) son:

- a) La ausencia de controles cambiarios.
- b) Su estabilidad nominal.
- c) Su tamaño frente al conjunto mundial.
- d) Su participación en el comercio mundial.
- e) Su grado de apertura al exterior
- f) Su condición acreedora o deudora frente al resto del mundo.
- g) El grado de desarrollo de sus mercados financieros.

¿Cumplirá el euro esas condiciones, en las que deberá apoyar su expansión internacional?

La ausencia de controles cambiarios y la estabilidad nominal, son prerrequisitos que una moneda debe cumplir para acceder a una utilización internacional amplia. La todavía corta trayectoria del euro, no nos permite establecer en qué medida ambos criterios serán satisfechos. La experiencia de 1999 muestra, por el contrario, una notable inestabilidad del tipo de cambio del euro frente al dólar, acentuada por la política de *benign neglect* del BCE, política que contradice las previsiones de diferentes autores, como McCauley (1997), de que en la búsqueda de su prestigio y credibilidad, el BCE llevaría a cabo una política monetaria particularmente restrictiva a pesar del por entonces generalizado bajo nivel de actividad. Sin embargo, los firmes compromisos con el objetivo de estabilidad de precios y con la coordinación de las políticas monetaria y presupuestaria en Europa apuntan a que muy probablemente, estos prerrequisitos serán satisfechos en igual medida por el euro y por el dólar.

Los restantes criterios, según González y Santillán (1998) resultan de mayor utilidad, en principio, para dilucidar la posible importancia relativa del euro y el dólar dentro del SMI. Sin embargo, varios de ellos [los enumerados como (c), (d) y (e)] serán igualmente incapaces, en la práctica, de marcar en mayor medida las diferencias. En estos apartados, la UME se situará en una posición ligeramente más favorable que EE.UU., aunque las diferencias serán reducidas.

Respecto del papel que juega la posición acreedora o deudora del país emisor, el euro presenta a priori una posición ventajosa en relación al dólar. Efectivamente, los saldos de las balanzas por cuenta corriente de EE.UU. y de la Zona Euro, han seguido una evolución divergente en las últimas dos décadas. Según datos del BIS (1999), EE.UU. ha pasado de un superávit de 17 mil millones de dólares en 1978-80, a un déficit de 99 mil millones de dólares en 1996-98, tendencia que se mantiene a finales de 1999. Por el contrario, la Zona Euro ha pasado de un déficit de 66 mil millones de dólares a un superávit de mil millones en el mismo período.

Por otro lado, el desarrollo de los mercados financieros constituye, posiblemente, uno de los elementos esenciales. Actualmente EE.UU. ocupa una posición mucho más ventajosa que la UE. Una medida de dicha posición se puede obtener a través de la capitalización de los mercados de bonos (domésticos e internacionales) y acciones. La incorporación del Reino Unido al euro será fundamental en la determinación de las posiciones relativas, en la medida en que los activos financieros denominados en libras pasen a denominarse en euros. Los datos son reveladores a este respecto: el ratio entre las capitalizaciones de renta fija y variable de EE.UU. y la UE-15 en 1995 fue de 1,44. En cambio, el mismo ratio respecto de la UE-11 fue de 1,97.

Los datos del cuadro n.º 2, pretenden transmitir una visión más completa del tamaño de los mercados financieros teniendo en cuenta la capitalización

CUADRO N.º 2
Los mercados de capitales de la UE, Japón y EE.UU. (1995)

	% Capitalización del mercado de valores	% Obligaciones (1)			% Activos bancarios	Obligaciones, acciones y activos bancarios (2)	Obligaciones, acciones y activos bancarios
		Públicas	Privadas	Total			
					(En miles de millones de \$)	(En % PIB)	
UE-11	16,76	27,78	33,32	29,98	49,16	21.084,2	309,9
Japón	29,00	24,52	20,27	22,83	30,31	16.375,2	320,2
EE.UU.	54,23	47,70	46,41	47,19	20,53	22.865,1	315,2

(1) Obligaciones nacionales e internacionales expuestas según la nacionalidad del emisor.

(2) Suma de la capitalización del mercado de valores, obligaciones y activos bancarios.

Fuente: Elaboración propia a partir de Varela y otros (1997).

bursátil de los mercados de valores, los saldos vivos de las obligaciones públicas y privadas y los activos bancarios. La capitalización bursátil de EE.UU. triplica a la de la UE-11 (54% frente al 17%). En cuanto a la renta fija total, EE.UU. representa el 47% frente al 30% de la UE-11, siendo más acusada la diferencia en el caso de las obligaciones públicas. Por el contrario, la financiación bancaria, representa una mayor proporción en la UE-11 (49% frente al 21%). En EE.UU. la financiación de las empresas suele discurrir por los mercados públicos organizados, mientras que en Europa se realiza básicamente a través del crédito bancario. Si consideramos conjuntamente los tres componentes (acciones, obligaciones y activos bancarios) con relación al PIB, se observa que los porcentajes son muy similares (310 en la UE-11 frente a 315 en EE.UU.).

Como conclusión, los indicadores enumerados señalan que el euro debería desempeñar un papel más importante que las monedas europeas constituyentes, hasta adquirir posiblemente, en un futuro, un papel de relevancia comparable al del dólar.

Para precisar en mayor medida el orden de magnitud de los cambios necesarios para que el euro alcance un peso análogo al del dólar en el SMI, resulta útil comparar el grado presente de utilización de la moneda norteamericana y de las actuales divisas europeas en cada uno de los diversos ámbitos en que está presente una moneda internacional, así como evaluar las perspectivas futuras del euro en cada uno de ellos.

2.1. El uso del euro en la denominación del comercio mundial

Como se desprende del cuadro n.º 3, el dólar es la moneda internacional dominante en la facturación del comercio, aunque su papel se ha reducido gradualmente durante las dos últimas décadas. Los datos, aún siendo escasos, son concluyentes: una mínima proporción del comercio internacional no denominado en la moneda del importador o del exportador se factura en monedas distintas del dólar. El coeficiente de internacionalización del dólar, definido como la relación entre el porcentaje de las exportaciones mundiales denominadas en dólares respecto a la participación de EE.UU. en las exportaciones mundiales, triplicaba el del marco alemán en 1995. El elevado valor del coeficiente de internacionalización del dólar obedecería a tres causas fundamentales:

1. El importante papel de dólar como moneda vehículo en las transacciones de países con otras divisas, como observa Wyplosz (1997).

CUADRO N.º 3
Uso de monedas en el comercio internacional

	1980		1995	
	% de las exportaciones mundiales	Ratio de internacionalización (1)	% de las exportaciones mundiales	Ratio de internacionalización (1)
Dólar USA	56,4	4,5	52,0	3,9
Marco alemán	13,6	1,4	13,2	1,4
Libra esterlina	6,5	1,1	5,4	1,1
Yen japonés	2,1	0,3	4,7	0,6

(1) El ratio de internacionalización es el cociente de la proporción de las exportaciones mundiales en una moneda con respecto a la proporción del país emisor en las exportaciones mundiales. Un ratio mayor que uno, representa una situación donde el uso de la moneda excede la proporción del país emisor en el comercio mundial. En base a este ratio, sólo el dólar y el marco son monedas internacionales (la libra está en el límite).

