*Saturnino Aguado Sebastián**

EL EURO Y EL DÓLAR

En el artículo se analiza el papel internacional del euro en comparación con el dólar. Primero se presentan las características que toda moneda de reserva internacional ha de cumplir. A continuación se analiza la situación actual del euro, diez años tras su creación, con especial atención a su papel como moneda de reserva internacional. Finalmente se indaga sobre la posible situación futura de ambas monedas, considerando la influencia que especialmente tendrán las futuras políticas económicas en Estados Unidos.

Palabras clave: monedas de reserva, euro, dólar, políticas económicas en Estados Unidos.
Clasificación JEL: E65, F41.

1. Introducción

En el presente artículo se analiza el papel internacional del euro en comparación con el dólar. Tras un análisis de la literatura teórica sobre los factores explicativos determinantes de una moneda internacional, se presenta evidencia empírica en la que, tras diez años de existencia, se constata el creciente uso del euro como moneda de reserva en detrimento del dólar, planteándose expectativas sobre su posible superación en algún momento de las próximas dos décadas.

De cara al futuro, todo dependerá de las políticas económicas llevadas a cabo a ambos lados del Atlántico, en particular como respuesta a la grave crisis económico-financiera global iniciada a finales de 2007 en Estados Unidos.

En todo caso, todo apunta a un mundo cambiario bipolar en el que ambas monedas, el euro y el dólar, lejos de planteamientos basados en enfrentamientos y competición, deberán cimentar su relación en una mayor cooperación e interdependencia.

2. Factores determinantes de una moneda internacional

Las funciones que ha de cumplir toda moneda internacional se resumen en el Cuadro 1.

El Cuadro 1 se basa en la idea de que una moneda internacional es utilizada, por Gobiernos, empresas e individuos, por tres razones: como depósito de valor (los Gobiernos, acumulando ▷

CUADRO 1
FUNCIONES DE UNA MONEDA INTERNACIONAL

Función	Sector público	Sector privado
Standard de valor.....	Reservas internacionales	Uso en inversión Internacional
Medio de cambio.....	Uso en intervención en mercados de divisas	Moneda vehículo en comercio internacional
Unidad de cuenta.....	Moneda ancla	Referencia en precios internacionales

Fuente: Kenen (1983, 2003)

* Profesor Titular de la Universidad de Alcalá.

reservas de divisas; las empresas e individuos, invirtiendo en el exterior), como medio de cambio (los Gobiernos para su intervención en los mercados de divisas; los particulares, para fijar la moneda vehículo de sus transacciones internacionales), y como unidad de cuenta (los Gobiernos, en caso de anclaje de su moneda a una moneda extranjera; los particulares, al referenciar en una determinada moneda los precios internacionales de los productos).

Siguiendo a Chinn y Frankel (2007, 2008) en este artículo sólo consideraremos la función de reserva de divisa internacional. Las razones son dos: en primer lugar, por la disponibilidad de datos para los últimos treinta años, sólo para esta función. En segundo lugar, como veremos más adelante, por la importancia de esta función de cara al mantenimiento en el futuro de la financiación de los abultados déficit por cuenta corriente norteamericanos.

La literatura sobre el tema[1] suele identificar las siguientes variables determinantes:

En primer lugar, el tamaño de las economías y el volumen de su comercio exterior.

El tamaño de la economía de la zona euro es, hoy en día, prácticamente comparable con el de la economía de Estados Unidos. Con respecto a la evolución futura, la polémica estriba en el posible ingreso del resto de países miembros de la UE en el euro, y, en particular, del ingreso del Reino Unido. Sobre el caso específico del Reino Unido y la libra hablaremos más adelante en este trabajo, pero, en principio, como se observa en el Cuadro 2, se puede decir que, a finales de 2007, la economía de la UE (sin el Reino Unido), ya superaba a la de Estados Unidos (14,1 billones de dólares frente a 13,8). Mientras que, incluyendo al Reino Unido, el PIB de la UE (16,9 billones de dólares) excedería al de EEUU en, aproximadamente, 3 billones de dólares. Todo ello augura un importante papel del euro como moneda de reserva en los próximos lustros. De hecho, hay autores, como Chinn y Frankel (2008), que pronostican, dentro de los próximos quince años, un mundo de preeminencia del euro y en el que el dólar pasaría a ser la segunda moneda de reserva internacional[2].

