

TIPO DE CAMBIO DEL EURO Y CONCENTRACION GEOGRAFICA DE LAS EXPORTACIONES ESPAÑOLAS

*Enrique Feás Costilla**

La presencia de España en la Unión Económica y Monetaria europea plantea una serie de cuestiones de relevancia desde el punto de vista sectorial, ya que frente a los países de la zona euro las únicas ganancias de competitividad posibles se basan en el diferencial de precios. Por otra parte, frente a los países ajenos a la zona euro existe la posibilidad de ganancias de competitividad vía tipo de cambio, pero dicho tipo de cambio ya no tiene dimensión nacional. En la primera parte del trabajo se analiza la evolución previsible a medio plazo del euro con respecto a la principal moneda de referencia de las transacciones internacionales, el dólar, atendiendo al papel que va a desempeñar la nueva moneda europea como unidad de cuenta, medio de pago y depósito de valor. En la segunda parte del trabajo se analiza, a partir de los datos medios de exportación para el período 1996-1998, cuáles son los sectores exportadores que presentan un mayor grado de concentración geográfica de sus ventas en la zona de influencia del dólar y cuáles en la zona de influencia del euro, quedando por tanto más o menos expuestos a una eventual alteración del tipo de cambio del euro respecto al dólar.

Palabras clave: *comercio exterior; exportaciones, distribución espacial, unión monetaria, euro, dólar, España, 1996-1998.*

Clasificación JEL: *F14, F41.*

1. Introducción

El 1 de enero de 1999 el euro se convirtió en moneda oficial de un grupo de países europeos, entre los que se encuentra España. Este hecho tiene una doble implicación para el sector exterior español. Por un lado, respecto a los países de la zona euro, desaparece el recurso a una devaluación, de modo que las únicas ganancias de competitividad posibles para los bienes y

servicios españoles comerciados en dicha zona serán las que se produzcan vía precios u otros factores, pero no vía tipo de cambio. Por otro lado, respecto a los países distintos de la zona euro, las ganancias de competitividad podrán venir tanto por el lado de los precios como por la evolución del tipo de cambio del euro. En este sentido, resulta interesante analizar cuál va a ser la evolución a medio plazo del euro, en su competencia con el dólar como divisa fuerte, y qué repercusiones puede esto tener en determinados sectores que concentran sus exportaciones en zonas de influencia de alguna de estas dos monedas.

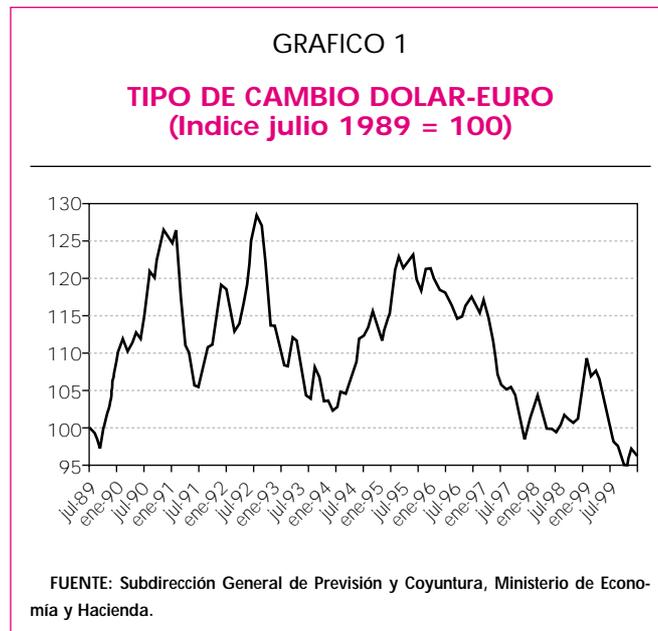
* Técnico Comercial y Economista del Estado.

El presente artículo se compone de dos partes bien diferenciadas. En la primera, analizaremos la evolución previsible a medio plazo del euro, para lo cual consideraremos en qué medida la nueva moneda europea puede resultar más eficiente en su papel de unidad de cuenta, medio de pago y depósito de valor de las relaciones económicas y financieras internacionales. En la segunda parte del trabajo, analizaremos qué sectores industriales españoles presentan un mayor grado de concentración de sus exportaciones en la zona de influencia del dólar o del euro, y por tanto serían más o menos vulnerables ante una eventual alteración del tipo de cambio de la nueva moneda europea. Para ello elaboraremos la distinción geográfica entre área de influencia del euro y área de influencia del dólar, y consideraremos las exportaciones por sectores del período 1996-1998.

2. Evolución previsible del euro como moneda internacional

En principio, la mayor parte de los analistas coincidía en estimar una fuerte apreciación del euro respecto al dólar a lo largo de 1999, a medida que el primero fuera ganando peso en los mercados. Dicha apreciación, de mantenerse el tiempo suficiente, podría generar un perjuicio grave a las exportaciones europeas, entre ellas a las españolas. De hecho, la reducción uniforme de tipos de interés acordada por los bancos centrales europeos semanas antes de la entrada en vigor del euro fue vista por algunos analistas como un intento de moderar una previsible apreciación del euro tras su entrada en vigor.

Sin embargo, en los primeros meses de 1999 el euro experimentó una considerable depreciación respecto al dólar, sólo moderada a partir de agosto (ver Gráfico 1). Para explicar esta aparente contradicción es preciso tener en cuenta que la evolución del tipo de cambio de una moneda depende de dos tipos de factores. Por un lado, de factores coyunturales como la evolución económica general de un país; así, por ejemplo, la aparición de datos económicos favorables suele inducir una apreciación de la moneda del país que los presenta. Por otro lado, de factores estructurales derivados de una mayor demanda de una



moneda respecto a otra por su uso relativo como unidad de cuenta, medio de pago y depósito de valor en las relaciones económicas internacionales. De este modo, aunque a corto plazo los factores coyunturales puedan marcar la senda del tipo de cambio, lo lógico es pensar que el tipo de cambio vaya tendiendo a su valor de equilibrio a largo plazo o estructural, de forma más o menos gradual.