Fuente: Elaboración propia a partir de BEXX (1998) y ECU Institute (1995)..

2. El hecho de que el dólar presenta una proporción en la denominación del comercio exterior de EE.UU. muy superior a la del resto de monedas.
3. La posición de dominio del dólar con relación al yen, en el comercio de los países asiáticos, y en particular, en el propio Japón.

La elección de las monedas para denominar el comercio internacional es el resultado de múltiples factores, que pueden sintetizarse en una serie de patrones (Krugman, 1995):

1. El comercio de manufacturas entre países desarrollados se denomina usualmente en la moneda del exportador (aunque existen excepciones, siendo la más notable la de Japón, que denomina casi todas sus exportaciones en dólares) o bien en la del país mayor, mientras que en el resto de productos es habitual el uso de la moneda del importador (este fenómeno suele conocerse como «ley de Grasman»). Este hecho, por sí mismo, dado que EE.UU. es la mayor economía a nivel mundial, hace que este país tenga una cuota de facturación desproporcionada.

2. Dada la escasa convertibilidad de las monedas de los países en desarrollo, el comercio entre estos países y los industrializados se suele denominar en la moneda de estos últimos o bien en dólares.
3. Debido a que las cotizaciones de las materias primas en los mercados internacionales se expresan mayoritariamente en dólares o en libras, es en estas monedas (sobre todo en dólares) en las que suele denominarse el comercio de las mismas y, en consecuencia, la mayoría de las exportaciones de los países en vías de desarrollo.
4. La denominación del comercio exterior se realiza, de forma casi exclusiva, en monedas cuyo tipo de cambio es estable.

A la vista de lo expuesto, pasemos ahora a valorar el potencial del euro en cuanto a moneda internacional en el comercio mundial. Del cuadro n.º 3, se deriva que algo más de la cuarta parte de las exportaciones mundiales en 1995, estaban denominadas en las cuatro principales monedas de la UE (marco alemán, franco francés, libra esterlina y lira italiana). No obstante, sería erróneo suponer que esto implica que el euro representará la cuarta parte del comercio mundial como resultado de la mera conversión a euros de las monedas nacionales de los países de la Unión. En realidad, la proporción del euro en las exportaciones mundiales será, previsiblemente, menor de un 18 al 20% según las estimaciones de Hartmann (1996), debido a la transformación del comercio intracomunitario en comercio doméstico, cuyo montante debe deducirse del total del comercio internacional.

Sin embargo, la disminución apuntada puede verse contrarrestada por otros efectos que se derivan de la implantación del euro. Así, a pesar de la elevada inercia en el uso internacional de monedas, la introducción del euro modificará las prácticas de facturación del comercio mundial. Las empresas de la UE, sobre todo en aquellos países donde la moneda nacional tenga una presencia insignificante en su comercio exterior (caso de España), tendrán un claro incentivo para pasar rápidamente a facturar a terceros países en la nueva moneda. De esta forma, se produciría un incremento de la participación del euro en la denominación del comercio internacional, incremento, que se ve potenciado por el hecho de que la UE constituye el bloque comercial único mayor del mundo, y también porque ciertos países no comunitarios, pero con fuertes vínculos económicos con la Unión, desearán ligar sus monedas al euro, como veremos más ampliamente en el epígrafe 2.6.

En opinión de Portes y Rey (1998) el papel del euro vendrá condicionado por dos factores:

1. Su capacidad para ganarle terreno al dólar como moneda vehículo en el comercio no estadounidense.
2. La estabilidad de los tipos de cambio entre el dólar, el yen y el euro. Si el dólar fuese muy volátil frente a las otras dos monedas, sería más probable que el euro y el yen sustituyesen al dólar como unidad de cuenta internacional, dado que las empresas prefieren facturar en monedas con bajos riesgos de inflación y tipos de cambio reales relativamente bajos.

De aquí se deriva que, si el actual proceso de globalización económica da lugar, como parece previsible, al establecimiento de tres grandes bloques regionales de comercio (Europa-África-Oriente Medio, Japón-Sudeste Asiático, EE.UU.-Latinoamérica), podríamos acabar con, al menos, tres monedas vehículo como unidades de cuenta. No obstante, mientras el comercio esté más uniformemente distribuido y sea multilateral, se impondrá el uso de una única moneda para estos fines. En ese caso, el cambio en los «fundamentales» favorecerá al euro, mientras que la historia (inercia) favorecerá al dólar.

2.2. El euro en los mercados de divisas

Potencialmente el euro, podría desempeñar un significativo papel como medio de pago. El uso de monedas como medio de pago se refleja en los mercados de divisas, en los cuales son muy importantes las economías de escala y, por consiguiente, se utilizan con frecuencia monedas vehículo.

En la actualidad, el dólar es la moneda más importante en estos mercados. Como puede apreciarse en el cuadro n.º 4, alrededor de un 83,6% de estas transacciones tenían en 1995 una contrapartida en dólares frente a un 55,3% de las monedas del SME. En 1998 los porcentajes fueron, respectivamente, 87,9 y 48,9. Por el contrario, la libra esterlina evolucionó entre los mismos años del 8,9 al 10,7%. Los datos parecen mostrar una penalización de los mercados de divisas al proceso de consolidación de la moneda única, fortaleciendo los argumentos de quienes aducen (Senn, 1999) que una relajación de los criterios de entrada como condición para el éxito *político* de la Unión conllevaría inevitablemente un euro débil. En cuanto al yen, su evolución en los mercados de cambios fue negativa, pasando de un porcentaje del 23,6 en 1995 al 20,5 en 1998, debido, según el BIS (1999) a la fragilidad del sector bancario japonés en una coyuntura deflacionista con caídas importantes de producción y precios. Por otra parte, el análisis del ECU Institute (1995), acerca del uso de las monedas en los mercados de divisas, llega a las siguientes conclusiones:

CUADRO N.º 4
Volumen de negociación de divisas (1)

	1995		1998	
	Miles mill. \$	%	Miles mill. \$	%
Dólar EE.UU.	1.313,4	83,6	1.741,0	87,9
Monedas SME	869,8	55,3	968,4	48,9
de las cuales:				
Marco	583,8	37,1	602,7	30,4
Franco	127,2	8,1	102,6	5,2
ECU	36,2	2,3	28,2	1,4
Yen	371,4	23,6	407,2	20,5
Libra esterlina	139,7	8,9	211,9	10,7
Franco suizo	116,3	7,4	138,8	7,0
Total (2)	1.571,8		1.981,6	

(1) Medias diarias. Transacciones *spot*, *forward* y *swap* de divisas.

(2) Los porcentajes suman más de cien, porque en cada transacción hay dos monedas implicadas.

Fuente: Elaboración propia a partir de datos del BIS (1999).

- El dólar sigue siendo, a mucha distancia, la principal moneda vehículo en los mercados de divisas, siendo su uso particularmente amplio en los mercados financieros en Asia y, en una medida ligeramente menor, en los mercados europeos; es dominante en los mercados «*swap*» y de futuros.
- El uso del marco se ha incrementado en los últimos años; ahora se emplea fuera de los mercados europeos y es más importante en los mercados de contado («*spot*») y de opciones.
- Los mercados asiáticos se caracterizan por una neta especialización en transacciones en yenes, mientras que el yen, es usado relativamente poco fuera de los mercados asiáticos.