CUADRO 2
TAMAÑO DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

País	PIB (billones de USD) en 2007
UE	16,90
UE (sin Reino Unido)	14,10
EEUU	13,81
Japón	4,38
Alemania	3,32
China	3,28
Reino Unido	2,80
Francia	2,59
Italia	2,10
España	1,45
Canadá	1,44
Brasil	1,31
Rusia	1,29
India	1,10
México	1,02
Corea del Sur	0,97
Australia	0,91
Turquía	0,66
Indonesia	0,43
Arabia Saudí	0,38
Sudáfrica	0,28
Argentina	0,26

Fuente: FMI y elaboración propia.

Como alternativa al tamaño económico, suele también utilizarse el peso del comercio exterior de cada zona económica para explicar el uso de una moneda como moneda internacional.

Como se observa en el Cuadro 3, el crecimiento del comercio internacional en las últimas décadas ha sido muy distinto, con un limitado crecimiento en EEUU, moderado en Japón y bastante considerable en la zona euro. En particular, en el caso de la zona euro frente a Estados Unidos, se observa que el comercio exterior ha crecido en Estados Unidos solamente tres puntos porcentuales en diecisiete años, mientras que en el mismo período de tiempo, en la zona euro el crecimiento resultó ser de 13 puntos. Ello hace que, de nuevo, se puedan confirmar las expectativas de un creciente papel del euro como moneda internacional.

A continuación, conviene considerar los otros tres factores planteados por la literatura relativa a ▷

[1] Bergsten (1997), Kenen (1983,2003) y Krugman (1984).

[2] En gran parte, todo dependerá, según Chinn y Frankel (2008) de la posible entrada de la libra esterlina en el euro.

CUADRO 3
COMERCIO EXTERIOR
(EXPORTACIONES MÁS IMPORTACIONES) / PIB
(En porcentajes)

	1990	1995	2000	2007
Zona euro	57	57	65	70
EEUU	20	21	22	23
Japón	20	19	21	25

Fuente: IMF World Economic Outlook Database (2007).

las monedas de reserva, como son: la importancia de los mercados financieros, la confianza en el futuro valor de la moneda y las externalidades ofrecidas por toda moneda internacional.

Con respecto a la importancia de los mercados financieros propios, quizás el hecho más criticado con respecto al euro haya sido, hasta ahora, el menor papel del mercado de Frankfurt (y de otros mercados financieros en la Europa continental) frente a los mercados de Nueva York y Londres. Frente a ello, Chinn y Frankel (2008) argumentan que, a finales de 2008, en el mercado de Londres, el 20 por 100 de las operaciones ya se tramita en euros. Lo cual, junto con una posible entrada de la libra en el euro, aminoraría la crítica que en estos términos suele recibir el euro.

En relación con la confianza en el valor futuro de la moneda, hay que decir que, en el fondo, todo se resume en la confianza que los mercados asignen a los roles que ambos bancos centrales, la Fed en EEUU y el Banco Central Europeo, en la zona euro, desempeñen a la hora del control de la inflación a ambos lados del Atlántico. Hasta el momento, respecto al euro, lo que se puede constatar es que las políticas monetarias recientes del Banco Central Europeo han resultado ser, en su corta historia de diez años, al menos tan ortodoxas como las de la Reserva Federal norteamericana, por no decir mucho más ortodoxas, sobre todo recientemente.

Finalmente, en cuanto al tema de las externalidades resultantes de la utilización por todo el mundo de una misma moneda, la inercia histórica favorece claramente al dólar frente al euro, aunque hay autores que plantean la posibilidad de equilibrios múltiples a la hora del uso de una moneda internacional, con el consiguiente posible efecto de volatilidad sobre todo si las expectativas cambian[3].

