

El papel internacional del euro

¿Es momento de cambios institucionales?

*Subdirección General de Unión Económica y Monetaria**

Con motivo del décimo aniversario del lanzamiento del euro, este trabajo destaca los retos de la Unión Económica y Monetaria frente al nuevo papel del euro en el ámbito internacional. El estudio de las transacciones económicas y financieras constata que la moneda única es actualmente la segunda divisa más importante globalmente, aunque aún a distancia de la divisa norteamericana. Los elementos que justifican esta relevancia del euro se analizarán, tanto desde una perspectiva global como desde su influencia en la cotización del euro contra el dólar. Finalmente, se señalan las tareas pendientes para consolidar la posición del euro y garantizar eventualmente su uso como moneda vehicular.

Palabras clave: mercado monetario, transacciones exteriores, moneda, relaciones económicas, relaciones financieras, relaciones internacionales, Unión Europea.



EN PORTADA

Clasificación JEL: F36, F33.

1. El peso del euro en las operaciones internacionales

Como funciones propias del dinero, el euro se utiliza por agentes privados y autoridades monetarias como unidad de cuenta, depósito de valor y de medio de cambio. Cuando las transacciones se realizan entre países en los que la moneda de facturación, de depósito o de cambio no es la nacional, hablaríamos de euro «moneda vehicular», y esta función es la que refleja en mayor medida la importan-

cia de la divisa como moneda internacional.

Como *unidad de cuenta*, la facturación en euro de las transacciones comerciales de los estados pertenecientes a la Unión Económica y Monetaria (UEM) se ha incrementado notablemente desde su creación: en el primer trimestre de 2006, se facturaban en euros un 49,7 por 100 de las exportaciones de la zona euro al exterior de la Unión Europea, frente al 44 por 100 denominado en dólares. Destacan positivamente las exportaciones del sector servicios, para cuya facturación el euro siempre ha registrado aumentos. En el

* Este artículo ha sido elaborado por Ana Lucía Vich Gadella, Técnico Comercial y Economista del Estado.

CUADRO 1
PAÍSES CON RÉGIMENES CAMBIARIOS VINCULADOS AL EURO

Región	Régimen cambiario	Países
Unión Europea (Países no euro)	ERM II <i>Currency board</i> con el euro Acuerdos cambiarios con bandas de fluctuación con el euro Flotación dirigida con el euro como moneda de referencia	Dinamarca, Estonia, Letonia, Lituania, Eslovaquia Bulgaria Hungria República Checa, Rumanía
Candidatos y potenciales candidatos	<i>Currency board</i> con el euro Acuerdos cambiarios con bandas de fluctuación con el euro Euroización unilateral	Bosnia y Herzegovina Croacia, Macedonia, Serbia Montenegro
Otros	Acuerdos de tipos de cambio con bandas de fluctuación con el euro Acuerdos cambiarios y flotación dirigida basada en los DEG y otras cestas de monedas incluyendo el euro Euroización	Zona franca CFA, territorios franceses de ultramar, Cabo Verde, Comoros Seychelles, Rusia, Libia, Botswana, Marruecos, Túnez, Vanuatu Kosovo, San Marino, Ciudad del Vaticano, Mónaco, Andorra

Fuente: BCE 2007.



EN PORTADA

caso de las importaciones, el reciente encarecimiento del petróleo reduce el uso de la moneda única hasta el 35,2 por 100 para 2006, frente al 55,7 por 100 de adquisiciones denominadas en dólares. Finalmente, se observa que en ambas operaciones comerciales la contratación en la divisa europea está fuertemente concentrado en Estados miembros no euro y países candidatos, con una participación fuera de la región significativamente menor.

Junto con el uso privado, que el euro actúe como unidad de referencia de los regímenes cambiarios es de especial importancia para la internacionalización de una moneda, dadas las significativas externalidades que genera sobre la tenencia de reservas oficiales y las intervenciones en el mercado de divisas. Actualmente existen unos cien países con regímenes cambiarios basados en una moneda de referencia o cesta de monedas, dieciocho de los cuales utiliza el euro como ancla. Tomando individualmente aquellos países que forman una unión cambiaria y añadiendo países en los que el euro es referencia en los rendimientos de una cesta de monedas, se observa que cerca de

cuarenta países usan esta moneda como divisa de referencia. Y en Rusia, ejemplo de las economías emergentes más dinámicas actualmente, el Banco Central ha elevado la ponderación del euro en sus reservas desde el 35 por 100 a diciembre de 2005 hasta el 45 por 100 en febrero de 2007.

El euro también ha consolidado rápidamente su rol como depósito de valor en los mercados financieros internacionales, y las tendencias geográficas señalan además un papel creciente en los países emergentes vecinos de la zona euro. En diciembre de 2006 ya suponía un 17 por 100 de los mercados de préstamos internacionales, y un 18 por 100 de los depósitos. En el segmento de deuda internacional a corto plazo, la emisión en euros, a diciembre de 2006, fue de un 36,2 por 100 del total, muy cercano al 38,5 por 100 del dólar. A más largo plazo, ese porcentaje es significativamente menor, un 27,6 por 100 frente al 47,9 por 100 del dólar, afectado por la reciente caída ante la fuerte actividad emisora del sector privado en dólares.