Tras la implantación del euro, no resulta fácil estimar cuál será la participación de la nueva moneda en el conjunto de transacciones desarrolladas en

los mercados cambiarios. Las previsiones de algunos investigadores que situaban el nivel de transacciones en euros en torno al 57%, podrían ser consideradas optimistas a la vista de la evolución seguida por el euro durante 1999.

El futuro papel del euro como moneda vehículo, dependerá principalmente de los costes de transacción asociados con el cambio del euro: la eliminación de comisiones y de seguros de cambio originará una reducción de costes estimada en Europa en el 0,5% del PIB, lo que para España supondría 350 mil millones de pesetas por año (Alcaide, 1998). Las economías de escala derivadas del mayor tamaño del mercado euro respecto al de las monedas nacionales existentes deberían incrementar gradualmente el potencial de euro como vehículo. En ese mismo sentido, actuarán el éxito en la consolidación de la UE y la credibilidad que dicho proceso inspire en los países europeos no integrados en la Unión y en el resto del mundo.

A corto plazo, en el momento de la introducción del euro, cabría esperar un mayor peso relativo del dólar y del yen como monedas vehículo, debido a que las operaciones entre las monedas comunitarias dejan de considerarse transacciones de divisas, pasando a ser cambios entre dos denominaciones de una misma moneda. No obstante, el euro sería la segunda divisa más intercambiada.

A medio plazo, por las razones expuestas, el creciente papel internacional de euro debería incrementar su relevancia en los mercados de divisas por encima del nivel actual de las monedas comunitarias.

Por último, a largo plazo, teniendo en cuenta que el uso de varias monedas vehículo aumenta los costes de transacción globales, no es previsible que el euro pueda rivalizar con el dólar como vehículo, a no ser que se produjese una segmentación de los mercados de divisas (por ejemplo, un mundo bipolar dólar/euro), en cuyo caso el euro podría desempeñar un papel muy relevante como vehículo en las transacciones entre las monedas comunitarias que no accedan a la moneda única o entre monedas europeas de países no pertenecientes a la Unión.

2.3. El uso del euro en las carteras de inversión privadas

El dinero internacional, debe estar respaldado por un mercado financiero con la profundidad suficiente para minimizar el impacto de los «shocks» exógenos sobre la volatilidad del tipo de cambio. Además, dicho mercado debe presentar una gran liquidez y amplitud. Por ello, si los *policymakers* desean promover el papel internacional del euro, deberían, según Portes y Rey (1998), centrar sus esfuerzos en integrar los mercados europeos, incremen-

tando su liquidez, amplitud y profundidad. Ello requiere profundos cambios estructurales que van, desde la desregulación hasta el establecimiento de *benchmarks*.

La introducción del euro debería dar lugar al mayor mercado financiero de moneda única del mundo, con una elevada participación de la moneda europea en las carteras privadas internacionales; y ello por cuatro razones:

- 1.^a El previsible rápido desarrollo, poco después del inicio de la tercera fase de la UEM, de mercados financieros en euros completamente integrados, profundos, amplios y líquidos. Tal como apunta Bekx (1998) a tal desarrollo contribuirían factores tales como la propia dimensión económica de la Zona Euro, que teniendo una participación en el PNB mundial similar a la de EE.UU. (en torno al 19,5%), representa, sin embargo, una mayor participación en el comercio mundial (18,6 frente al 16,6%); la desaparición del riesgo cambiario entre los países comunitarios; la mayor competencia entre instituciones financieras derivada de una política monetaria única y de un mercado monetario e interbancario unificados; la armonización de procedimientos y usos de mercado, y el desarrollo de eficientes sistemas de pago transfronterizos, tales como TARGET, cuya utilidad trascenderá de su uso para operaciones de política monetaria.
- 2.^a La existencia de un entorno macroeconómico estable, derivado de las políticas económicas previsiblemente aplicadas en la UE favorecerá el atractivo del euro, que competiría con el dólar como moneda refugio (Funke y Kennedy, 1997). Sin embargo, entre enero y diciembre de 1999 los hechos muestran lo contrario. El euro, parece mostrarse hipersensible a los vientos desfavorables generados por las crisis políticas y/o económicas. Así, por ejemplo, durante las crisis de los Balcanes y del Este de Europa se reforzó el papel del dólar como moneda refugio. Asimismo, la persistente depreciación del euro frente al dólar durante 1999, podría reducir la participación del euro en la formación de las carteras de inversión privadas.
- 3.^a Es posible que la evolución de las políticas económicas en EE.UU. pudiera contribuir también en esa dirección. Por una parte, la reducción del déficit público operaría en la línea de un descenso de los tipos de interés, lo que se traduciría en una depreciación del dólar, con el consiguiente efecto favorable sobre el déficit comercial. Sin embargo, la favorable evolución del producto y del empleo hicieron temer un rebrote inflacionista. La Reserva Federal incrementó los tipos de interés dos veces durante 1999, el dólar se apreció hasta

alcanzar la paridad con el euro en diciembre de 1999 y el déficit comercial empeoró. Datos oficiales (BIS, 1999) evidenciaron un sorprendente fortalecimiento de la actividad económica norteamericana, con un crecimiento del PNB en el último trimestre de 1998 del 6,1%. Por el contrario, el crecimiento económico fue algo más débil de lo esperado en algunos países del área euro, especialmente Alemania. Ésta es una prueba más de la dificultad que entraña la realización de previsiones económicas.

- 4.^a La inercia favorable al dólar ha comenzado a romperse en los últimos veinte años en favor de una mayor participación de las monedas europeas en los mercados financieros internacionales. Si bien los datos confirman esta tendencia, deben tomarse con cautela, ya que, parafraseando a Krugman (1995), el futuro de un sistema monetario es básicamente una cuestión política, pero el futuro papel internacional de una moneda es ante todo una cuestión económica.

Frente a los aspectos favorables citados, existen varios inconvenientes:

- a) Respecto a la renta variable, los mercados de acciones domésticos son relativamente pequeños. Así, en 1997 la capitalización bursátil doméstica conjunta de los mercados de acciones de los Quince era algo superior a la mitad de la de los mercados de Nueva York y NASDAQ: 5.275.244 millones de dólares frente a 10.617.141. Además, la UE-15 sólo cuenta con 5.436 empresas cotizadas en las bolsas principales, mientras que Nueva York y NASDAQ suman 7.304 (Calzada, 1998). Estas diferencias se acentúan si excluimos al Reino Unido, que permanece actualmente fuera del euro y cuya bolsa es la tercera mayor del mundo. El menor desarrollo relativo de los mercados financieros europeos, que se acentúa por el hecho de que la contratación está demasiado centrada en un reducido número de empresas (unas trescientas, tan sólo), constituye el principal obstáculo para que el euro alcance un peso comparable al del dólar en el contexto del SMI en el largo plazo. El inicio de cotización de todos los valores en euros en las bolsas europeas a partir de enero de 1999 podría, a medio plazo, alterar las estrategias de inversión y ayudar a crear un mercado europeo amplio de «blue chips». En ese sentido, se han dado ya varios pasos. Primero, se han creado bolsas paneuropeas para pymes con gran potencial de crecimiento: es el caso de los mercados EASDAQ y Euro NM (Calzada, 1998). Ambas iniciativas pretenden cubrir la falta de mercados bursátiles para empresas medianas de gran contenido innovador, que en EE.UU. se

acogen en el NASDAQ mientras que en Europa no existían mercados específicos para dichas firmas. Segundo, en mayo de 1999 se ha alcanzado un acuerdo entre los representantes de las principales bolsas europeas (Londres, Francfort, Madrid, París, Amsterdam, Bruselas, Milán y Zurich) para poner en marcha una bolsa europea para grandes valores, con normas comunes para los Quince. A más largo plazo, el cambio contribuirá al crecimiento de compañías paneuropeas y mejorará las posibilidades de las empresas para obtener capital en la UE.