Así, en los primeros meses de 1999 la coyuntura económica favorable de Estados Unidos, con tasas de crecimiento muy superiores a las inicialmente esperadas por los mercados, unido a la atonía de la economía europea y a factores exógenos como el conflicto de los Balcanes, indujo una fuerte apreciación del dólar respecto al euro. De esta forma, los factores coyunturales han prevalecido sobre los estructurales y han marcado la tendencia de los mercados cambiarios. No obstante, parece lógico pensar que a medio plazo dicha tendencia se invertirá, y el euro, a medida que adquiera entidad y credibilidad en los mercados internacionales, debería apreciarse relativamente respecto al dólar.

Este estudio, sin dejar de reconocer la importancia que pueden tener los factores coyunturales del tipo de cambio, y el hecho de que la sobrevaloración o infravaloración de una mone-

CUADRO 1

FUNCIONES DE UNA MONEDA INTERNACIONAL

Función	Sector privado	Sector público
Unidad de cuenta	Facturación del comercio internacional Transacciones financieras internacionales Cotización de precios en mercados internacionales	Determinación de relaciones cambiarias.
Medio de pago	Pago y cobro de operaciones comerciales y financieras Moneda vehicular Moneda de sustitución	Intervención en mercados de cambio Flujos oficiales internacionales
Depósito de valor	Denominación de instrumentos financieros	Denominación de reservas internacionales

FUENTE: BEKX (1998)

da respecto a sus valores de largo plazo puede prolongarse durante un periodo de tiempo más o menos continuado, se centrará en los factores estructurales que van a determinar el comportamiento del euro respecto al dólar.

Podemos afirmar, con carácter general, que una moneda tenderá a apreciarse respecto a otra en la medida en que cumpla de una forma relativamente más eficiente las funciones que caracterizan a una moneda internacional. Estas funciones son las de unidad de cuenta, medio de pago y depósito de valor a nivel internacional, que analizaremos a continuación.

Una moneda sirve de unidad de cuenta cuando el sector privado la utiliza en la denominación (facturación) del comercio internacional y las transacciones financieras internacionales, así como en la cotización de los precios en los mercados internacionales —por ejemplo, el de materias primas—; para el sector público, el uso de una moneda como unidad de cuenta se refleja en la determinación de las relaciones cambiarias, por ejemplo al establecerla como ancla para fijar el valor de la moneda nacional. Como medio de cambio, el sector privado utiliza una divisa internacional para el pago y el cobro de las operaciones de comercio internacional y el saldo de las obligaciones financieras. El uso de una moneda como medio de cambio también incluiría su utilización como moneda vehicular o como moneda de sustitución. Para el sector público, el uso de una moneda como medio de cambio engloba las operaciones de intervención en los merca-

dos de cambios y de gestión de flujos financieros oficiales —entre Estados, por ejemplo—. Finalmente, como depósito de valor, las divisas se utilizan por el sector privado para denominar en ellas los instrumentos financieros, y por el sector público para denominar en ellas sus reservas internacionales.

La introducción del euro representará un punto de inflexión en la facturación del comercio internacional, y gran parte de las operaciones de comercio se denominarán en euros en un corto periodo de tiempo. Aunque exista un cierto grado de inercia en la utilización de monedas internacionales, está claro que para numerosos países en los que la denominación del comercio en la moneda propia es reducida, debido al escaso peso de dichas monedas a nivel mundial, la denominación del comercio en euros supondrá una ventaja clara.

El uso del euro como moneda de denominación del comercio internacional

El euro tenderá a apreciarse en la medida en que se incremente su uso como moneda de referencia en el comercio internacional. Esto es bastante probable, en la medida en que el peso del dólar estadounidense probablemente es excesivo en relación a su importancia en el comercio mundial. Como se observa en el Cuadro 2, el dólar sigue siendo con diferencia la moneda dominante en la facturación del comercio internacional, aunque

CUADRO 2

**CUOTA DE LAS PRINCIPALES DIVISAS EN RELACION A SU UTILIZACION
EN LA DENOMINACION DEL COMERCIO INTERNACIONAL**

	1980		1995	
	% de exportaciones mundiales en dicha moneda	Ratio de Internacionalización ¹	% de exportaciones mundiales en dicha moneda	Ratio de Internacionalización ¹
Dólar de EE UU	56,4	4,5	52,0	3,9
Marco alemán.....	13,6	1,4	13,2	1,4
Franco francés	6,2	0,9	5,5	1,0
Libra esterlina	6,5	1,1	5,4	1,1
Lira italiana.....	2,2	0,5	3,3	0,8
Florín holandés.....	2,6	0,7	2,8	0,9
Yen japonés.....	2,1	0,3	4,7	0,6

¹ El ratio de internacionalización es el porcentaje de exportaciones mundiales que se denominan en esa moneda en relación con el porcentaje de exportaciones que representa el país emisor de dicha moneda en el comercio mundial.

FUENTE: BEKK (1998)

su papel se ha reducido en las últimas décadas. A pesar de la escasez de datos, puede afirmarse que toda operación de comercio internacional que no se denomina en la moneda del exportador o del importador se denomina en dólares. Si definimos el ratio de internacionalización de una moneda como el porcentaje de exportaciones mundiales que se denominan en esa moneda en relación con el porcentaje de exportaciones que representa el país emisor de dicha moneda en el comercio mundial, se observa que el uso del dólar en la denominación del comercio internacional es cuatro veces mayor que la cuota de exportaciones de Estados Unidos en el comercio mundial, lo que implica un ratio de internacionalización en 1995 de 3,9, muy por encima del 1,4 de Alemania o el 1,1 del Reino Unido.

En la práctica del comercio internacional existe una serie de patrones de comportamiento a la hora de denominar las operaciones comerciales. Así, por ejemplo, en el comercio de manufacturas entre países desarrollados suele prevalecer la moneda del exportador, luego la del importador y rara vez una tercera moneda; en el comercio entre un país desarrollado y otro en desarrollo prevalece la moneda del desarrollado o la de un tercer país, generalmente el dólar estadounidense; el comercio de

materias primas se suele denominar en dólares, y en algunos casos en libras esterlinas, ya que cotizan en estas monedas en los mercados internacionales.