Una vez planteados los condicionantes teóricos subyacentes al uso de toda moneda como moneda internacional, pasaremos, en el siguiente apartado, a centrarnos en el estudio del papel del euro como moneda de reserva internacional

3. El euro como moneda de reserva internacional

Desde el año 1999, año de creación del euro, las reservas oficiales de divisas se han multiplicado por cuatro. Los mayores incrementos se han producido en países emergentes, mayoritariamente China, además de Japón (que multiplicó por tres sus reservas desde 1999). Como se observa en el Cuadro 4, de los diez países con mayores reservas de divisas, sólo Japón y la zona euro pertenecen al mundo desarrollado. Rusia mantiene 400 mil millones de dólares, mientras que el resto de la lista incluye principalmente a países del Este de Asia (Taiwán, Corea del Sur, India, Singapur y Hong Kong) y a Brasil[4].

Hay varias razones explicativas de este incremento de reservas internaciones. En primer lugar, ▷

CUADRO 4
PAÍSES CON MAYORES RESERVAS DE DIVISAS EN 2007

Países	Reservas de divisas (Miles de millones de dólares)
China	1.200
Japón	950
Rusia	400
Taiwán	300
Corea del Sur	280
Zona euro	200
India	200
Singapur	150
Hong Kong	140
Brasil	110

Fuente: IMF – COFER, 2007.

[3] Krugman (1984).

[4] Hay una importante limitación en los datos facilitados por IMF-COFER, pues no se incluye la cuantía de los Fondos Soberanos de Inversión.

CUADRO 5
COMPOSICIÓN DE LAS RESERVAS DE DIVISAS*
(En porcentajes)

	Dólar	Euro	Yen	Libra	Franco suizo	Otras
1999	70,98	17,91	6,38	2,89	0,23	1,61
2000	71,10	18,31	6,07	2,76	0,27	1,50
2001	71,48	19,21	5,05	2,71	0,28	1,28
2002	67,04	23,82	4,36	2,82	0,41	1,56
2003	65,90	25,18	3,95	2,77	0,23	1,97
2004	65,81	24,91	3,85	3,38	0,17	1,88
2005	66,75	24,21	3,61	3,62	0,15	1,67
2006	64,75	25,80	3,19	4,43	0,18	1,65

* De países que informan al FMI (excluida, por ejemplo, China).
Fuente: IMF (Annual Report), 2007.

la crisis de 1997-1998 en algunos países asiáticos y latinoamericanos, que provocó el deseo, por un estricto motivo precaución, de muchos países de acumular reservas en prevención de futuros ataques especulativos, *sudden stops* y fugas masivas de capitales.

En segundo lugar, algunos países, principalmente China, han seguido claras políticas de infravaloración de sus tipos de cambio, para favorecer sus exportaciones, con el consiguiente aumento de sus reservas.

Finalmente, hay que mencionar el considerable aumento del precio del petróleo, hasta 2008, que explica el importante aumento de reservas de muchos países productores de petróleo, entre ellos Rusia.

Por el lado de la oferta, el factor crucial resulta ser, como luego se comentará más detalladamente, los déficit por cuenta corriente norteamericanos.

El Cuadro 5 presenta la composición de las reservas de divisas. El dólar representa menos de dos tercios de las mismas, mientras que el euro es usado ya en un 25 por 100. Curiosamente, se observa un clarísimo cambio de tendencia en el año 2002, coincidiendo con el momento en que finalmente la zona euro puso en circulación las monedas y billetes de euro. En el Cuadro se aprecia también un cierto crecimiento de la libra esterlina (probablemente debido a sus altas rentabilidades, antes de la crisis de 2008), una disminución del franco suizo y del yen (muy clara, en el caso de este último) y, sobre todo, una cierta sustitución entre el euro y el dólar, de modo que el dólar ha perdido 6 puntos porcentuales desde 1999, año de creación del euro, mientras que el euro ha incrementado su posición en 8 puntos porcentuales.