Estas tendencias estarían en línea con una estrategia de mayor diversificación para los inversores. Hasta la fecha, éstos han estado muy limitados —por el riesgo de moneda— a acciones en sus mercados domésticos. Con un mercado único denominado en euros, los inversores podrán buscar oportunidades de inversión interesantes en toda la zona euro. La inversión en sectores industriales pan-UE será una posibilidad real y provechosa (Bekx, 1998).

- b) En cuanto a la renta fija, la UME supone la creación de uno de los mayores mercados de bonos del mundo, sobre todo en lo que a valores públicos se refiere, donde su dimensión es mayor que la de EE.UU. y Japón. Esta circunstancia debería contribuir a reforzar el *status* del euro. No obstante, la realidad ha sido muy distinta. De hecho, tal como apunta el BIS (1999), la evolución de los mercados comunitarios de renta fija ha sido uno de los factores que ha contribuido a la depreciación del euro. El notable interés de los emisores por lanzar al mercado bonos internacionales denominados en euros se ha visto correspondido con una actitud bastante indiferente por parte de los gestores de carteras, que se han inclinado por valores denominados en otras monedas.

Actualmente debido a diferencias fiscales y de costes de transacción, así como a la diversidad de reglas e instrumentos financieros y monetarios en los distintos países, existe todavía una considerable fragmentación de los mercados, aunque la convergencia nominal requerida para la entrada en la moneda única así como los compromisos de disciplina presupuestaria, han propiciado una reducción de los diferenciales en materia de réditos y riesgo crediticio. En la medida en que la conducción de la política monetaria por parte del BCE tenga éxito en su objetivo de estabilidad de precios y se mantenga la disciplina presupuestaria, aumentará la confianza de los inversores y el euro verá incrementado su atractivo como depósito de valor.

El cuadro n.º 5, muestra la clara evolución decreciente de la cuota del dólar tanto en el saldo vivo de los bonos internacionales como en la cartera

CUADRO N.º 5
Denominación de los activos y pasivos financieros (%)

A. Cuota de los bonos internacionales vivos

	Finales 1981	Finales 1992	Finales 1995
Dólar	52,6	40,3	34,2
Monedas europeas	20,2	33,0	37,1
de las cuales: marco	n. d.	10,0	12,3
Yen	6,9	12,4	15,7

B. Cuota de la cartera privada mundial

	Finales 1981	Finales 1992	Finales 1995
Dólar	67,3	46,0	39,8
Monedas europeas	13,2	35,2	36,9
de las cuales: marco	n. d.	14,7	15,6
Yen	2,2	6,9	11,5

Fuente: Bekx (1998).

privada mundial. Entre 1981 y 1995, pasó del 52,6 al 34,2%, y del 67,3 al 39,8%, respectivamente. Por su parte, las monedas comunitarias incrementaron de forma notable sus respectivas cuotas, desde el 20,2 y 13,2 al 37,1 y 36,9%. Por último, el yen experimentó un crecimiento relativo mayor, pasando del 6,9 y 2,2 al 15,7 y 11,5%, respectivamente. Un aspecto importante que se debe considerar al evaluar la potencial redistribución de las carteras internacionales a favor del euro, es la menor posibilidad de diversificación. En efecto, dado que el riesgo cambiario desaparece con la moneda única, las rentabilidades en los países de la UE convergerán hasta reflejar exclusivamente el riesgo crediticio. Por este motivo, la demanda internacional de activos en euros desde el exterior será inferior al conjunto de aquellos denominados en las monedas nacionales, en beneficio de monedas de países comunitarios no incorporados al euro (libras esterlinas, sobre todo) y de terceros países.

A modo de conclusión de este apartado, podemos señalar que:

- El desplazamiento de activos desde el dólar hasta las monedas UE ya se está produciendo desde finales de la década de los ochenta.

- Cualquier desplazamiento es probable que sea gradual, a medida que se consolide la credibilidad del BCE, y se confirme la orientación general de estabilidad del área euro.
- Los desplazamientos de las carteras hacia el euro, deben entenderse en un contexto de internacionalización de los mercados financieros, con mayor movilidad de capitales y continuas innovaciones financieras. Por tanto, dichos desplazamientos, serán sólo una característica más de los cambios internacionales en los próximos años.

2.4. El uso del euro en la financiación internacional

La consolidación del proceso de la UE, dará lugar a unas mayores y mejores posibilidades de financiación para el sector empresarial, no sólo en los países comunitarios, sino también en los de su entorno.

En cuanto a los mercados de *renta fija* privada, es de esperar que las empresas no financieras recurran más a este tipo de financiación. Y esto es así por varias razones (Ontiveros y Valero, 1997):

- 1.^a El menor atractivo de la deuda pública para los inversores, dado que se han reducido los diferenciales entre los tipos de interés públicos y privados al disminuir las primas de solvencia y liquidez exigidas a las emisiones de las empresas. A este menor atractivo se une, además, el hecho de la reducción de la deuda pública emitida, como consecuencia de las políticas fiscales restrictivas que se están llevando a cabo en la Zona Euro.
- 2.^a Los bajos tipos de interés vigentes en el mercado, que alcanzan mínimos históricos, permitiendo así a las empresas un considerable abaratamiento de sus costes de financiación, dada la mayor competencia en un mercado financiero amplio, que en el futuro ya no estará segmentado por monedas.

El potencial para que el mercado de deuda empresarial crezca en tamaño, acercándose al nivel de los mercados de deuda estadounidenses es enorme. No obstante, en la actualidad las emisiones de obligaciones y bonos de cierta entidad favorecen típicamente al dólar, porque el mercado es más líquido, existen unas mayores posibilidades de «hedging» (mercados de futuros y opciones más diversificados), es mayor la presencia de grandes inversores institucionales y existe una mayor utilización de las calificaciones crediticias («ratings»), lo que permite a los inversores diferenciar fácilmente entre la distinta *calidad* de sus inversiones.

Dado que los países no comunitarios, especialmente los países de Europa Central y Oriental (CEECs) y los países en desarrollo, tienen una parte notable de su deuda externa expresada en monedas como el dólar y el yen, mientras que su comercio exterior se valora principalmente en monedas de la UE, puede existir un incentivo para corregir esta asimetría, convirtiendo en euros parte de la deuda expresada en monedas no comunitarias. Este fenómeno, unido a una mayor apertura comercial, podría elevar de forma considerable la proporción de monedas europeas en la deuda externa de los países latinoamericanos y asiáticos, actualmente bastante baja. Según los datos proporcionados por McCauley y White (1997), en 1996 suponía alrededor de un 11% en Latinoamérica y un 10% en Asia, mientras que el dólar alcanzaba un 67 y un 46%, respectivamente. Por su parte, el yen presentaba unas cuotas del 11 y del 33%.