Para analizar su función vehicular como instrumento de ahorro, habría que

CUADRO 2
PORCENTAJE DE PARTICIPACIÓN EN LA FACTURACIÓN MEDIA DIARIA

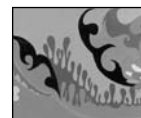
	1998	2001	2004	2007
Dólar	87,3	90,3	88,7	86,3
Euro	30,1	37,6	20,3	37,0
Yen	20,2	22,7	16,9	16,5
Libra esterlina	11,0	13,2	16,9	15,0

Fuente: Informe Trianual del BIS (2007).

analizar en qué medida los residentes de países en desarrollo, emergentes y economías en transición mantienen un porcentaje de sus activos financieros como activos denominados en euro. A finales de 2006 el valor de las notas bancarias denominadas en euros en circulación era comparable a las denominadas en dólares. Esto, sin embargo, no indica que el nivel de la demanda de no residentes sea similar para las dos divisas. En parte como resultado de la corta historia del euro como divisa internacional, el dólar continúa siendo de mayor relevancia como unidad de cuenta y depósito de valor fuera de la región de emisión y las estimaciones recientes sugieren que el valor de las notas bancarias en dólar circulando fuera de los Estados Unidos es aproximadamente de cuatro a seis veces mayor que en el caso del euro. Por lo que respecta a los depósitos internacionales en euros, podríamos inferirlo a través de la estrategia de reciclaje de los ingresos de petróleo de los países exportadores, una de las actividades que más impulsó el uso del dólar a través de los denominados euromercados durante los años sesenta. La participación del euro en los primeros años del lanzamiento físico del euro subió desde cerca del 9 por 100 a comienzos de 2002 hasta el 40 por 100 en el tercer cuatrimestre del 2006. Estos últimos años se ha ralentizado el ritmo de crecimiento, y parece que los ingresos adicionales de petróleo están siendo canalizados hacia activos denominados en dólares.

La función de depósito de valor del euro incluiría el estudio de la composición de reservas de los bancos centrales. De nuevo, y dado que la elección de una u otra divisa dependerá del régimen cambiario del país, de la dirección de los flujos comerciales y de la denominación de la deuda, no es de extrañar que de nuevo el uso del euro como moneda de reserva sea mayor en países cercanos geográficamente y con lazos institucionales con la UE. El BCE muestra que en la mayoría de las economías vecinas la participación de la moneda única se sitúa en el rango de 40 por 100 hasta 85 por 100. Además, desde 1999 se observa una diversificación de esas reservas sesgado a favor del euro, un fenómeno más acentuado en los países con fuertes nexos económicos e institucionales, y menos evidente en Asia, América. En las reservas oficiales mundiales, a mediados de 2007 el euro suponía un 25 por 100 del total frente al 65 por 100 que ostenta el dólar, verificando así que el dólar continúa siendo la moneda predominante.

Finalmente, el euro también se utiliza profusamente como medio de cambio, una función que no adquiere hasta su aparición como moneda física en 2003. De acuerdo con el Informe Trianual del Banco Internacional de Pagos (BIS) de 2007, el euro ha sido la segunda divisa más negociada en los mercados de divisas internacionales, tras el dólar, pero por delante del yen japonés y la libra esterlina. Este intercambio se realiza mayoritariamente contra el dólar, con un peso relativamente peque-



EN PORTADA

CUADRO 3
RASGOS CLAVE DE LAS PRINCIPALES ECONOMÍAS (2006)

	Población (millones)	Participación en el PIB mundial (porcentaje)	Participación en el comercio mundial (porcentaje)
Unión Europea.....	493	30,3	17,4
Zona euro	317	21,9	13,3
USA	300	27,3	13,1
Japón	128	9,1	7,1
Reino Unido.....	61	5,0	6,1
China	1.314	5,5	N/A

Fuente: FMI y OMC.

ño en los mercados de otras divisas —en torno al 10 por 100 de la negociación global— lo que de nuevo refleja que el uso del euro como moneda vehicular, la demanda del euro contra monedas menos líquidas, aún es limitado, dadas las ventajas de «autoridad» del dólar en su función vehicular.

En definitiva, los datos analizados sitúan al euro se sitúa como segunda moneda más utilizada internacionalmente, gracias a su importancia en las operaciones de las regiones colindantes y áreas con fuertes lazos con la Unión Europea. Su papel como moneda vehicular, el más ilustrador para conocer su carácter de moneda internacional, es aún reducido frente al dólar.

2. Razones que explican el papel actual del euro en el sistema monetario internacional

De lo visto hasta ahora se deduce fácilmente que el tamaño de la zona euro y los flujos comerciales propician en gran medida el creciente peso del euro a escala internacional. Pero también está impulsado por la estabilidad macroeconómica de la zona euro, que atrae a los inversores extranjeros en situaciones de incertidumbre mundial, tanto por la confianza que la moneda genera como por las facilidades propiciadas por el mercado específico en el que se intercambia.

2.1. Tamaño del mercado y flujos comerciales

Las divisas internacionales están tradicionalmente asociadas con economías competitivas, con importantes lazos comerciales y financieros con el resto del mundo. Cuanto mayor es su producción, más peso tendrá en las transacciones comerciales. La economía estadounidense es aún la mayor mundialmente en términos de producción, con un PIB de 13,8 billones de dólares en 2007, frente a los 11,9 billones que registró la zona euro a 15 con Eslovenia. Si la producción se valora al tipo de cambio actual, y sin incluir a Malta y Chipre, el PIB de Estados Unidos caería por debajo del de la zona euro por primera vez a principios de este año.

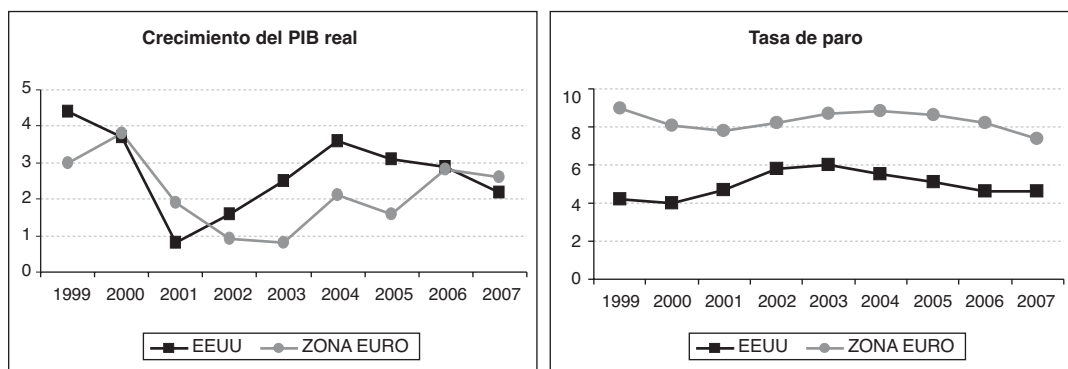
La dimensión de los flujos comerciales también es relevante en la internacionalización de una divisa, puesto que la facturación y el anclaje cambiario están más directamente ligados con la magnitud de los flujos comerciales que con el tamaño del PIB. Y como muestra el Cuadro 3, la participación del euro es similar a la de USA, ampliamente superada por la Unión Europea de veintisiete Estados.