La explicación de estos patrones es muy diversa. Algunos autores aluden a las «externalidades de la red monetaria», de modo que los costes de transacción de los usuarios de una moneda se reducen cuantos más usuarios existen, lo que explicaría la tendencia a la concentración en unas pocas monedas del comercio internacional, o a la inercia en la utilización de la libra esterlina varias décadas después de que el Reino Unido haya dejado de ser la primera potencia mundial. Otros autores aluden a un mayor poder de negociación de los exportadores, por ser éstos generalmente menos numerosos que los importadores, o a los beneficios de los importadores de denominar las transacciones en la moneda del exportador.

En cualquier caso, ¿qué se puede extraer de estas tendencias con respecto a una posible apreciación del euro respecto al dólar? En primer lugar, y como se deduce del Cuadro 2, en 1995 un 24,8 por 100 de las exportaciones mundiales se denominaron en las cuatro principales monedas integrantes de la zona euro, incluyendo a estos efectos en la zona euro a la libra esterlina, que si bien

CUADRO 3
MONEDAS DE DENOMINACION DEL COMERCIO MUNDIAL EN 1995
(En %)

Exportaciones	Dólar EE UU	Yen japonés	Marco alemán	Franco francés	Libra esterlina	Lira italiana	Florín holandés	Otras monedas
EE UU	92,0	2,4	0,9	0,6	0,9	0,3	0,6	2,3
Japón	52,2	36,0	2,4	0,7	1,4	0,3	0,9	5,8
Alemania	9,5	0,9	74,7	3,2	2,6	2,2	1,3	5,6
Francia	18,6	1,0	10,5	51,7	4,2	3,1	1,5	9,4
Reino Unido	23,1	1,1	4,0	3,1	61,6	1,6	2,3	3,0
Italia	21,0	0,6	18,0	8,0	3,5	40,0	1,5	7,4
Países Bajos.....	20,6	0,6	18,5	4,5	4,1	1,5	43,8	6,4
Importaciones	Dólar EE UU	Yen japonés	Marco alemán	Franco francés	Libra esterlina	Lira italiana	Florín holandés	Otras monedas
EE UU	80,7	2,8	3,8	0,9	1,7	0,8	0,3	9,0
Japón	70,2	22,7	2,7	1,0	1,3	0,8	0,3	1,0
Alemania	19,5	1,4	51,5	2,5	1,7	1,0	0,9	21,5
Francia	23,1	1,0	10,1	48,5	2,9	3,7	1,4	9,3
Reino Unido	24,6	2,0	11,1	4,6	43,0	1,8	2,5	10,7
Italia	29,0	1,0	14,0	7,0	3,8	37,0	2,4	5,8
Países Bajos.....	25,4	1,3	17,5	2,8	3,4	1,0	42,8	5,8

Fuente: BEKX (1998)

no pertenece inicialmente a los países de la Unión Monetaria Europea, lo hará con toda probabilidad en un futuro próximo.

Sin embargo, no cabe concluir de esto que más de la cuarta parte del comercio mundial se vaya a denominar en euros, ya que hay que deducir el comercio intracomunitario. Hartmann¹ estima que esto reducirá la cuota del euro como moneda de denominación del comercio internacional hasta el 18,3 por 100 (basándose en datos de 1992), y que la adición del resto de monedas de la zona euro no aumentará esta cifra más de 2 puntos. Así pues, una estimación de la cuota del euro en la denominación del comercio mundial rondaría en torno al 20 por 100. En esta estimación, sin embargo, no se tienen en cuenta los efectos de creación de comercio que podrían derivarse de la reducción de los costes de transacción en la zona euro, ni la des-

viación de comercio que podría producirse si algunos países extracomunitarios sustituyen importaciones de fuera de la zona euro por las de esta zona como consecuencia de su mayor competitividad.

En cualquier caso, mientras que el impacto de un cambio en la dirección de los flujos sólo se hará sentir a medio y largo plazo, los cambios en el patrón de denominación de las operaciones comerciales tendrán un impacto inmediato, incluso durante el periodo transitorio. Como se deduce del Cuadro 3, la media de denominación en moneda nacional de los cinco países de la UE es del 54,4 por 100 para las exportaciones y del 44,5 por 100 para las importaciones, lo que hace pensar que este porcentaje funcione como un mínimo, y no como un máximo. De hecho, se puede pensar que la tendencia se aproxime a la existente en Alemania, donde un 74,7 por 100 de las exportaciones y un 51,5 por 100 de las importaciones se denomina en moneda nacional, o al patrón estadounidense, donde se denomi-

¹ HARTMANN, P. (1996) : «The Future of the Euro as an International Currency: A Transactions Perspective», *CEPR Research Report*, número 20.

nan en dólares un 92 por 100 de las exportaciones y un 80,7 por 100 de las importaciones.

Así pues, dado que la UE se configurará como el principal bloque comercial, las empresas extracomunitarias se enfrentarán a un creciente número de socios comerciales con preferencia por denominar las transacciones en euros, lo que llevará a un aumento de la denominación en euros del comercio internacional. Este fenómeno se reforzará, además, por el hecho de que algunos países extracomunitarios con estrechos vínculos económicos con la UE tendrán incentivos para vincular sus monedas al euro.

El uso del euro como moneda vehicular de los mercados cambiarios internacionales

Las economías de escala desempeñan un papel fundamental en los mercados cambiarios internacionales, ya que a mayor volumen, habrá menores costes de transacción. El resultado de estas economías de escala es el uso de unas pocas divisas como monedas vehiculares de dichos mercados. Así como el dólar estadounidense fue la única moneda vehicular en los años sesenta, setenta y principios de los ochenta, el marco alemán surgió en los ochenta como segunda moneda, fundamentalmente a raíz de la constitución del Sistema Monetario Europeo (SME). Actualmente el dólar sigue sirviendo como moneda vehicular global, en tanto que el marco alemán está limitado fundamentalmente a las relaciones cambiarias entre países europeos (Cuadro 4).

Krugman² sostiene que el uso de una moneda como moneda vehicular viene determinado por los costes de transacción. Estos, a su vez, vienen determinados por el volumen y la volatilidad en los mercados bilaterales para cada moneda en particular. La volatilidad no esperada aumenta los costes de transacción, ya que aumenta el riesgo de mantener activos en una divisa, mientras que el volumen de transacción reduce los costes debido a las economías de escala de los creadores de mercado. Este volumen, a su vez, viene condicionado por la liquidez del mercado.