Si pasamos a analizar ahora los mercados de *renta variable*, éstos pueden recibir un importante impulso como consecuencia del entorno de bajos tipos de interés dominante en la Zona Euro, emergiendo un mercado paneuropeo de acciones, descentralizado al principio, donde la desaparición del riesgo de cambio asociado, implicará la práctica igualdad de las cotizaciones de las acciones de una empresa dada. Aunque dicho mercado incluirá, sobre todo, «blue chips» de los principales países europeos, no debe olvidarse, como apuntan Ontiveros y Valero (1997), que es muy posible que surja un «segundo mercado» en el ámbito europeo, para empresas de menor dimensión, y también que se flexibilicen los requisitos que hoy se exigen para la admisión a cotización de nuevas empresas. Dos variables serán particularmente decisivas en la evolución de los mercados financieros de renta variable en la UE: por un lado, el crecimiento que experimenten las instituciones de inversión colectiva orientadas a renta variable, crecimiento que se espera fomentar con el desarrollo de «fondos garantizados», que reducen o eliminan el riesgo derivado de la caída de las cotizaciones; por otro lado, los importantes procesos de fusiones y absorciones empresariales, que pueden estimular la marcha de las bolsas, sobre todo de las entidades financieras especializadas en este tipo de operaciones. Un factor adicional, que podría potenciar la importancia de inversión en renta variable es la salida a bolsa de nuevas empresas en sectores estratégicos y de gran capitalización, como son las empresas del sector de las telecomunicaciones e informática.

A modo de conclusión, puede decirse que, previsiblemente, la consolidación del euro, dará lugar a un importante desplazamiento de la actividad de los mercados de renta fija a los de renta variable, y, entre los primeros, de los mercados de deuda pública a los de renta fija privada. Esta evolución significaría unas mayores y mejores fuentes de financiación para las empresas comunitarias, lo cual estimularía la inversión y, de este modo, el crecimiento y el empleo en la UE.

2.5. El euro en la inversión directa exterior

Tradicionalmente, como señala Bekx (1998), el criterio para identificar una inversión exterior como una inversión directa exterior (IDE) en vez de una inversión de cartera, es la posesión de al menos un 10% de las acciones con derecho a voto de una compañía. Las IDE suelen tener una finalidad de control, es decir, en la mayoría de los casos se trata de acciones y bonos de filiales de la empresa inversora en el extranjero.

La mayor parte de los flujos de IDE, van desde unas cuantas economías desarrolladas (EE.UU., Reino Unido, Francia, Alemania y Japón, sobre todo) hacia otras economías desarrolladas (Norteamérica y Europa Occidental, especialmente). Los flujos con dirección a países en desarrollo están aumentando como consecuencia de la aparición de bloques comerciales regionales y nuevas áreas para IDE, pero su nivel es aún relativamente pequeño.

En el caso particular de la UE, la implantación del Mercado Único, conllevó unos mayores flujos de entrada de IDE entre los años 80 y 90, ya que muchas empresas foráneas se establecieron en la Unión por medio de la compra de firmas comunitarias, para evitar así el arancel exterior común y los derechos antidumping. Este incremento de IDE se ve favorecido también por otras causas, tales como las perspectivas de mayor crecimiento en la UE y las diversas ventajas ligadas a la culminación del Mercado Único, así como el mayor atractivo de los mercados financieros comunitarios tras la introducción del euro, que supone una mayor liquidez y unos menores costes de los préstamos de las filiales o delegaciones en la UE de empresas foráneas. Todo ello iría en detrimento de las IDE en países europeos no comunitarios, como parecen confirmar los hechos. En efecto, durante el período 1980-84, el 44% de las IDE de la Unión fueron a países no miembros, y sólo el 5% fue IDE intracomunitaria, pero ésta se incrementó al 12% entre 1985 y 1989, y al 24% a comienzos de los años noventa (Collins, 1998).

Un efecto opuesto, lo produciría la eventual ampliación de la UE a gran parte de Europa Central y del Este, Turquía y quizá algunos de los países del Magreb, que posiblemente dará lugar a una desviación de los flujos de IDE desde Europa Occidental y el Reino Unido a estas áreas. España sería una de las economías más perjudicadas, dada la acusada dependencia, cada vez mayor, de nuestro país respecto a los recursos financieros exteriores (cuadro n.º 6). De acuerdo con los datos de Ontiveros y Valero (1997), durante el período 1991-95 España fue el sexto país del mundo (tras EE.UU., China, Reino Unido, Francia y Bélgica-Luxemburgo) en cuanto a recepción de flujos de entrada de inversión directa (42.418 millones de dólares).

CUADRO N.º 6
Distribución geográfica de los cambios en las entradas de IDE
dentro de la CE (%)

	1980-85	1986-90	1991-95
Alemania	0,8	15,8	7,8
Bélgica y Luxemburgo	4,1	5,9	16,4
Dinamarca	-1,5	1,2	4,3
España	10,1	12,2	21,5
Francia	28,6	11,3	26,1
Grecia	10,1	1,2	1,8
Holanda	15,4	10,4	10,0
Irlanda	2,4	0,1	0,2
Italia	26,8	8,3	2,3
Portugal	0,6	0,8	0,6
Reino Unido	2,7	32,8	8,9

Fuente: Adaptado de DUNNING (1998).

En opinión de Bekx (1998), es difícil predecir cómo interactuarán estos factores opuestos, si bien se estima que el impacto de la introducción del euro sobre la IDE más allá de la creación del mercado único, es relativamente pequeño.

2.6. Uso del euro por el sector público

Hasta aquí nos hemos centrado en el comportamiento del sector privado, porque, como apuntan Portes y Rey (1998), entendemos que el uso de una moneda internacional en el mercado financiero es preponderante, que el uso de una moneda vehículo es el principal determinante del uso por las autoridades monetarias como moneda de intervención, y que esto a su vez determina el uso como moneda de reserva. Pero el mantenimiento de reservas y la vinculación monetaria por los gobiernos merecen alguna atención. Para una exposición más clara tratamos separadamente el uso del euro como moneda

de reserva de su utilización como anclaje, por ser estos dos aspectos comúnmente considerados en la literatura.

2.6.1. El euro en las reservas oficiales

Las autoridades monetarias de un país, mantienen reservas de divisas para intervenir en los mercados de cambios exteriores o para hacer frente a shocks que afecten a la balanza de pagos. El último aspecto, es particularmente importante para los países en desarrollo, donde las reservas se usan para pagar importaciones y para servir y liquidar la deuda externa.

En la actualidad, el dólar permanece como la principal moneda de reserva del mundo, si bien su cuota ha ido menguando de forma paulatina —sobre todo en los países industrializados— desde la ruptura de Bretton Woods (cuadro n.º 7), principalmente en beneficio del marco y del yen.