La propia estrategia de la política comercial de la UE fomenta ese papel internacional del euro. En 2006, la comunicación de la Comisión «*Europa global: compitiendo en el mundo*» priorizaba las relaciones comerciales con India, Rusia y



EN PORTADA

GRÁFICO 1



Fuente: World Economic Outlook (2008).

China, países que actualmente se sitúan, en términos del poder de paridad adquisitivo, entre las seis principales economías mundiales. Globalmente, la zona euro aún está rezagada respecto a la actividad de Estados Unidos o Japón en China. Los flujos comerciales y de inversión entre China y la zona euro han incrementado, pero las exportaciones a la zona aún están en torno al 10 por 100 mientras que las importaciones no cesan de aumentar. India se está convirtiendo también en un destino importante y es de esperar que la aprobación de un Acuerdo de Libre Comercio entre las dos partes en los próximos años refuerce esta relación. El papel de la UE es mucho más evidente en Rusia, el socio más importante de este país, y el cuarto mayor socio comercial de la zona euro, con 38 por 100 del total de sus exportaciones en 2005. Este comercio está muy concentrado, y cerca del 60 por 100 de las exportaciones rusas son productos energéticos. También en inversión directa en Rusia la zona euro aparece como la más activa aparece, realizando un 61 por 100 del total en 2005 desde el 47 por 100 en 2001.

2.2. Confianza en el valor de la moneda

Una condición necesaria para que una divisa adquiera relevancia internacional

es la confianza en su valor en términos del futuro poder adquisitivo. Esta credibilidad depende de la fortaleza y estabilidad de la economía en cuestión frente al resto de economías, puesto que un reducido crecimiento económico relativo, una mayor inflación o la presencia de elevados desequilibrios globales tienden a incrementar la incertidumbre respecto al valor futuro de la moneda.

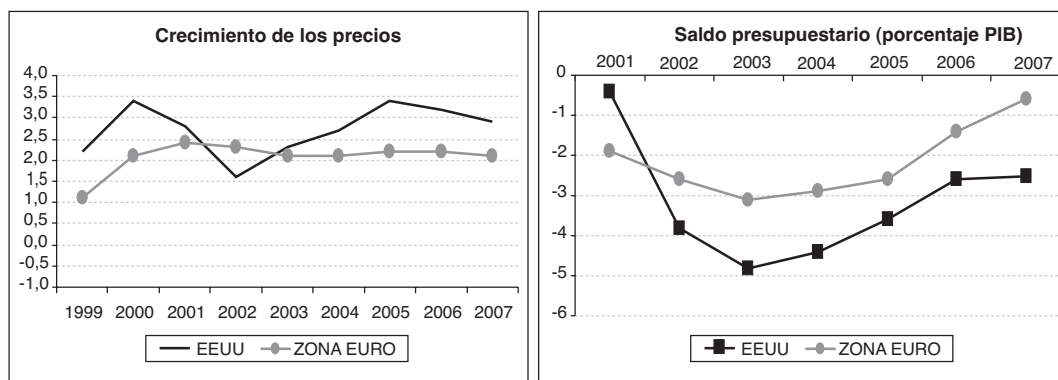
En el caso de la zona euro, y en comparación con el dólar, se observan hasta el año pasado tasas de crecimiento menores a las estadounidenses, consecuencia del diferencial de productividad europeo. De esta manera, mayores cotizaciones del euro provendrían en mayor medida de una menor confianza en el crecimiento de Estados Unidos que del dinamismo de la actividad económica del área.

En cualquier caso, los agentes no harán uso del euro si la confianza no se viera reforzada por la estabilidad de inflación. De hecho, fue esta estabilidad de inflación la que permitió el pequeño avance frente al dólar del yen, el marco alemán y el franco suizo en los años setenta. En el caso de la zona euro, la política monetaria única, férrea respecto a la estabilidad de precios, ha logrado una inflación en el rango 2-2,5 por 100 en todos estos años, logrando la reputación antiinflacionista deseable para la estabilidad en las



EN PORTADA

GRÁFICO 2



Fuente: World Economic Outlook 2008.

RECUADRO 1

RASGOS GENERALES DE LA POLÍTICA MONETARIA ÚNICA

ESQUEMA INSTITUCIONAL

SISTEMA EUROPEO DE BANCOS CENTRALES:
BANCO CENTRAL EUROPEO Y BANCOS
CENTRALES NACIONALES

ESTRATEGIA MONETARIA

Objetivo: estabilidad de precios.

Consejo de Gobernadores(2003): «La estabilidad de precios será definida como un incremento interanual del IAPC para la zona euro por debajo pero cercano al 2 por 100».

PILARES DE LA ESTRATEGIA MONETARIA

Análisis económico: estudio de los determinantes a corto y medio plazo de la evolución de los precios, con su efecto en la actividad real y las condiciones financieras de la economía.

Análisis monetario: estudio de la senda de crecimiento del agregado monetario amplio M3 respecto a un valor de referencia.

ESQUEMA OPERATIVO

- Operaciones de mercado abierto
- Facilidades de crédito y depósito
- Reservas mínimas

RASGOS GENERALES DEL PACTO DE ESTABILIDAD Y CRECIMIENTO

NORMATIVA: Reglamento 1055/2005; Reglamento 1056/2005; Código de Conducta

PARTE PREVENTIVA
Presentación anual de los Informes de Estabilidad y Convergencia:

Formato y contenido según el Código de Conducta.

Inclusión de un objetivo Presupuestario a medio plazo

- valor según deuda pública y crecimiento;
- revisión cada cuatro años;
- ajuste anual de 0,5 por 100 para Estados euro;
- excepción al ajuste: reformas estructurales.