Conviene, en este momento, recordar de nuevo el hecho de la reciente aparición de los fondos soberanos de inversión, no contabilizados, por tanto, como reservas oficiales de divisas por el FMI. Los primeros países en establecer tales fondos fueron Noruega y Singapur, a finales de los noventa. La idea era detraer una parte de las reservas de divisas del banco central con la finalidad de obtener unas mayores rentabilidades que las tradicionales obtenidas al ser colocadas las reservas en monos del tesoro norteamericano y de otros países. Posteriormente, otros países como Corea del Sur, China y Rusia han seguido esta pauta creando importantes fondos soberanos que actúan en los mercados internacionales de capital[5].

4. El euro y el dólar: perspectivas de futuro

La relación entre el euro y el dólar se ha visto influenciada en los últimos tiempos por el crecimiento de la globalización financiera que ha permitido, en gran parte, a Estados Unidos financiar sus abultados déficit por cuenta corriente de los últimos treinta años. Los «desequilibrios de la economía mundial» se presentan en el Cuadro 6, donde se observa que los déficit norteamericanos se fi- ▷

[5] Se calcula que, en la actualidad, los Fondos Soberanos de Inversión podrían llegar a los 2 billones de dólares USA. Portes (2007).

CUADRO 6
DESEQUILIBRIOS DE LA ECONOMÍA MUNDIAL
(Balanzas de pagos por cuenta corriente, como porcentaje del PIB)

	EEUU	Zona euro	Japón	Países emergentes
1980	0	-2	0	0
1985	-3	0,5	4	-0,5
1990	-2	0	2	-1
1995	-2	0,5	3,5	-2
2000	-4	0,5	3	0
2007	-6	0	4	4

Fuente: IMF World Economic Outlook Database (2007).

nanciaron, durante los años ochenta y los noventa, con los superávit de Japón, mientras que en la década actual aparecen también países emergentes, entre ellos, primordialmente, China. Mientras tanto, en todo este período, la zona euro aparece con un recurrente equilibrio en sus cuentas externas.

Es cierto que existen otros países desarrollados con persistentes y abultados déficit por cuenta corriente (Australia, Nueva Zelanda, Islandia…), pero lo característico de la situación actual es que la moneda de reserva más importante, el dólar, pertenece a un país con importantes déficit por cuenta corriente y con una posición externa neta cada vez más negativa[6].

Hasta la aparición de la crisis de 2008-2009, la literatura sobre tales desequilibrios se ha venido dividiendo entre aquellos que suelen minimizar sus efectos y los que, contrariamente, alertan de sus posibles efectos perjudiciales para la economía global[7]. Las posiciones de aquellos que minimizan los efectos de los abultados déficit de EEUU se resumen en cuatro:

Por un lado, se argumenta que todo sería consecuencia del exceso de ahorro existente a nivel mundial. Por otro, y relacionado con lo anterior, la situación se explicaría por la alta inversión en EEUU y las grandes oportunidades de inversión en ese país. En tercer lugar, se argumenta que la posición internacional inversora neta de EEUU no se estaría viendo afectada por dichos desequilibrios norteamericanos por los efectos de valuación que compensarían los efectos de los déficit. Finalmente, y muy importante, estos autores piensan que se va a seguir manteniendo el deseo de China de seguir financiando los déficit norteamericanos en el inmediato futuro.

Enfrente se encuentran autores como Feldstein (2008) y Frankel (2009) que plantean la posibilidad de un final, más o menos abrupto, de los desequilibrios mundiales provocados por las políticas económicas generadas en EEUU.

En última instancia, todo dependerá de las políticas económicas implementadas por la nueva Administración norteamericana del presidente Obama. Quizás sea demasiado pronto como para arriesgarse a un vaticinio, pero las primeras decisiones del nuevo presidente norteamericano parecen apuntar a que, en el corto y medio plazo, la política fiscal se torne fuertemente expansiva, en comparación ▷

[6] En contraposición con la situación actual, cuando la libra esterlina era la moneda internacional relevante, antes de 1914, el Reino Unido tenía importantes superávit por cuenta corriente y era un importante acreedor mundial neto.

[7] Una buena síntesis de las posiciones mantenidas por los primeros, se encuentra en Cooper (2008). Para la segunda posición, Feldstein (2008).