Todavía no se dispone de análisis empíricos satisfactorios acerca de los determinantes de la demanda de reservas, ni respecto de las tendencias observadas. Según McCauley (1997), la tendencia bajista de la cuota de las reservas en dólares de las carteras de los bancos centrales es probable que sea reforzada de algún modo por el proceso de la UEM. Pero esto no necesariamente hará al euro una de las principales monedas de reserva fuera de la UE, a menos que la intervención cambiaria por los países no pertenecientes a la UE sea también en euros.

Según el BIS (1999), a la hora de evaluar el papel del euro como moneda de reserva, es necesario distinguir entre las perspectivas a corto y a largo

CUADRO N.º 7
Composición por monedas
de las reservas oficiales de divisas (en %)

	1973	1996
Dólar	76,1	63,7
Yen	0,1	6,2
Libra	5,6	3,5
Marco	7,1	14,0
Otras	11,1	12,6

Fuente: Elaboración propia a partir de BEKK (1998).

plazo. En los últimos años, la proporción de las reservas oficiales mundiales denominadas en dólares ha permanecido muy estable en torno al 70%. Las cuotas del marco y del yen, mucho menores, ascendían al 11 y al 5%, respectivamente, a finales de 1998. La disminución de la participación de las monedas europeas distintas del marco, incluyendo al ecu, explica en gran medida el menor peso de las reservas en monedas distintas del dólar en 1998. En conjunto, las monedas de la UE representaban aproximadamente el 15% de las reservas mundiales en dicho año.

Tras el inicio de la UME, no existirán en esta área, obviamente, reservas en euros, y las tenencias denominadas en las monedas de estos países pasarán a ser, antes del inicio de la 3.^a fase, activos en moneda nacional; por tanto, si se considera este efecto aisladamente, la cuota inicial del euro como moneda de reserva será inferior a la del conjunto de monedas cuyos países emisores accedan a la 3.^a fase de la UME, mientras que el dólar subiría por encima del 67% del total.

A largo plazo, ¿qué proporción de las reservas mundiales alcanzará el euro en comparación con la de sus monedas constituyentes? No se puede dar una respuesta precisa. Dependerá de las estrategias de gestión de reservas futuras de los bancos centrales, incluyendo al propio BCE, que parte de una situación en la cual los bancos centrales comunitarios utilizaban masivamente al dólar, en lugar de «swaps» directos de divisas de la UE, en sus intervenciones para mantener las paridades de los tipos de cambio en el seno del Sistema Monetario Europeo. En este sentido, como señala Alcaide (1998), algunos países de gran dimensión como China y Rusia, ya anunciaron su intención de utilizar el euro como moneda de reserva, y es muy probable que los países árabes exportadores de petróleo también lo utilicen como moneda alternativa. Asimismo, el papel que desempeñe como moneda ancla puede ser relevante, si los países que fijen sus monedas al euro prefieren mantener sus reservas en esa moneda. Dados los elevados niveles de reservas mantenidos en los países emergentes, sus políticas de tipo de cambio pueden ser particularmente importantes a este respecto (BIS, 1999). En la misma línea, González y Santillán (1998) indican que la respuesta no es sólo una cuestión de naturaleza cambiaria, sino también de la valoración que las instituciones hagan acerca de la estabilidad del euro y de la combinación rentabilidad-riesgo asociada a la nueva moneda.

Tras un año de experiencia, la evolución del cambio dólar/euro pasó de 1,161 en enero de 1999 a 1,005 en diciembre de 1999, es decir, una depreciación del euro en torno al 14%. Naturalmente, este es un hecho que no debe ser omitido en la explicación de la evolución del euro como reserva.

Una lectura de Krugman (1999) resulta apropiada a este respecto. Parece ahora claro que entre los errores estratégicos cometidos por los artífices del

euro estuvo el introducir la nueva moneda con un valor ligeramente superior al del dólar. El Tratado de Maastricht, asignaba al euro un valor inicial igual al del ecu. El mercado estableció un cambio euro/dólar de 1,1789. La relevancia psicológica de la relación euro/dólar superior a la unidad no se deriva de ningún fundamento económico, y hace difícil desarrollar una política monetaria racional. En base a principios generales (específicamente, la teoría estándar de zonas objetivo), se puede de hecho afirmar, que el euro está probablemente sobrevalorado porque los mercados sospechan que el BCE intervendrá o subirá los tipos de interés para evitar que el euro caiga por debajo del dólar.

Por otra parte, la demanda de reservas en euros podría verse favorecida con relación al marco en la actualidad, por la mayor disponibilidad de instrumentos en los cuales los bancos centrales pueden materializar sus tenencias denominadas en la nueva moneda. En efecto, mientras que la inversión de marcos debía hacerse, casi forzosamente, en depósitos bancarios (dada la escasez de deuda pública a corto plazo emitida por Alemania), en la UE la demanda de reservas en euros podrá realizarse a través de los activos a corto plazo emitidos por los Tesoros de los demás países.

Resulta más incierto el papel que desempeñará el euro en las carteras de activos exteriores de los bancos centrales del resto del mundo. En principio, es posible que, en la fase inicial, estos bancos centrales no incrementen sus tenencias de activos en euros en relación con sus tenencias actuales de monedas europeas. Según datos del BIS (1999), los países en desarrollo poseían, en conjunto, el 57,8% de las reservas mundiales en 1998 (cuadro n.º 8). Es posible que las recientes crisis asiáticas hayan reducido dicha proporción. Proba-

CUADRO N.º 8
Composición de las reservas cambiarias por países tenedores
al final de 1998 (%)

PAÍSES INDUSTRIALIZADOS	42,2
PAÍSES EN DESARROLL	57,8
Asia	34,4
Latinoamérica	8,1
Europa del Este	4,4
Otros	11,0
TOTAL (en miles de millones de \$)	1.636,1

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del BIS (1999).

blemente, las reservas de los países del sudeste asiático y de China —importantes por su cuantía, aunque no tanto en el primer caso tras la crisis— permanecerán denominadas en dólares, en proporciones similares a las actuales durante un período de tiempo prolongado.

En cuanto a los países desarrollados, Japón, cuyas reservas están denominadas casi exclusivamente en dólares, posiblemente diversificará parte de las mismas a euros. En cuanto a EE.UU., cuyo nivel de reservas es bastante bajo, el pronóstico es más difícil. Pese a la actual política de la Reserva Federal de *benign neglect* a ultranza, cabría esperar que, con la aparición de un competidor tan cualificado como el euro en el SMI, la Reserva Federal se viese forzada a mostrar un mayor interés por la evolución del tipo de cambio del dólar y, en consecuencia, tuviese que mantener unas reservas en euros superiores a las actuales de monedas europeas.

Por último, según observan González y Santillán (1998), hay que tener presente el posible efecto de disminución de reservas en la Zona Euro que puede derivarse de la desaparición de la necesidad de intervenir en los mercados para defender los tipos de cambio intraeuropeos en el marco del SME.

Para concluir, puede decirse que, a muy largo plazo, las recomposiciones de reservas previsibles apuntan a un incremento de la participación del euro en el total y, por tanto, al impulso del papel internacional de esta moneda, en detrimento del dólar, el yen y el franco suizo.

2.6.2. *El euro como moneda ancla*

El papel de una moneda internacional como unidad de cuenta, respecto al sector oficial, está relacionado con la existencia de países que vinculen a ella su propia moneda.