PARTE CORRECTIVA
Procedimiento de déficit excesivo

Apertura: déficit público nominal superior 3 por 100 salvo si existe:
- desaceleración económica severa
- otros factores relevantes

Corrección al año siguiente de la Recomendación del Consejo. Excepciones:
- circunstancias excepcionales
- corrección en 2-3 años;
- caída del PIB: plazo de corrección mayor de 3 años



EN PORTADA

transacciones económicas y financieras en euros.

Más relevante es el hecho de que Estados Unidos sea un país deudor a

gran escala, frente a la saneada situación de la zona euro. El déficit por cuenta corriente del país es fuente de presión a la baja del dólar, agravado por los cre-

GRÁFICO 3
TIPO DE CAMBIO DÓLAR/EURO



Fuente: Bloomberg.

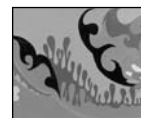
cientes déficit presupuestarios, que no hacen sino minar la confianza en una corrección del endeudamiento con el exterior, dejando todo el peso sobre el ahorro privado. Mientras tanto, el esquema fiscal de la UE, a través del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, insiste en el logro de suficiente margen de maniobra ante posibles fluctuaciones de la actividad económica, obteniendo un colchón que permita mantener el ritmo de actividad económica.

Todos estos factores macroeconómicos determinan en mayor o menor medida los intercambios en euros y su cotización: ante unos fundamentos económicos sólidos aumenta la credibilidad de una divisa, y aumenta su demanda, con la consecuente apreciación. La cotización del euro contra el dólar ha mostrado una evolución mixta desde su creación. Y salvo la depreciación puntual del 2000, los diferenciales de crecimiento e inflación, y los de tipos de interés, del sector exterior y del saldo presupuestario justificarán en mayor o menor grado, según el momento, la senda seguida del euro.

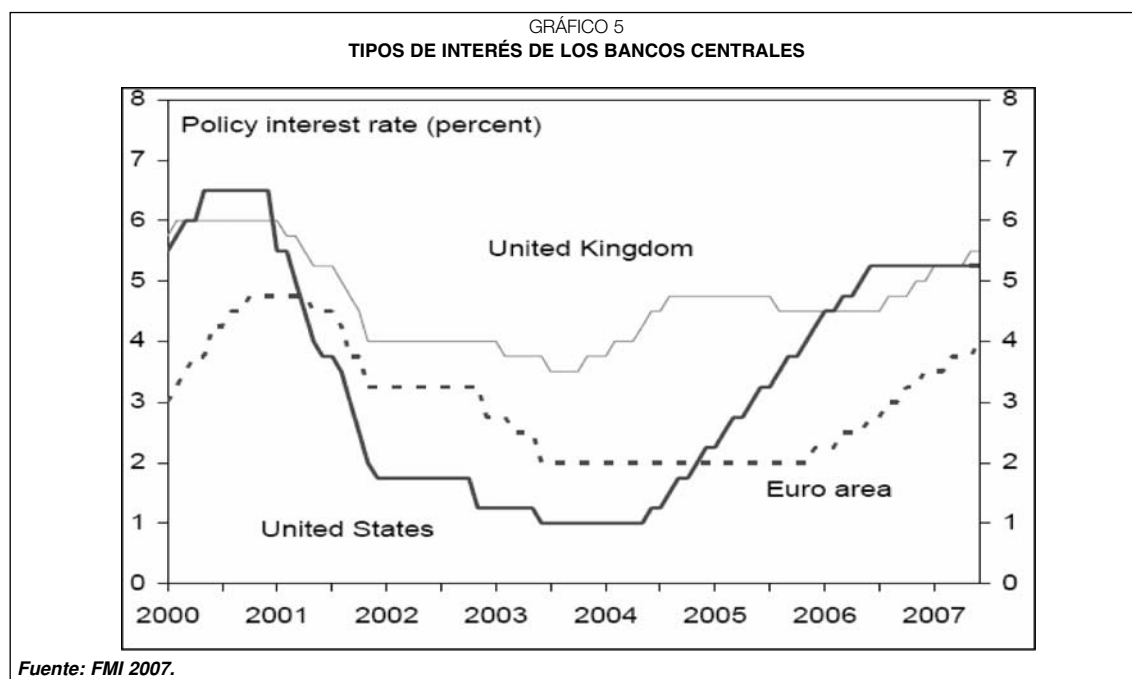
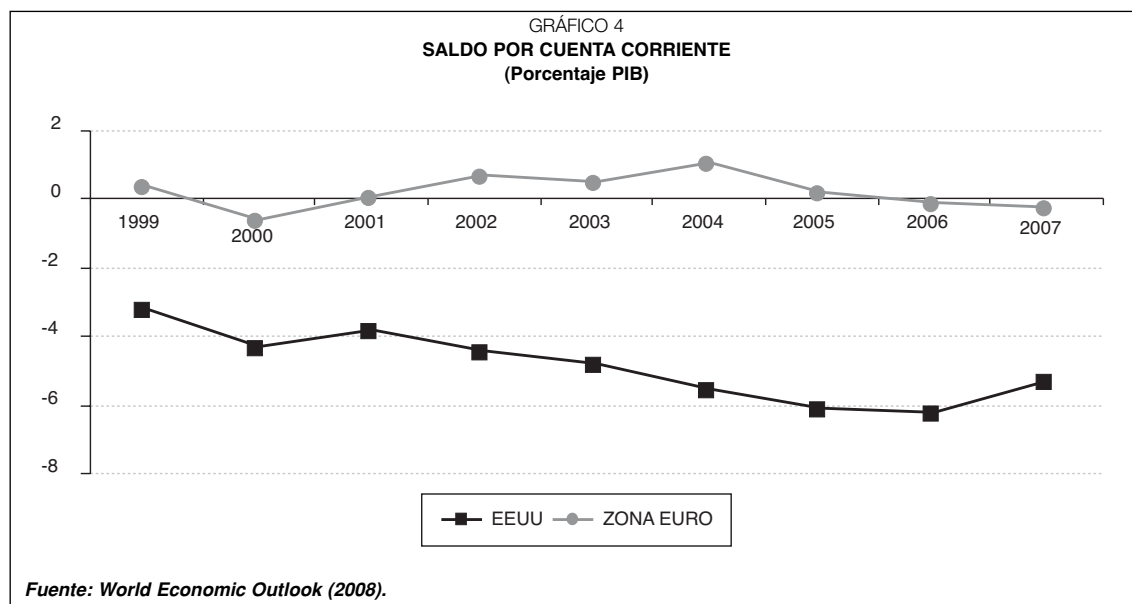
A partir de 1999, ante cambios en las perspectivas cíclicas de Estados Unidos y