² KRUGMAN, P (1980): «Vehicle Currencies and the Structure of International Exchange», *Journal of Money, Credit and Banking*, volumen 12.

CUADRO 4

DENOMINACION DE LAS TRANSACCIONES CAMBIARIAS INTERNACIONALES (En % del volumen diario negociado)

	1989	1992	1995
Dólar de EE UU	90	82	83
Marco alemán.....	27	40	37
Yen japonés	27	23	24
Libra esterlina.....	15	14	10
Franco francés.....	2	4	8
ECU.....	1	3	2
Otras monedas del SME.....	3	9	13
Otras monedas.....	35	25	23
Total (1)	200	200	200

(1) Como las transacciones de un mercado cambiario implican a dos monedas, el total de las proporciones individuales suma 200 por 100.
Fuente: BIS (1990, 1993, 1996).

El papel del euro como futura moneda vehicular se verá sin duda potenciado por el mayor tamaño del mercado, así como por su uso creciente como moneda de denominación del comercio, como activo en las carteras privadas y como activo de reserva internacional.

No obstante, este proceso debería ser en principio gradual. A medio plazo, el uso del euro superará la suma de los usos de las monedas individuales como monedas vehiculares. En cualquier caso, no parece probable que a medio plazo el euro desempeñe en los mercados cambiarios un papel muy superior al que venga dado por su cuota en la denominación del comercio internacional, ya que precisamente la competencia entre monedas vehiculares incrementaría los costes de transacción.

El uso del euro en las carteras privadas

La introducción del euro supone la creación del mayor mercado financiero mundial. Considerado como un solo mercado, el valor de los bonos europeos, acciones y préstamos bancarios en los mercados europeos de capitales ascendió a más de 27.000 millones de dólares a finales de 1995, superior a los 23.000

millones de EE UU o los 16.000 millones de Japón. La mayoría de los analistas coinciden en predecir un rápido desarrollo de un mercado plenamente integrado, profundo, ancho y líquido en euros. El tamaño de la zona euro, la eliminación del riesgo de cambio, la política monetaria única, el sistema TARGET de pagos transfronterizos, o la cotización de todas las Bolsas europeas en euros contribuirán a este proceso.

Actualmente el mercado de valores europeo es relativamente reducido, ya que en 1996 la capitalización bursátil de los 15 mercados europeos ascendía a 3.500 millones de dólares, frente a los 6.500 de Nueva York y los mercados NASDAQ. No obstante, al aumentar el tamaño de mercado y eliminarse el riesgo de cambio, los inversores privados disponen de un mayor grado de flexibilidad a la hora de diversificar sus carteras, pudiendo encontrar oportunidades de inversión adecuadas dentro de la zona euro.

En cuanto al mercado de bonos, se desarrollará con rapidez y se constituirá como uno de los mayores del mundo. El mercado de títulos públicos será mayor que el de Japón o EE UU, máxime cuando desde 1999 todas las emisiones se realizan en euros.

La mayoría de los analistas internacionales esperan movimientos en las carteras privadas internacionales a medida que se desarrolle el profundo y líquido mercado del euro. Es posible, además, que se convierta en un mercado atractivo para los inversores internacionales, debido a que la combinación europea de política monetaria —con un Banco Central Europeo consagrado a la estabilidad de precios— y política fiscal —con el Pacto de Estabilidad— lo convierten en estable, haciendo los activos en euros muy apropiados como depósitos de valor.

De todos modos, la cuantía de la apreciación del euro respecto al dólar dependerá crucialmente de la velocidad de desplazamiento y reasignación de las carteras privadas. En principio, debería ser un proceso gradual, ya que el aumento de la demanda de activos denominados en euros se verá parcialmente compensado por la propia apreciación del euro y por la tendencia de los inversores europeos a diversificar, reduciendo sus posiciones en euros. Es preciso tener en cuenta, además, que el despla-

zamiento de las carteras de dólares a euros ya se viene produciendo desde hace unos años, como muestra el hecho de que entre 1988 y 1995 el porcentaje de monedas europeas en la riqueza privada mundial ha aumentado desde un cuarto hasta un tercio, mientras que el del dólar ha pasado de un 50 por 100 a un 40 por 100, y que el propio crecimiento de las carteras internacionales —un 300 por 100 entre 1985 y 1995— juega a favor de la gradualidad del proceso de ajuste.

El uso del euro en la financiación internacional

La creación de un mercado europeo de bonos plenamente integrado puede incentivar a las empresas a acudir a dicho mercado para obtener crédito empresarial, en lugar de recurrir al sistema bancario, ya que la existencia de un mercado en euros eficiente reducirá los costes de transacción —al desaparecer la segmentación por monedas— y aumentará los beneficios de emitir títulos corporativos.

Actualmente la mayor parte de las emisiones internacionales de bonos siguen haciéndose en dólares por diversos motivos: el mercado es más líquido, hay una mayor variedad de instrumentos financieros derivados, y los inversores finales —por ejemplo, los fondos de pensiones— suelen ser de mayor tamaño. Pero en la medida en que muchos países extracomunitarios tienen su deuda externa —y por tanto el servicio de su deuda— denominada en dólares o en yenes, pero su comercio denominado en monedas europeas, puede haber un incentivo para convertir a euros parte de su deuda expresada en monedas extracomunitarias.

Paralelamente, además, la introducción del euro podría abrir nuevas oportunidades a los países en desarrollo para acceder a los mercados de capitales y optimizar la estructura de su deuda externa incrementando su endeudamiento en euros.

Actualmente la denominación de la deuda externa de Latinoamérica y Asia refleja un escaso peso relativo del euro, como se observa en el Cuadro 5, pero habrá incentivos para cambiar esta situación.

CUADRO 5

DENOMINACION DE LA DEUDA DE PAISES EN DESARROLLO
(Miles de millones de dólares y %, finales de 1996)

	Latinoamérica	%	Asia	%
Dólar de EE UU.....	421,1	67,4	344,7	46,3
Yen japonés.....	66,0	10,6	243,4	32,7
Monedas europeas.....	72,0	11,5	71,7	9,6
Otras.....	65,2	10,4	85,4	11,5
Total	624,3	100,0	745,1	100,0

FUENTE: McCAULEY y WHITE (1997), a partir de datos del Banco Mundial y del BIS.