Desde la ruptura del sistema de Bretton Woods, se ha tendido hacia una mayor flexibilidad en los regímenes cambiarios mundiales. El porcentaje de países miembros del FMI que tenían alguna forma de vínculo de tipo de cambio disminuyó a la mitad (del 87 al 44%) entre 1975 y 1996 (cuadro n.º 9). Dentro de esta tendencia decreciente, el dólar permaneció como la principal moneda elegida como vínculo, seguida por el franco francés (cuadro n.º 10). En el mismo período, el porcentaje de países que vincularon su moneda a alguna de las de la UE se redujo a la mitad, pasando del 18 al 9%. La causa de la disminución en el número de países que vinculan su moneda al dólar o a una de las monedas comunitarias no fue un cambio de la moneda ancla, sino simplemente la tendencia hacia regímenes de cambio más flexibles.

Los cuadros 9 y 10, sólo dan información sobre los regímenes oficiales de cambios recogidos por el FMI. Sin embargo, muchos países cuyo régimen

CUADRO N.º 9
Regímenes mundiales de tipo de cambio
(en % del n.º de países miembros de FMI)

	1975	1996
1. Vinculados a:		
Dólar USA	50,8	11,6
Libra esterlina	7,8	0,0
Franco francés	10,2	7,7
Otras monedas	3,1	5,0
DEG	0,0	1,7
Cesta	10,2	10,5
Total	82,1	36,5
2. Flexibilidad limitada		
Serpiente/SME (ERM)	4,7	5,5
DEG con bandas de fluctuación	0,0	2,2
Total	4,7	7,7
3. Otros		
Número de países	128	181

Fuente: Elaboración propia a partir de Bekx (1998).

oficial es calificado como flexible, persiguen una política de vincular «de facto» su moneda. Bénassy-Queré (1996) discute dos diferentes enfoques para distinguir los regímenes de cambio «de facto» de los regímenes oficiales recogidos por el FMI. El primero, se basa en los *instrumentos* de una posible política de tipo de cambio, y persigue derivar las preferencias de las autoridades a través del análisis de los cambios de reservas oficiales y la gestión del tipo de interés. El segundo, examina el *resultado* de posibles políticas de tipos de cambio, es decir, la estabilidad relativa de la evolución de una moneda con respecto a una tercera moneda (o cesta de monedas). Aplicando el segundo método confirma que muchos países de Europa Occidental (incluyendo países no comunitarios) han vinculado sus monedas al marco en términos nominales. Sus cálculos también muestran que los países de Europa

CUADRO N.º 10
Areas monetarias con tipos de cambio vinculados a otras monedas

Dólar EE.UU.	Franco francés	Otras monedas
Angola	Benin	Bosnia-Herzegovina
Antigua y Barbuda	Burkina Faso	Brunei
Argentina	Camerún	Bután
Bahamas	Chad	Estonia
Barbados	Comores	Kiribati
Belice	Costa de Marfil	Lesotho
Dominica	Gabón	Namibia
Granada	Guinea Ecuatorial	San Marino
Islas Marshall	Guinea-Bissau	Swazilandia
Lituania	Malí	
Micronesia	Níger	
Omán	Rep. Centroafricana	
Panamá	Rep. del Congo	
Saint Kitts y Nevis	Senegal	
San Vicente	Togo	
Santa Lucía		
Yibuti		

Fuente: Adaptado de Tamames y Huerta (1999).

Central y del Este, han estabilizado parcialmente sus monedas frente al marco. Por último, el dólar sigue siendo el ancla oficial y «de facto» dominante en los regímenes de tipo de cambio de los países asiáticos.

Por su parte, análisis econométricos realizados por Frankel y Wei (1993), utilizando datos del período 1979-90, dan lugar a las siguientes conclusiones:

- a) los países de la UE y de la EFTA vinculan sus monedas al marco;
- b) las monedas de los países latinoamericanos y Canadá están fuertemente ligadas al dólar;
- c) el dólar y no el yen, es dominante en Asia.

Benassy y Deusy-Fournier (1994), llegaron a conclusiones similares, según las cuales la zona yen está restringida a Japón y que la zona con núcleo en el SME cubre Europa Occidental y parte de África. En cuanto a la zona dólar, lejos de desintegrarse desde el colapso del sistema de Bretton Woods,

ahora comprende el continente americano, Asia, el Golfo Pérsico, Australia y Nueva Zelanda.

Como apunta Bekx (1998), la razón para vincular la moneda de un país a una moneda ancla, se basa principalmente en dos preocupaciones de política económica: la minimización del riesgo de tipo de cambio, y la estabilización de la inflación. Los vínculos de tipo de cambio son usados típicamente por economías pequeñas y abiertas, que se ligan a la moneda de un socio comercial importante, supuesto que esta moneda sea suficientemente estable. Los países que dependen en gran medida de las exportaciones de materias primas, han elegido a menudo al dólar como ancla, ya que muchos precios de materias primas se cotizan en dólares en los mercados internacionales. Los vínculos de tipo de cambio fijos, se usan también típicamente para estabilizar la inflación cuando la credibilidad de las autoridades es relativamente baja. La elección de una moneda en particular como ancla, depende por tanto de tres factores básicos: la importancia de las relaciones comerciales con el país de moneda ancla, la importancia de los flujos financieros con ese país, y la estabilidad de la moneda ancla.

En base a estos tres factores, es de esperar que el papel del euro como ancla para países no comunitarios aumentará gradualmente con el tiempo, al compás de la gradual consolidación del papel del euro como unidad de cuenta y del incremento de los intercambios comerciales en el área de influencia de la Unión, de modo que los países que operen con la Zona Euro podrán reducir sustancialmente el riesgo cambiario de su comercio exterior vinculándose al euro. Lo mismo sucede con los flujos financieros entre ambos conjuntos de países, que serán expresados cada vez más en euros, a medida que se desarrollen los mercados financieros en la moneda única. Finalmente, un aspecto clave en la vinculación cambiaria al euro de los países no comunitarios, será el grado de estabilidad del tipo de cambio de esta moneda, que está íntimamente ligado con el grado de cumplimiento del objetivo de estabilidad de precios del BCE y la propia credibilidad de los *policymakers* comunitarios en los correspondientes mercados, algo que, a tenor de la evolución observada en 1999, parece aún lejos de lograrse.

3. CONCLUSIONES

El euro sale a la luz en un momento, en el que la ciencia económica valora como un bien público la llamada cultura de la estabilización, que los gobiernos tienen la obligación de fomentar. El control de la inflación, es el elemento esencial de la estabilidad macroeconómica y su instrumentación corresponde a la gestión de la política monetaria. El euro nace, pues, en un

marco institucional en el que el poder político asignó el objetivo de la estabilidad a un Banco Central al que dotó de plena autonomía. En los distintos papeles contemplados en este trabajo, la fortaleza del euro dependerá en buena medida del cumplimiento de los objetivos propuestos en el contexto de referencia.

En su previsible uso como moneda de denominación del comercio mundial, el euro podría alcanzar una cuota en torno al 20%. El dólar es aún, con notable diferencia, la moneda dominante.