la zona euro y una evolución mejor que lo esperado de la economía norteamericana, el euro registra una intensa depreciación con su mínimo en el año 2000. Aunque efectivamente se registraron ciertas diferencias en cuanto al crecimiento y perspectivas de estas regiones, la caída del euro fue cada vez más inconsistente con la evolución a medio plazo de las variables macroeconómicas de la zona. Esta asincronía fue la que motivó que el 22 de septiembre de ese año los países del G7 realizaran una intervención conjunta en el mercado de divisas para frenar la caída de la moneda única.

Desde el 2002 y durante los cuatro años siguientes, el euro se aprecia, en un período en el que la incertidumbre general sobre el crecimiento económico mundial incidió especialmente sobre la economía estadounidense. Aunque en estos años las economías alemana y francesa ralentizan su crecimiento, conforme se observa que la expansión económica del conjunto de la zona se podría extender desde el sector exportaciones a la demanda interna, se afianza la confianza en la moneda única, y esto a pesar de las mejores perspectivas mundiales.



EN PORTADA



EN PORTADA

La depreciación del dólar no vino empujada únicamente por el deterioro del crecimiento económico de Estados Unidos, sino también por la preocupación de los mercados frente al creciente déficit por cuenta corriente de Estados Unidos. Es en estos años cuando alcanza su máximo valor, y surgen cuantiosos estudios al respecto que aseguran fuertes correcciones del dólar para que se logre un ajuste del

saldo con el exterior. Mientras tanto, en la zona euro, no se registran desequilibrios exteriores en estos años, lo que lo que generó que algunos autores hablasen de la región como «zona neutral» en lo que quedó en llamarse el nuevo sistema de *Bretton Woods*.

Del mismo modo, la diferente posición presupuestaria en este período confiere más credibilidad a la zona euro, frente a la

aparición del déficit público en Estados Unidos, y una contención presupuestaria que, aunque dispar en su evolución en el período, registra déficit menor al estadounidense en todo el período.

Ante el riesgo de una mayor desaceleración económica, la Reserva Federal recortó tipos desde el 6,5 por 100 en 2001 hasta el 1,75 por 100 en 2002, nivel que mantuvo hasta finales de año. Con un tipo de intervención en 3,25 por 100 en la zona euro, aparecen en 2002 elevados diferenciales negativos de intereses a favor de la zona euro. Esto, unido a la inquietud de los mercados acerca del adecuado cumplimiento de las normas contables, incidió sin duda en una menor cotización del dólar.

En 2005 se registra una depreciación puntual del euro frente al dólar. La firmeza del crecimiento económico de Estados Unidos y las consecuentes presiones inflacionistas desviaron la atención de los mercados desde los desequilibrios exteriores a los diferenciales de tipos de interés. De hecho, los tipos de interés estadounidenses comienzan la senda alcista a mediados de 2004, frente a la estabilidad de los del Eurosistema. La consecuente ampliación del diferencial garantizó en este caso la apreciación del dólar, reforzada además por la menor confianza inversora hacia el euro el rechazo en Francia y Países Bajos del Tratado por el que se establecía una constitución para Europa.

A partir de 2006 la apreciación de la moneda única responde a las diferencias de ciclo económico y la orientación de la política monetaria en las dos áreas. Apenas se analiza en estos momentos el desequilibrio con el exterior estadounidense, que mejoró ligeramente en 2007. Algo similar pero en sentido contrario ocurre con el saldo presupuestario de Estados Unidos, afirmando que el incremento del

gasto podría justificarse dada la coyuntura económica actual. La Unión Europea, por su parte, continúa defendiendo en su actuación la consolidación de las finanzas públicas, algo que sin duda garantizará la confianza futura en la moneda.

Ante la incertidumbre actual, resulta difícil precisar datos respecto a la evolución prevista de la actividad económica de las principales economías. Los últimos datos de la zona euro reflejan únicamente una desaceleración que no llega a recesión, con un crecimiento estimado para 2008 de 2,8 por 100. En Estados Unidos, la mayoría de los análisis afirman que esta economía, si no ya, está al borde de una recesión. Se espera incluso una mayor contracción en el mercado inmobiliario junto con mayores efectos sobre el resto de la economía.

La actuación reciente del BCE en tipos de interés sí propicia más claramente la apreciación del euro. Entre diciembre de 2005 y abril de 2007 el BCE incrementó el tipo de intervención en siete ocasiones, en 25 puntos básicos cada una, hasta alcanzar el 3,75 por 100. La Reserva Federal, por su parte, lo subió desde 4,25 por 100 hasta 5,25 por 100 entre junio de 2004 y junio de 2006. El BCE ha mantenido el tipo de interés desde junio de 2007 y frente a las expectativas al alza de septiembre del año pasado. Mientras tanto, la Reserva Federal ha recortado los tipos de interés hasta 2,25 por 100 en marzo, junto con la aparición de nuevas facilidades de préstamo y mayor oferta de liquidez. Como consecuencia, si antes de la crisis financiera los tipos del mercado monetario estadounidenses estaban 110 puntos básicos por encima de los de la zona euro, y los diferenciales de los rendimientos de los bonos a diez años eran 50 puntos básicos superiores en Estados Unidos, desde esa fecha los diferenciales de intereses se han invertido, y los del euro exceden en