CUADRO 6

COMPOSICION POR DIVISAS DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES MUNDIALES
(En %)

	1973	1979	1985	1991	1996
Dólar de EE UU.....	76,1	73,2	64,8	58,4	63,7
Yen japonés.....	0,1	3,6	8,0	9,4	6,2
Libra esterlina.....	5,6	1,8	3,0	3,6	3,5
Marco alemán.....	7,1	12,0	15,1	16,5	14,0
Franco francés.....	1,1	1,3	0,9	2,8	1,6
Florín holandés.....	0,5	1,0	1,0	1,1	0,4
Franco suizo.....	1,4	2,4	2,3	1,4	0,8
Otras.....	8,1	4,8	4,9	6,9	9,8

FUENTE: FMI, *Informe Anual*, varios años.

El uso del euro en la inversión directa extranjera

La inversión directa extranjera (IDE) en la UE y la inversión de la UE en países extracomunitarios ha alcanzado ya un volumen considerable como consecuencia del mercado único, y la introducción del euro no hará más que reforzar estos efectos. Habrá dos tendencias contrapuestas: por un lado, el crecimiento inducido por la introducción del euro como consecuencia de la reducción de costes de transacción podría aumentar los flujos de IDE desde Europa, pero por otro lado la propia zona euro se convierte en un mercado atractivo para recibir IDE. Es posible que algunos países tradicionalmente receptores de IDE pero no pertenecientes a la UEM vean reducir sus flujos, como el Reino Unido, Canadá y Japón.

En cualquier caso, parece que el impacto de la introducción del euro sobre los flujos de IDE no propiciará una apreciación adicional del euro.

El uso del euro como moneda de reserva

Uno de los principales temores de apreciación del euro se deriva de la posibilidad de que el euro se consolide como moneda de reserva del sistema monetario internacional. Dicha consolidación, que es más que probable, generaría un importante

aumento de la demanda de activos denominados en esta moneda, principalmente por bancos centrales de todo el mundo, que irán reconstituyendo la composición de sus reservas internacionales, e inversores institucionales como los fondos de seguros o los fondos de pensiones con grandes carteras multdivisa a nivel internacional.

No obstante, el proceso de reducción de la importancia del dólar como moneda de reserva es un hecho desde la ruptura del sistema de Bretton Woods, pues ha pasado de suponer un 76,1 por 100 en 1973 a un 63,7 por 100 en 1996, al tiempo que la cuota de las cuatro principales monedas de la UE (libra, marco, franco y florín) pasó del 14,3 por 100 al 25,7 por 100. Este aumento se debe de forma exclusiva a la duplicación del peso del marco alemán, pues la participación del resto de las monedas ha permanecido aproximadamente constante, como se observa en el Cuadro 6.

Los bancos centrales mantienen reservas de divisas por motivos de transacción y de precaución. Así, para países con moneda no convertible o con acceso limitado a los mercados de capitales las reservas proporcionan la garantía de que se cumplirán las obligaciones externas derivadas del comercio y otros flujos de cuenta corriente. Los países también tienen incentivos a mantener reservas para cubrirse ante posibles salidas de capitales inesperadas.

Como señalan Dooley, Lizondo y Mathieson³, la demanda oficial de divisas es en gran medida reflejo de la demanda privada; por consiguiente, la composición de las reservas de los bancos centrales depende de tres factores principales: los acuerdos de tipo de cambio existentes, la dirección y composición de los flujos de comercio y la moneda de denominación de la deuda externa. El primer factor es el más relevante en los países desarrollados, mientras que el último es el más importante para los países en desarrollo. Por supuesto, el mantenimiento de reservas como depósito de valor también es un factor importante de la demanda de divisas de los bancos centrales.

Es muy probable que el euro se convierta de forma gradual en un ancla nominal para muchas monedas, lo que aumentaría su demanda a lo largo del tiempo. Circunstancia similar ocurrirá con los flujos de comercio y con la denominación de la deuda, que impulsarán progresivamente al alza la demanda de euros.

La cuestión estriba en saber en qué medida la oferta existente de activos denominados en euros será capaz de irse adaptando a la demanda existente. Algunas estimaciones privadas sugieren que los bancos centrales de todo el mundo cambiarán activos de reserva en dólares por activos de reserva en euros por un importe en torno a los 200.000 millones de dólares, en transacciones que se distribuirán a lo largo de varios años; si este efecto cartera se produce de forma progresiva, al igual que los cambios en las composiciones de las carteras de los fondos institucionales, aprovechando fases de precios menos altos, entonces la apreciación podría no ser tan acusada como en un principio cabría prever. Muchos autores, como Pollard⁴, consideran que este desplazamiento hacia el euro se producirá más bien de forma gradual, sin que quepa esperar flujos masivos de demanda de euros.

3. Impacto sectorial de una potencial apreciación o depreciación del euro

Si se produce una apreciación (o, eventualmente, una depreciación) del euro, conviene saber qué sectores exportadores españoles podrían verse más perjudicados. Para analizar este punto, tomaremos datos de las exportaciones sectoriales⁵ medias del período 1996-1998. Distinguiremos dos zonas geográficas: el área del euro y el área del dólar. La primera estará formada por todos los países clientes con los cuales la denominación del comercio internacional se efectúa —o se efectuará en un futuro próximo— en euros: todos los países de la Unión Europea, la EFTA, los países de Europa Central y Oriental, los países bálticos y algunos países mediterráneos. El área del dólar será el resto del mundo: Norteamérica, Sudamérica, Asia, África, Oceanía, más los países europeos no incluidos en el área del euro.

Los datos agregados muestran que, en el período 1996-1998, el 76,2 por 100 de las exportaciones españolas se dirigieron al área del euro, mientras que el 23,8 por 100 restante fueron al área del dólar (ver Gráfico 2). En cuanto a las importaciones, el 69,8 por 100 fue al área del euro, dirigiéndose el 30,2 por 100 restante a los países con los que se comercia mayoritariamente en dólares.