CUADRO 7
PERSPECTIVAS FISCALES DE LOS PRINCIPALES PAÍSES DE LA OCDE
(En porcentaje del PIB)

Países	Déficit público			Deuda pública		
	2009	2010	2014	2009	2010	2014
EEUU	-12,0	-8,9	-5,1	81,2	90,2	99,5
Alemania	-3,3	-4,6	+0,1	76,1	80,1	77,2
Francia	-5,5	-6,3	-2,7	72,3	77,1	79,4
Italia.....	-3,9	-4,3	-4,2	109,4	112,4	118,0
España	-6,1	-6,0	-2,1	48,6	53,8	56,3
Reino Unido	-7,2	-8,1	-4,8	61,0	68,7	76,2
Japón.....	-7,1	-7,2	-6,4	217,0	225,1	222,3

Fuente: OCDE (2009).

con las políticas fiscales del resto de economías desarrolladas. Tales perspectivas fiscales se presentan en la Cuadro 7.

En dicho Cuadro se observa que, a corto plazo, los déficit fiscales en EEUU más que duplicarán los déficits de los países más importantes de la zona euro, con lo que, en términos relativos a otros países, la política fiscal expansiva de Estados Unidos tenderá a agravar el desequilibrio de las cuentas externas de ese país y, por tanto, contribuiría a pronosticar un dólar cada vez más débil en los próximos años[8].

En relación con el tema principal de este artículo, el de los papeles relativos del dólar y del euro como monedas de reserva internacional, todo dependerá también evidentemente del resto de políticas económicas que, a su vez, se implementen a este otro lado del Atlántico, aunque en un primer momento, y como respuesta a la crisis actual (que, por otra parte, y no conviene olvidarlo, empezó a generarse en Estados Unidos en la segunda mitad de 2007), se confirma que las políticas monetarias están siendo más expansivas por parte de la Fed que por parte del Banco Central Europeo.

Igualmente, y en relación con lo planteado sobre el tamaño de las economías de la zona euro y de Estados Unidos, conviene volver a mencionar la posibilidad de que, en gran parte como consecuencia del efecto que la crisis actual está teniendo sobre su economía, finalmente los ciudadanos, y los políticos, británicos, percibiendo sus ventajas, entiendan que quizás haya llegado el momento de plantearse seriamente la entrada de la libra esterlina en el euro. Willem Buiter, uno de los economistas británicos más prestigiosos, planteaba recientemente tal eventualidad[9]. Su argumentación parte del efecto tan grave que la crisis financiera internacional ha tenido sobre algunos países europeos fuera del euro, en particular países desarrollados como Islandia y el Reino Unido.

La situación que vive el Reino Unido se asemejaría, entonces, con la crisis bancaria reciente de Islandia: dos países excesivamente dependientes de su sistema financiero y respaldados por una moneda débil a nivel mundial que, al igual que el franco suizo o el yen, han perdido cualquier opción de ser una moneda de reserva tras la aparición del euro.

La crisis británica se puede entender como el resultado de tres crisis financieras simultáneas: la de los bancos, la de la deuda pública y la de la libra esterlina. Todo ello como consecuencia de la confluencia de un cuarteto de inconsistencias, que también aparecen en otros países muy afectados por la crisis: un país pequeño con un sector bancario muy expuesto al exterior, con una moneda que no es divisa de reserva internacional y con una capacidad fiscal muy limitada. Los tres países que más comparten esta situación resultan ser Islandia, cuyo sector bancario era, antes de la crisis, nueve veces mayor que su PIB, Suiza (seis veces) y el propio Reino Unido (cuatro veces y media).