EN PORTADA

RECUADRO 2
PRINCIPALES MEDIDAS EN INTEGRACIÓN DE LOS SERVICIOS FINANCIEROS DESDE 1998

NORMATIVA: – PLAN DE ACCIÓN SERVICIOS FINANCIEROS 1999-2005 – LIBRO BLANCO DE POLÍTICA DE SERVICIOS FINANCIEROS 2005-2010 OBJETIVO: Culminar el mercado único de servicios financieros		
RETOS EN 1998	PRINCIPALES LOGROS	RETOS PENDIENTES
Revisión continuada de la legislación prudencial y cooperación estructurada entre las autoridades nacionales	Proceso Lamfalussy	Reforma del proceso de comitología Mayor transparencia Reforzar la cooperación transfronteriza Mayor cooperación en convergencia de estándares Concluir normativas de solvencia (Solvencia II - seguros)
Eliminación de las barreras jurídicas y administrativas a los inversores	Directiva 2004/39 de mercados e instrumentos financieros Directiva 2006/48 relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito Directivas 2006/49 sobre la adecuación de capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito Directiva 2007/44 respecto normas y criterios de evaluación de las adquisiciones y de los incrementos de participaciones en el sector financiero	Elaboración de una directiva en el mecanismo de compensación y liquidación.
Realización de un mercado único de servicios financieros al por menor	Directiva 2007/64 sobre servicios de pago en el mercado interior	Avanzar sobre las conclusiones del Libro Verde sobre banca minorista. Avanzar a partir del Libro Blanco de mercado hipotecario.



EN PORTADA

205 puntos básicos a los del dólar a corto plazo, 37 puntos básicos en el caso de los rendimientos a largo.

No es de extrañar por tanto que la inversión en cartera neta en la zona euro muestre un gran dinamismo, con unos flujos de entrada de cartera de 232 billones de euros, dejando entrever el creciente papel del euro como moneda de inversión internacional.

2.3. Mercados financieros

El estatus de una divisa internacional va generalmente asociado a mercados financieros amplios, con un buen funciona-

miento de los mercados secundarios para los títulos internacionales y una amplia variedad de servicios financieros adicionales que atraen los negocios desde el extranjero. Partiendo de este contexto, se diría que el tamaño del sistema financiero de la zona euro se asemeja al de Estados Unidos y superaría holgadamente al existente en Japón.

No obstante, para disfrutar de estatus de moneda internacional, el tamaño de los mercados de deuda y activos es más relevante que el tamaño del sistema bancario. Los activos de los bancos comerciales son dos y medio mayores en la zona euro que en Estados Unidos, pero la capitalización del mercado bursátil esta-

dounidense es más que el doble que la de la zona euro, reflejo que las compañías europeas han tendido a incrementar sus actividades a través de los préstamos bancarios en lugar de usar bonos y acciones, más utilizado en Estados Unidos.

Tradicionalmente, el tamaño del mercado y su desarrollo financiero se ha valorado a través de la distribución geográfica de la negociación del mercado de divisas, como reflejo de negociación de todo tipo de transacciones financieras (corto plazo, largo plazo, activos bancarios y títulos, bonos, derivados). Nueva York y Londres siguen siendo las principales plazas de negociación, algo que en su día benefició fuertemente al dólar y a la libra esterlina; y como gran parte de la negociación de Reino Unido se realiza en euros, la divisa se beneficiaría de la posición privilegiada de la City.

La liquidez y eficiencia de los mercados financieros es tan importante como su tamaño para el desarrollo de las funciones internacionales. Antes del lanzamiento del euro, algunos autores señalaron que el mercado financiero de la zona euro aún distaba en eficiencia del de Estados Unidos, cuando se medía a través de los diferenciales medios. La puesta en circulación de la moneda única dejó en evidencia los obstáculos existentes y supuso por sí misma un impulso a la integración financiera europea. El Plan de acción de 1995 concretiza estrategia y objetivos en servicios financieros; el éxito de este instrumento justifica que se siga esta misma filosofía con el plan actualmente en vigor. En él, el énfasis se pone en el logro de una adecuada legislación financiera, con un papel central de las consultas abiertas y la evaluación del impacto de las nuevas propuestas legislativas y el control de su efectiva aplicación posterior.

3. Dificultades para aumentar el peso del euro en el sistema monetario internacional.

Desafíos

3.1. Inercia de los agentes

Existen suficientes factores que permiten hablar de un peso creciente del euro que llevarían, eventualmente, a desbancar al dólar como principal moneda del sistema financiero internacional. Con ello, se reducirían notablemente los costes de transacción en la adquisición de materias primas, mejorando con ello la eficiencia del intercambio en el mercado único. Además, los ingresos por señoreaje internacional dotarían a la región de recursos adicionales gracias al uso por no residentes de la moneda en sus transacciones económicas. Y a la zona euro se le conferiría la posibilidad de actuar como banquero mundial, aceptando depósitos a corto plazo a bajos tipos de interés a cambio de inversiones a largo plazo con elevados rendimientos.

Sin embargo, además de las cuestiones económicas, la inercia de los agentes determina en gran medida qué divisa se utiliza para las transacciones internacionales. La divisa estadounidense era la única moneda convertible en oro a principios de la década de los veinte, y aún así la libra mantuvo su posición dominante de moneda de reserva hasta 1945, dada la inercia de los agentes en la forma de denominar sus transacciones internacionales. Y es que en las características intrínsecas de la moneda son en cierto modo menos importantes que su historial, lo que puede retrasar considerablemente el relevo de la moneda dominante. En el caso del euro, las últimas estimaciones de Chinn y Frankel auguran que, teniendo en cuenta este factor, ese relevo no tendrá hasta 2015.