Concentración en el área del dólar

Un primer análisis sectorial (ver Gráfico 3) revela que, a nivel agregado, los sectores con mayor grado de concentración de sus exportaciones en la zona dólar son los sectores de productos energéticos (56,7 por 100 de sus exportaciones van destinadas a la zona dólar), bienes de equipo (31,8 por 100) y las manufacturas de consumo (29,9 por 100). Por contra, los menos concentrados son el sector del automóvil (8 por 100 de sus exportaciones van al área del dólar) y los alimentos (16,3 por 100).

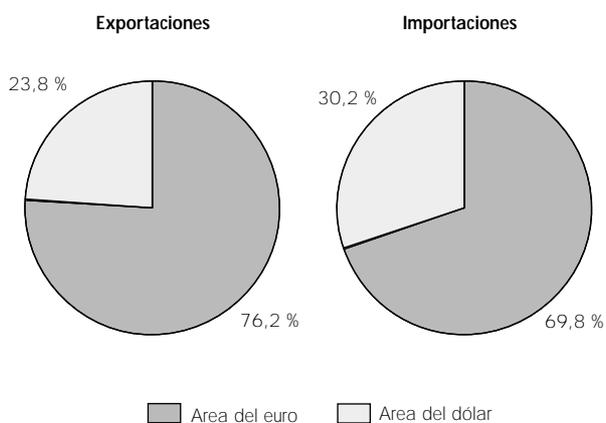
³ DOOLEY, M., LIZONDO, J. y MATHIESON, D. (1989): «The Currency Composition of Foreign Exchange Reserves», *IMF Staff Papers*, volumen 36, junio.

⁴ POLLARD, P. (1997): «The Role of the Euro as an International Currency», documento presentado en la conferencia *The Euro: A New Single Currency for Europe*, patrocinada por la School of Law y el European Studies Program de la Washington University de St. Louis, 30 de octubre.

⁵ Seguiremos la agregación sectorial empleada por la Secretaría General de Comercio Exterior basada en la Clasificación Uniforme del Comercio Internacional (CUCI, o SITC en sus siglas en inglés) de Naciones Unidas, revisión 3.

GRAFICO 2

CONCENTRACION GEOGRAFICA DEL COMERCIO EXTERIOR ESPAÑOL (Media 1996-1998)



FUENTE: Elaboración propia a partir de datos del Departamento de Aduanas e Impuestos Especiales.

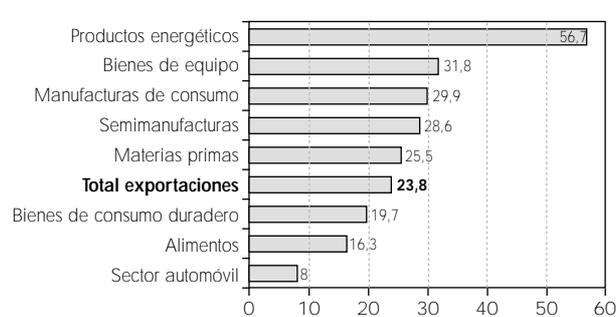
El anterior esquema debe matizarse al tener en cuenta que el peso de cada sector en las exportaciones es muy distinto. Así, el hecho de que un sector como el de productos energéticos concentre el 56,7 por 100 de sus ventas en el área dólar se ve amortiguado por la circunstancia de que las exportaciones de este tipo de producto apenas represente un 2,6 por 100 de las totales. Esto nos lleva a elaborar un segundo cuadro, ponderando el grado de concentración de cada sector en el área del dólar por su respectivo peso en la exportación total.

En este caso (Gráfico 4) se observa que el sector con un mayor índice de concentración ponderado es el sector de bienes de equipo, ya que al hecho de que un tercio de sus exportaciones se localiza en la zona del dólar se le suma la circunstancia de que este sector representa el 21,7 por 100 de las exportaciones totales del período considerado. Elevado grado de concentración presenta, asimismo, el sector de semimanufacturas. Ambos sectores suponen la mitad de las exportaciones totales destinadas al área de influencia del dólar.

El análisis anterior resulta incompleto debido a la excesiva

GRAFICO 3

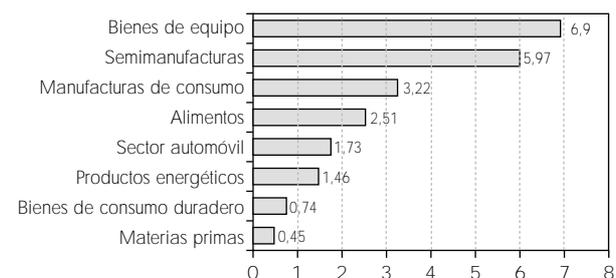
PRINCIPALES SECTORES CON EXPORTACIONES CONCENTRADAS EN EL AREA DEL DOLAR (Porcentaje medio 1996-1998)



FUENTE: Elaboración propia a partir de datos del Departamento de Aduanas e Impuestos Especiales.

GRAFICO 4

PRINCIPALES SECTORES CON EXPORTACIONES CONCENTRADAS EN EL AREA DEL DOLAR (Porcentaje medio ponderado 1996-1998)



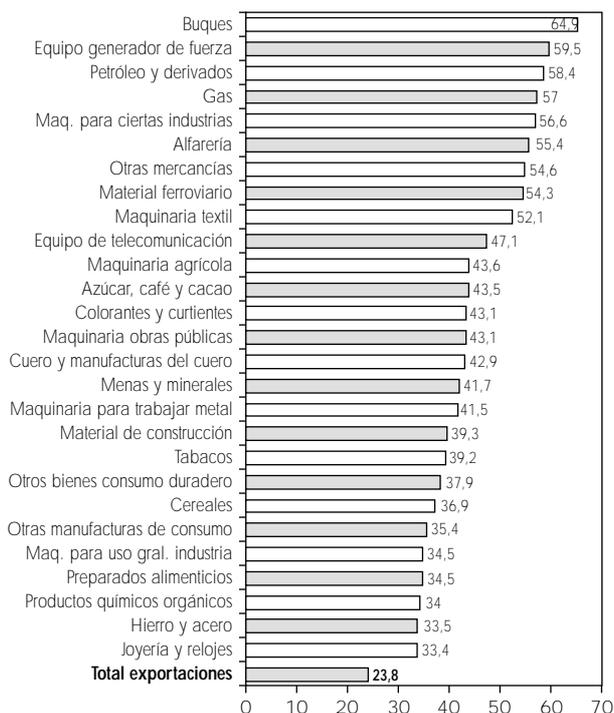
FUENTE: Elaboración propia a partir de datos del Departamento de Aduanas e Impuestos Especiales.

agregación de los bloques sectoriales, ya que bajos niveles de concentración de las exportaciones de un sector global pueden ser compatibles con niveles elevados de concentración de alguno de sus subsectores. Esto nos lleva a repetir el análisis anterior para un mayor nivel de desagregación.