No solamente el Reino Unido se está replanteando su relación con el euro. A principios de septiembre de 2008, el primer ministro de Polonia sorprendía anunciando la intención de su país de integrarse en el euro en 2012. En ello, Polonia no está sola. Otros recién llegados a la Unión Europea han realizado declaraciones similares. La República Checa maneja un escenario de adhesión en 2012, una fecha que otros países han mencionado también como deseable, por ejemplo Bulgaria, Letonia y Estonia. Hungría también considera que pronto podría cumplir con los criterios de convergencia de Maastricht. Además, Suecia y Dinamarca, que en su momento rechazaron en sendos referendos su adhesión al euro, han afirmado que sería recomendable replanteárselo. En el caso de Dinamarca, se habla de 2011 como una posible fecha para un nuevo referéndum. Finalmente, Islandia, que no sólo no está en el euro, sino que tampoco es miembro de la Unión Europea, se postula como candidato a la moneda única.

Aunque a veces desde el Reino Unido se les ha tratado despectivamente con el término «PIGS» ▷

[8] Sobre las posibilidades de que tal ajuste sea más o menos suave, Frankel (2009a). Sobre la «anómala» apreciación del dólar durante 2008, Frakel (2009b).

[9] Buiter (2009).

(Portugal, Irlanda, Grecia y España), la realidad es que uno de los argumentos más claros en favor de la entrada de la libra en el euro resulta ser la manera como dichos países, con anteriores monedas débiles, están consiguiendo capear el temporal de la crisis financiera internacional actual.

En particular, el caso de España se presenta muy relevante. La moneda europea ha proporcionado a España una estabilidad financiera única en su historia contemporánea. Por una parte, la reducción de sus tipos de interés hacia los existentes en la zona euro (básicamente, convergiendo con los de Alemania) resultó ser una de las claves del fuerte crecimiento del período 1994-2008. Por otra parte, y en el contexto de la crisis económica actual, estar en el euro le ha conferido a España una enorme protección frente a una posible huida de capitales, como consecuencia de que la incertidumbre llevaría a los inversores internacionales a posicionarse en monedas refugio como el euro y el dólar, con lo que España ha pasado, en poco tiempo con el paso de la peseta al euro, a participar, de alguna manera, del «privilegio exorbitante»[10] del que, hasta ahora solamente se ha venido beneficiando históricamente el dólar. De hecho si, como algunos proponen, España (o, a los efectos, cualquier país europeo periférico, como Irlanda, Grecia, Portugal, o incluso Italia) abandonara el euro creando una nueva moneda, con el déficit por cuenta corriente actual de cerca del 10 pr 100 del PIB, lo lógico sería que España sufriera una salida de capitales, seguida de una espiral inflacionaria, que obligaría al Banco de España (en el caso de mantener la peseta y, por tanto, disponer de una política monetaria independiente) a elevar enormemente los tipos de interés, haciendo más profunda la recesión y la crisis financiera[11].

[10] Sobre el «exorbitante privilegio» de los Estados Unidos, que le ha permitido financiar tan fácilmente, en su propia moneda, sus abultados recientes déficit por cuenta corriente, así como convertirse en una especie de «banquero mundial», prestando caro y recibiendo fondos a bajos tipos de interés, Gourinchas y Rey (2007).

[11] Noyer (2008) para una relación entre la crisis 2008-2009 y las ventajas para los países europeos.

5. Conclusiones

Este artículo ha presentado la relación entre las dos monedas centrales de reserva en el nuevo orden económico internacional de principios del siglo XXI. Como se ha planteado, todo apunta a que el euro se está convirtiendo rápidamente en una clara alternativa al dólar. Hay incluso autores, como Chinn y Frankel (2008) que plantean la posibilidad de que el euro sobrepase al dólar como moneda de reserva internacional dentro de los próximos quince años.

¿Qué tipo de relación se ha de esperar entre ambas monedas en un futuro inmediato? Como bien plantean Kenen (2003) y Mussa (2002), la situación óptima podría ser aquella en que, lejos de planteamientos de enfrentamiento, ambas zonas monetarias apuesten por una relación basada en la complementariedad y la interdependencia. Robert Mundell (2000), Premio Nobel de Economía, defiende incluso la posibilidad de que, algún día, se llegue a conformar una moneda única, basada en el dólar y en el euro, que, emulando la propuesta de Keynes en 1945, pudiera consolidar un nuevo Sistema Monetario Internacional de Bretton Woods, esta vez a principios del siglo XXI.