EN PORTADA

3.2. Medidas ante la incertidumbre financiera actual

Para que este relevo sea posible la zona euro tendrá que mantener la confianza en su moneda garantizando su estabilidad macroeconómica ante los nuevos retos. La coyuntura actual apremia en primer término al objetivo de estabilidad financiera. El BCE reaccionó inmediatamente ante el estallido de la crisis *subprime*, proveyendo de liquidez al sistema y adecuando su esquema monetario a las necesidades del momento. Y la incertidumbre financiera actual es el mejor momento para que la estructura del sistema financiero europeo se afiance frente a los riesgos financieros. La reacción de los ministros de Economía y Finanzas al respecto no se ha hecho esperar, y el Consejo Europeo de Primavera ya insiste en la importancia de una supervisión efectiva y acuerdos de estabilidad financiera y regulatorios adecuados para mantener la confianza de los inversores, con claros compromisos destinados a este fin.

arriesga la confianza en la zona euro sería la sostenibilidad de las finanzas públicas, dado que el creciente envejecimiento de la población podría traducirse en crecientes endeudamientos de las economías nacionales que hagan dudar a los inversores del valor de la moneda. Por último, está el importante reto de superar el cambio climático, con medidas horizontales que preserven el medioambiente como recurso necesario para el desarrollo sostenible y ordenado.

La política económica de la zona euro durante la próxima década tendrá que recoger todo este conjunto de retos. Será necesaria una mayor supervisión macroeconómica de la región, redoblar los efectos para mejorar el funcionamiento de los mercados, y analizar las consecuencias de las reformas en los Estados euro. Esto requerirá una gobernabilidad más efectiva de la UEM para mejorar la coordinación y el proceso de toma de decisiones. Es más, dado el proceso de ampliación del euro, es imperativo que el Eurogrupo mejore su efectividad al determinar la acción europea- tanto en el plano internacional como en el global.

3.3. Estabilidad macroeconómica a largo plazo

Existen otras dificultades que podrían eventualmente desbancar al euro como competidor del dólar en los mercados internacionales. La menor competitividad de nuestra economía ya explica en gran parte que el euro haya funcionado en gran medida como moneda refugio frente a la incertidumbre sobre la economía estadounidense. Este es un reto de gran envergadura para consolidar efectivamente el papel clave de la moneda. Junto a ello, la economía euro se enfrenta a la escalada internacional de los precios de petróleo y su posible efecto sobre la estabilidad de precios en la zona euro. Otra cuestión que

3.4. Representación de la zona euro

La UEM tiene actualmente una agenda internacional mucho más activa y la participación del euro como divisa internacional no cesará de aumentar. La prueba más inmediata del creciente papel de la zona euro en el ámbito internacional la tenemos en las recientes consultas multilaterales, en las que participó la zona euro como protagonista clave de los desequilibrios globales actuales, junto con China, Japón, Arabia Saudita y los Estados Unidos. Todo ello aumenta la relevancia de las posiciones de la zona euro para los agentes económicos y los mercados fi-



EN PORTADA

nancieros en su totalidad y exige un mayor papel de la zona euro en la supervisión global y la coordinación política (1).

El Tratado de Lisboa, aún pendiente de ratificar, establece en su artículo 138.2. que «*el Consejo podrá adoptar, a propuesta de la Comisión, las medidas adecuadas para contar con una representación única en las instituciones y conferencias financieras internacionales*». Las dificultades provienen de llevar esta posibilidad a la práctica.

Regularmente, el presidente del Eurogrupo realiza, como representante de la zona, sus declaraciones en las reuniones del G7 y en las del Directorio Ejecutivo del Fondo Monetario Internacional. En la OCDE la zona euro está representada por el presidente del Ecofin y, si no es parte de la zona euro, por el presidente siguiente del Ecofin, el BCE y la Comisión. Sin embargo, serán los Estados euro de forma individual los que adopten finalmente una opinión definitiva. Habría que lograr cambios tanto a ámbito interno, ceder competencias nacionales a favor de una representación conjunta, como en el exterior, haciendo patente que la zona euro hablará por una sola voz.

La posición del Eurogrupo dentro de estos foros internacionales viene claramente determinada por los ministros, previa discusión con el BCE y en colaboración con la Comisión. Las dificultades estriban en esa falta de transparencia cara al exterior. El artículo 138.1 del Tratado *permite al Consejo adoptar una decisión por la que se determinen las posiciones comunes sobre las cuestiones que revistan especial interés para la unión económica y monetaria en las instituciones y conferencias financie-*

ras internacionales competentes. Pero, dado el carácter informal del Eurogrupo, únicamente se informará de los resultados de los debates a los Estados miembros de la zona euro. Además, como el trabajo de este foro es confidencial, la comunicación de estos resultados a la opinión pública únicamente será realizada por el presidente. En cualquier caso, esta falta de visibilidad se está mitigando recientemente, con la adopción de posiciones comunes públicas que muestren una postura clara del Eurogrupo respecto a cuestiones monetarias de interés internacional. Con los recientes Términos de Referencia y Posiciones Comunes, se ha accedido fácilmente a la opinión del Eurogrupo en materia de tipos de cambio, respecto a China y desequilibrios globales, o respecto a la evolución de la inflación, un avance evidente hacia una postura común y transparente de la zona en el exterior.

Una segunda cuestión radica en delimitar claramente en los foros internacionales aquellas competencias de la zona euro y de la UE separadamente. Tal y como recoge el Tratado en el artículo 136, son objetivos del Eurogrupo medidas que refuercen la coordinación y supervisión de la disciplina presupuestaria y la elaboración de las orientaciones de política económica referentes a dichos Estados. Esto se traduce en orientaciones presupuestarias a medio plazo más exigentes para la zona euro, en la discusión de los compromisos de la Agenda Lisboa específica para la zona euro. Aunque pareciera un solapamiento de responsabilidades en el ámbito interno, no sería tal, teniendo en cuenta que los principios presupuestarios y estructurales que rigen para la UEM son los de la UE y, por tanto, quedarían explícitos en el ámbito internacional a través de ésta. Que se haga una visión interna de estos temas se justifica, además, y en el ámbito presupuestario, por las mayores

(1) La información de este trabajo puede ampliarse con el documento de la Comisión «*EMU@10: successes and challenges after 10 years of Economic and Monetary Union*», con publicación prevista para mayo de este año.



EN PORTADA

exigencias de consolidación que el PEC recoge para los Estados euro, así como por la relevancia que las reformas estructurales tienen en una zona monetaria con política monetaria única.