Así, nos encontramos con que, de los subsectores que sitúan más de un tercio de sus exportaciones en el área del dólar, la

GRAFICO 5

**PRINCIPALES SUBSECTORES
CON EXPORTACIONES CONCENTRADAS
EN EL AREA DEL DOLAR
(Porcentaje medio 1996-1998)**



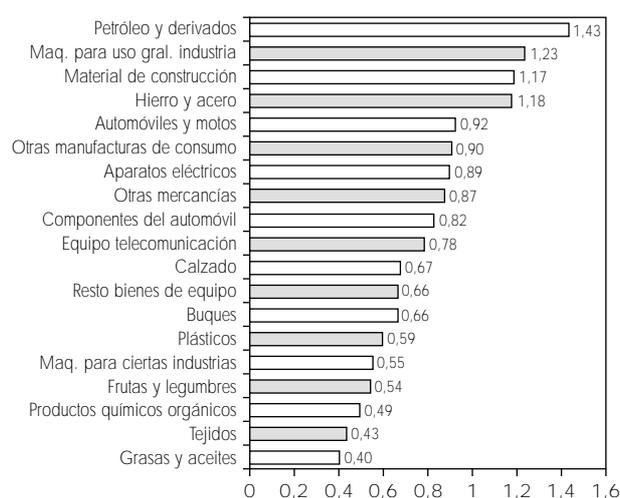
FUENTE: Elaboración propia a partir de datos del Departamento de Aduanas e Impuestos Especiales.

exportación de buques tiene un grado de concentración del 64,9 por 100, algo más elevado que el del segundo subsector, el de equipo generador de fuerza (Gráfico 5). Llama la atención el elevado grado de concentración de un sector tan relevante como el de equipo de telecomunicación, con un 47,1 por 100 de sus ventas sujeto a las fluctuaciones del tipo de cambio del dólar.

La ponderación de los sectores por su peso relativo en las exportaciones nos lleva a obtener el Gráfico 6. En él se observa que, del 23,8 por 100 que representan las exportaciones totales

GRAFICO 6

**PRINCIPALES SUBSECTORES
CON EXPORTACIONES CONCENTRADAS
EN EL AREA DEL DOLAR
(Porcentaje medio ponderado 1996-1998)**



FUENTE: Elaboración propia a partir de datos del Departamento de Aduanas e Impuestos Especiales.

destinadas al área del dólar, más de una quinta parte procede de los sectores de petróleo y derivados, maquinaria general industrial, material de construcción, hierro y acero y automóviles y motos.

El análisis anterior se puede complementar con una relación de los principales sectores exportadores a Estados Unidos.

A primera vista (Cuadro 7) se observa, por ejemplo, que el principal sector exportador a EE UU es el calzado, que en principio compite en diseño con los de países como Italia, pero que en general podría no ser excesivamente sensible a pequeñas fluctuaciones del tipo de cambio. Mayor elasticidad presentarían, sin duda, las exportaciones de hierro y acero, segundo sector en importancia y más sujetas a la competencia internacional vía precios. Similar análisis cabría hacer para el resto de los sectores, lo que nos permitiría ver la mayor o menor vulnerabilidad de las exportaciones a nuestro sexto cliente.

CUADRO 7

**PRINCIPALES SECTORES EXPORTADORES
A ESTADOS UNIDOS
(Media 1996-1998)**

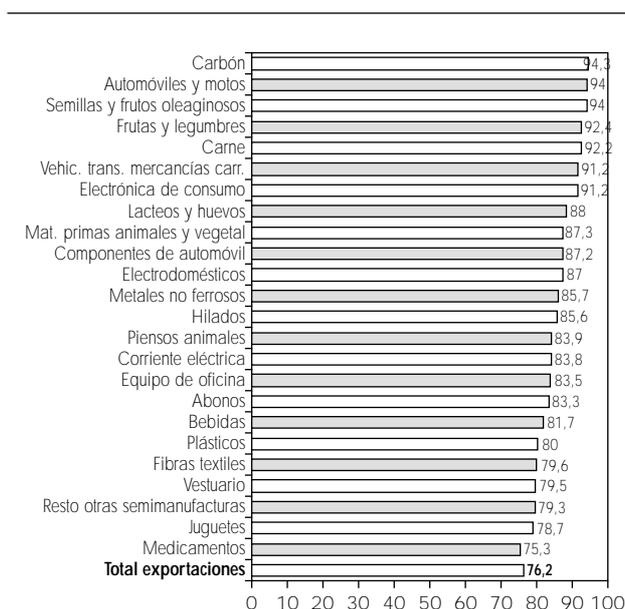
	Millones de pesetas	%
Calzado.....	54.768,566	8,6
Hierro y acero.....	49.988,843	7,9
Frutas y legumbres.....	41.239,048	6,5
Material de construcción.....	39.572,950	6,2
Maq. automatización datos.....	33.536,570	5,3
Petróleo y derivados.....	31.900,815	5,0
Maq. para uso gral. industria.....	27.436,578	4,3
Componentes del automóvil.....	25.494,174	4,0
Aeronaves.....	22.412,067	3,5
Otras manufacturas de consumo.....	21.526,140	3,4
Neumáticos y cámaras.....	18.557,713	2,9
Productos químicos orgánicos.....	16.752,621	2,6
Resto bienes de equipo.....	16.516,820	2,6
Metales no ferrosos.....	15.415,697	2,4
Aparatos eléctricos.....	14.456,707	2,3
Bebidas.....	13.863,114	2,2
Total exportaciones.....	636.033,614	100,0

FUENTE: Departamento de Aduanas e Impuestos Especiales y elaboración propia.