En cuanto al papel del euro en los mercados de divisas, la pérdida de terreno del dólar a favor del euro probablemente será poco significativa, a no ser que se produzca una segmentación de los mercados de divisas, en cuyo caso el euro podría pasar a ser un importante vehículo en las transacciones entre las monedas comunitarias que no accedan a la moneda única o entre monedas europeas de países no pertenecientes a la Unión.

Desde el punto de vista de las carteras de inversión privadas, el euro podría dar lugar, gradualmente, al mayor mercado financiero de moneda única del mundo, siempre y cuando los *policymakers* se esfuercen en integrar los mercados de capitales europeos, que son relativamente pequeños en comparación con sus homólogos norteamericanos. El euro podría constituir, además, una alternativa al dólar en el caso de grandes emisiones de deuda pública.

Por su parte, el impacto de la introducción del euro sobre las inversiones directas exteriores, más allá de la creación del mercado único, es relativamente pequeño.

A corto y medio plazo, se espera que el euro experimente una disminución en las reservas oficiales, por la desaparición de la demanda de reservas vinculada al mecanismo cambiario del SME y también por el menor grado de apertura del área. Esta tendencia podría ser corregida, e incluso invertida, por la demanda ejercida por terceros países (CEECs, países de la UE que no accedan a la UME...), que en muchos casos podrían servirse del euro como moneda ancla.

El futuro papel de euro en sus primeros años, no podrá ser explicado exclusivamente por argumentos de racionalidad económica, aunque tales argumentos existan, puesto que razones de comportamiento deberán ser tenidas también en cuenta, razones que provienen de la costumbre y motivaciones subjetivas diversas de difícil cuantificación. Aun en el supuesto de que por «fundamentales» el euro cuente con mayores ventajas, es el dólar el que se ve favorecido por la historia (inercia).

Teniendo en cuenta el hecho de que la UE conforma un bloque comercial más bien cerrado, la instauración de la moneda única contribuirá al impulso de los intercambios intracomunitarios, por la desaparición del riesgo cambiario y la reducción de los costes de transacción. Al desaparecer el objetivo de

tipo de cambio dentro de la Unión, la política económica se orientará a resolver los problemas domésticos.

Para terminar, de acuerdo con diversos autores, es posible que los países que conforman la UME no estén lo suficientemente integrados para constituir un área monetaria óptima. Pero la eficiencia económica no lo es todo. Si, en el fondo, el proceso de unión europea, con medio siglo de vida, ha de desembocar finalmente en una unión política, la creación de una moneda única parece incuestionable.

BIBLIOGRAFÍA

- ALCAIDE, C. (1998): «El euro, la moneda del siglo XXI», en VIDAL-RIBAS, E. (dctor.): *El impacto del euro en los mercados financieros*, Barcelona, La Caixa, Colección de Estudios e Informes, n.º 14.
- BEKX, P. (1998): *The implications of the introduction of the euro for non-EU countries*, Bruselas, ECU-Activities, n.º 26/7/98.
- BÉNASSY-QUÉRÉ, A. (1996): *Potentialities and opportunities of the euro as an international currency*, París, CEPII, Working paper n.º 96-09.
- BÉNASSY, A. y DEUSY-FOURNIER, P. (1994): «La concurrence pour le statut de monnaie internationale depuis 1973», *Économie Internationale*, n.º 59.
- BERGSTEN, C.F. (1997): «The impact of the euro on exchange rates and international policy cooperation», en MASSON, P., KRUEGER, T. y TURTELBOOM, B. (eds.): *EMU and the International Monetary System*, Washington, FMI, pp. 17-48.
- BIS (1999): «69th annual report», Basilea.
- CALZADA, B. (1998): «Las bolsas de valores españolas y el euro», en VIDAL-RIBAS, E. (dctor.): *El impacto del euro en los mercados financieros*, Barcelona, La Caixa, Colección de Estudios e Informes, n.º 14.
- COLLINS, P. (1998): «Regional trading blocks and foreign direct investment», en Dunning, J.H. (ed.): *Globalization, trade and foreign investment*, Kirlington, Oxford, Elsevier Science Ltd., pp. 28-48.
- DUNNING, J.H. (1998): «The European Internal Market Program and Inbound Foreign Direct Investment», en DUNNING, *op. cit.*, pp. 49-115.
- ECU INSTITUTE (1995): *International currency competition and the future role of the single European currency*, Londres, Kluwer Law International.
- FRANKEL, J.A. y WEI, S.J. (1993): *Trade blocs and currency blocs*, Cambridge, Massachusetts, NBER, Working paper n.º 4335.
- FUNKE, N. y KENNEDY, M. (1997): *International implications of the European Economic and Monetary Union*, París, OCDE, Economics Department, Working paper n.º 174.
- González, J. M. y Santillán, J. (1998): *El papel del euro en el sistema monetario internacional*, Madrid, Servicio de Estudios del Banco de España, Documento de trabajo n.º 9818.

- HARTMANN, P. (1996): *The future of the euro as an international currency: a transactions perspective*, Londres, London School of Economics, Financial Markets Group, Special Paper n.º 91.
- KRUGMAN, P. (1995): *Currencies and crises*, Cambridge, Massachusetts, The MIT Press.
- KRUGMAN, P. (1999): *The euro, living dangerously*, MIT, 1/6/99.
- McCAULEY, R.N. (1997): «*The euro and the dollar*», Basilea, BIS, Monetary and Economic Department, Working Paper n.º 50.
- McCAULEY, R.N. y WHITE, W.R. (1997): «*The euro and European financial markets*», Basilea, BIS, Working paper n.º 41.
- ONTIVEROS, E. (1997): *Sin orden ni concierto. Medio siglo de relaciones monetarias internacionales*, Madrid, Escuela de Finanzas Aplicadas-Analistas Financieros Internacionales-Fundación Caixa Galicia.
- ONTIVEROS, E. y VALERO, F.J. (coord.) (1997): *Sistema financiero español: 1987-1997. Una década de transformaciones*, Madrid, Escuela de Finanzas Aplicadas-Analistas Financieros Internacionales, Biblioteca de Economía y Finanzas.
- PORTES, R. y REY, M. (1998): «The emergence of the euro as an international currency», en BEGG, D., VON HAGEN, J., WYPLOSZ, C. y ZIMMERMANN, K.F.: *EMU: Prospects and challenges for the euro*, Oxford, Blackwell Publishers.
- REQUEJO, J. (1998): *El euro y la economía española. Esperanzas e inquietudes*, Madrid, Marcial Pons.
- SENN, P.R. (1999): «Monetary policy and the definition of money. Implications for the European Monetary Union», *Journal of Economic Studies*, vol. 26, n.º 4/5.
- TAMAMES, R. y HUERTA, B.G. (1999): *Estructura Económica Internacional*, Madrid, Alianza Editorial, Colección Manuales/Ciencias Sociales.
- TRIFFIN, R. (1960): *Gold and the dollar crisis: the future of convertibility*, New Haven, Connecticut, Yale University Press.
- VARELA, F. y otros (1997): «El euro como futura moneda internacional», Madrid, ICE, n.º 767, diciembre 1997-enero 1998.
- WYPLOSZ (1997): «An international role for the euro?», *Report prepared for the European Capital Market Institute (ECMI)*.
- WYPLOSZ, C. y BURDA, M. (1993): *Macroeconomics: an European text*, Oxford, Oxford University Press.