En todo caso, convendría, siguiendo a Bergsten (2005), ir pensando en la posibilidad de la creación de un nuevo Grupo de países, en este caso, un auténtico G-2 (compuesto por EEUU y el Eurogrupo, de países del euro) que comenzaran eficazmente a luchar conjuntamente por una mayor estabilidad financiera y cambiaria a ambos lados del Atlántico.

Bibliografía

[1] BERGSTEN, C. F. (2005): «The Euro and the Dollar: Toward a Finance G-2?», en Adam S. Posen (ed.) (2005), *The Euro at Five: Ready for a Global Role?*, Washington, DC: Institute for International Economics, 2005.

[2] BUITER, W. (2009): «The Overwhelming Economic Case for the United Kingdom Adopting ▷

the Euro», en Graham Bishop et al. (eds.), *Ten Years of the Euro: New Perspectives for Britain*, John Stevens Publ. 2009.

[3] CHINN, M. y FRANKEL, J. (2007): «Will the Euro Eventually Surpass the Dollar as Leading International Reserve Currency?», en R. Clarida (ed.), *G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment*, The University of Chicago Press, 2007.

[4] CHINN, M. y FRANKEL, J. (2008): «The Euro May Over the Next 15 Years Surpass the Dollar as Leading International Currency», *International Finance 2008,* Blacwell Publ. 2008.

[5] EUROPEAN COMMISSION (2008): *EMU in Figures* (Disponible en http:ec.europe.eu/economy_finance/emu10).

[6] FELDSTEIN, M. (2008): «Resolving the Global Imbalance: The Dollar and the US Saving Rate», *Journal of Economic Perspectives,* nº 22, verano 2008.

[7] FRANKEL, J. (2008): «Restructuring the International Financial System: A New Bretton Woods?»,24 de octubre de 2008 (Disponible en su Weblog http://content.ksg.harvard.edu/blog/jeff_frankels_weblog)

[8] FRANKEL, J. (2009a): «Is $900 Billion Too Big or Too Small? Yes, 13 febrero 2009. (Disponible en http://content.ksg.harvard.edu/blog/jeff_frankels_weblog)

[9] FRANKEL, J. (2009b): «America to China – "Stop Buying Our Dollars! And Another Thing: Please Buy Our Dollars"», 9 marzo 2009 (Disponible en http://content.ksg.harvard.edu/blog/jeff_frankels_weblog)

[10] GOURINCHAS, P. O. y REY, H. (2007): «From World Banker to World Venture Capitalist: US External Adjustment and the Exorbitant Privilege», en Richard Clarida (ed.): *G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment*, The University of Chicago Press, 2007.

[11] IMF-COFER (2009): Website sobre «Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER)».
(Disponible en http://www.imf.org/external/np/sta/cofer/eng/index. htm

[12] KENEN, P. (1983): «The Role of the Dollar as an International Currency», *Occasional Paper,* nº 13, Group of Thirty, New York, 1983.

[13] KENEN, P. (2003): «The Euro and the Dollar: Competitors or Complements?», en M. Dumoulin y D. Duchenne, (eds.): *The European Union and the United States*, 2003.

[14] KRUGMAN, P. (1984): «The International Role of the Dollar: Theory and Prospect», en J. Bilson y R. Marston (eds.), *Exchange Rate Theory and Practice*, University of Chicago Press, 1984.

[15] MUNDELL, R. (2000): «Currency Areas, Volatility and Intervention», *Journal of Policy Modeling,* nº 22 (2000).

[16] MUSSA, M. (2002): «The euro versus the dollar: not a zero sum game«, *Journal of Policy Modeling*, nº 24 (2002).

[17] NOYER, Ch. (2008): «A Founder`s Perspective on the Euro as a Global Curency», en *The Euro at Ten: The Next Global Currency?*, Peterson Institute for International Economics Conference, 2008 (Disponible en http://www.petersoninstitute.org/events).

[18] PORTES, R. (2007): «Sovereign Wealth Funds», en VoxEU.org, 17 de octubre de 2007.
(Disponible en http://www.voxeu.org/index.php?q=node/636).