Más difícil resulta delimitar esas competencias cuando hablamos de cuestiones ligadas únicamente a la zona euro. El Protocolo establece que *el Eurogrupo se reunirá para examinar cuestiones vinculadas a las responsabilidades específicas que comparten en lo relativo a la moneda única*, una redacción suficientemente amplia, sobre todo ante una coyuntura actual en la que imperan condicionantes financieros para garantizar la estabilidad macroeconómica. Sí se observa una clara delimitación de competencias en cuanto a cuestiones cambiarias. El artículo 111 del Tratado de Lisboa establece que el Consejo es el que define el régimen de tipo de cambio y los acuerdos con terceros países. Y en el 2000 el Ecofin asignó al BCE la responsabilidad de intervenciones en los mercados: el artículo 11 en su apartado 3 establece además que la responsabilidad principal de las negociaciones exteriores recaen sobre el Consejo y no sobre la Comisión. Además, tendrá plenos poderes para decidir sobre posiciones comunes a nivel internacional. Finalmente, el artículo 138 permitirá que los Estados miembros establezcan posiciones comunes en cuestiones relacionadas con el euro en instituciones internacionales y asegurar una representación unificada en esas instituciones. En términos prácticos, esto supone que cualquier posición relativa a tipos de cambio que se trate en G7 o Fondo viene aclarada en las declaraciones del presidente del Eurogrupo.

Como ya se ha señalado, esta delimitación se difumina cuando consideramos que, como temas vinculados al euro, aparecen nuevos ámbitos ligados también al contexto europeo. En concreto, y en la si-

tuación actual, el solapamiento aparecería en las cuestiones ligadas al sistema financiero, cuya integración es tarea de la UE pero cuyos efectos inciden de forma distinta en una región con moneda compartida y política monetaria única. En el Fondo, por ejemplo, el Eurogrupo tiene actualmente competencias en las conclusiones del artículo IV para la zona euro, las consultas multilaterales y las políticas de tipo de cambio. Pero existen otras cuestiones que afectan directamente a la región, en las que el Eurogrupo no está representado, y el BCE participa como observador: artículo IV de los Estados miembros de la zona euro, papel del euro en el sistema monetario internacional, informes sobre estabilidad financiera global y económica y situación económica y desarrollo de mercados. También se le permite asistir en temas considerados de interés mutuo del Fondo-BCE en el artículo IV de Estados Unidos, Japón, Estados de la UE no miembros del euro y de los países candidatos a la UE. Esta situación refleja, en primer término, la falta de visibilidad del Eurogrupo frente al BCE en estas cuestiones y, además, la dificultad de compatibilizar exigencias nacionales en el ámbito financiero con exigencias que la coyuntura financiera internacional pudiera requerir a nivel euro.

Todas estas dificultades animan a pensar en alguna solución que, eventualmente, lleve al establecimiento de una silla única de la zona euro en los foros internacionales. Para ello, sería recomendable, en primer lugar, hacer uso de instrumentos que efectivamente hagan visible la opinión del Eurogrupo internacionalmente, que hagan explícita su postura en materia cambiaria y permitan mostrar su opinión en otros temas ligados. A medio plazo, la forma más eficiente es a través de una sola voz y una única representación de la zona euro en las organizacio-



EN PORTADA

nes internacionales y foros frente a nuestros socios comerciales, coordinando las posiciones de los Estados miembros y definiendo la postura en materias compartidas a nivel europeo. Finalmente, está la cuestión de coordinar a nivel interno la representación externa de la zona euro con esa misma representación a nivel europeo. Aquí es en donde existen más escollos, porque las exigencias de la UEM no son extrapolables al conjunto de la UE. No obstante, la UEM se creó para el conjunto de países, y eventualmente todos ellos adoptarán el euro, de modo que las cuestiones se globalizarán para todos ellos. Parece por tanto un problema más ligado al propio proceso de ampliación de la UE que a estructural.

En estos momentos, la cuestión más polémica es la de desligar de la perspectiva nacional cuestiones ligadas al conjunto del área. Hablaríamos de un cambio de perspectiva que, aunque beneficioso y necesario en cualquier caso, necesitará de un nuevo enfoque no sólo por parte de los Estados euro, con cesiones y cambios en los hábitos, sino también de las estructuras tradicionales de negociación de esos foros internacionales. Al igual que en la inercia del dólar, lleva tiempo y esfuerzo, y requiere credibilidad en el proceso y compromiso claro para ello.

Agradecimientos

Enrique Bal Francés y Ana Ramírez Pradilla.

Bibliografía

- [1] BANCO CENTRAL EUROPEO: «*Informe anual*», años 1998-2008.
- [2] BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS: «*Triennial Central Bank Survey. Foreign exchange and derivatives market activity in 2007*» diciembre 2007.
- [3] BCE (Junio 2007): «*Review of the international role of the euro*». Servicios de la Comisión: «*Annual Report on the euro area. 2007*» SEC (2007) 550.
- [4] COMISIÓN EUROPEA (2007): «*Quarterly Report on the Euro area*», septiembre, 2007.
- [5] CONSEJO DE LA UNIÓN EUROPEA: «Versiones consolidadas del Tratado de la Unión Europea y del Tratado Constitutivo de la Unión Europea», abril, 2008.
- [6] DOOLEY, MICHAEL P.; FOLKERTS-LANDAU, D.; GARBER, P.: «*An essay on the revived Bretton Woods System*» NBER Working Papers, septiembre, 2003.
- [7] FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (2006): «*World Economic Outlook*», marzo, 2006.
- [8] FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (2007): «*United States: Staff Report for the 2007 Article IV Consultation*» IMF Country Report.
- [9] MENZIE D. CHINN, JEFFREY A. FRANKEL (April 2008): «*The euro may over the next 15 years surpass the dollar as leading currency*» NBER Working Papers.
- [10] OBSTFELD, M.; ROGOFF, K.: «*The unsustainable US current account position revisited*» NBER Working Papers, octubre, 2004.



EN PORTADA

Índices del Boletín de Información Comercial Española



Las publicaciones de Información Comercial Española constituyen el medio más adecuado de estar al día en los temas imprescindibles para la gestión y el análisis de la economía y del comercio