Todas estas consideraciones sobre la vulnerabilidad de los sectores ante variaciones del tipo de cambio del euro respecto del dólar debe, no obstante, precisarse. En primer lugar, la concentración geográfica no tiene por qué permanecer estable a lo largo del tiempo: es posible que algunos sectores tiendan a des-concentrarse de la zona del dólar, y que otros tiendan a concentrarse. Más importante aún es el hecho de que un mayor grado de concentración de exportaciones de un sector en el área del dólar no implica necesariamente mayor vulnerabilidad: ésta vendrá determinada además por la elasticidad-precio de la demanda de dichas exportaciones, de modo que habrá sectores más sensibles a variaciones en los precios, y por tanto a variaciones en el tipo de cambio, y sectores que podrán afrontar con un cierto grado de flexibilidad las fluctuaciones del tipo de cambio. En general podemos afirmar que los sectores de bienes de consumo tradicional, o bien los que incorporen un escaso componen-

GRAFICO 7

**PRINCIPALES SUBSECTORES
CON EXPORTACIONES CONCENTRADAS
EN EL AREA DEL EURO
(Porcentaje medio 1996-1998)**



FUENTE: Elaboración propia a partir de datos del Departamento de Aduanas e Impuestos Especiales.

te tecnológico o de diseño, presentarán una mayor elasticidad-tipo de cambio.

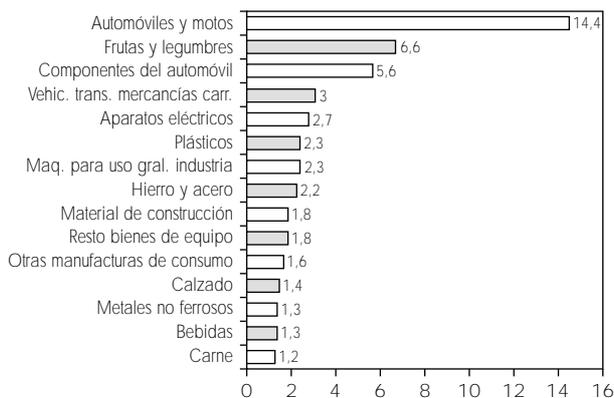
Concentración en el área del euro

El análisis anterior puede completarse con una relación de los sectores industriales más concentrados en la zona euro. Esto se refleja en los Gráficos 7 y 8.

Prescindiendo de las exportaciones de carbón, de escasa importancia cuantitativa, llama la atención la elevada concentración de las exportaciones de automóviles y motos, productos oleaginosos y hortofrutícolas en la zona euro, que alcanza casi el 94 por 100 de las totales. Este hecho se ratifica con el análisis de la concentración ponderada que se refleja en el Gráfico 8.

GRAFICO 8

**PRINCIPALES SUBSECTORES
CON EXPORTACIONES CONCENTRADAS
EN EL AREA DEL EURO
(Porcentaje medio ponderado 1996-1998)**



FUENTE: Elaboración propia a partir de datos del Departamento de Aduanas e Impuestos Especiales.

4. Conclusiones

A lo largo de este trabajo hemos analizado las probabilidades de que el euro, como nueva divisa del sistema monetario internacional, experimente a medio plazo una apreciación respecto a su principal competidor, el dólar. Esto será tanto más probable cuanto más eficientemente desempeñe las funciones encomendadas a cualquier divisa internacional: servir de unidad de cuenta, medio de pago y depósito de valor en las relaciones económicas internacionales.

Así, es altamente probable que el euro pase a ser más utilizado como moneda de denominación de los flujos comerciales internacionales, lo que propiciaría una apreciación que en principio debería ser gradual. La sustitución del dólar o la libra por el euro en la cotización de materias primas internacionales parece, sin embargo, bastante improbable, debido a las inercias en la utilización de las monedas existentes. Por el lado de la balanza de capital, es muy probable que la nueva moneda induzca

nuevos flujos de inversión en cartera que aumenten la demanda de activos denominados en euros, no así flujos de inversión directa, cuyo grueso de crecimiento se produjo en principio con la adopción del mercado único europeo. También es probable que experimente un cierto crecimiento la financiación en euros, especialmente la de los países en desarrollo. Por último, es razonable que se produzca una recomposición de las reservas internacionales de los bancos centrales mundiales, con un desplazamiento hacia el euro que presionaría al alza su cotización en los mercados internacionales de divisas.

No obstante, la reasignación de carteras y reservas no tiene por qué producirse de forma repentina, sino más bien como consecuencia de un proceso gradual, teniendo en cuenta precisamente que una apreciación del euro ralentizaría este proceso, amortiguando los efectos negativos del mismo.

En cualquier caso, una eventual apreciación del euro perjudicaría proporcionalmente más a determinados sectores exportadores que concentran sus ventas en el continente americano o asiático. Aproximadamente el 23,8 por 100 de las exportaciones españolas van destinadas a países cuyo comercio se denomina generalmente en dólares. Los sectores más concentrados geográficamente en estos países son los productos energéticos, los bienes de equipo y las manufacturas de consumo, si bien el primero reviste escasa importancia relativa en el conjunto de las exportaciones españolas. A nivel más desagregado, sectores como los de buques, alfarería, maquinaria para ciertas industrias, o maquinaria textil podrían tener problemas de producirse una apreciación del euro, ya que concentran un gran porcentaje de sus ventas en zonas vinculadas al dólar. Por el contrario, los sectores menos afectados serían los que tienen un mayor grado de concentración de sus exportaciones en la zona euro, como los de automóviles u hortofrutícolas.

En todo caso, estos resultados deberían complementarse con un análisis sectorial de las distintas elasticidades-precio y tipo de cambio de las exportaciones españolas, puesto que existen otros factores de competitividad que podrían compensar en gran medida los riesgos derivados de fluctuaciones del tipo de cambio del euro.

Referencias bibliográficas

- [1] BEKX, P. (1998): «The Implications of the Introduction of the Euro for non-EU Countries», *European Commission Euro Papers*, número 26, julio.
- [2] BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (1999, 1993, 1996): *Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity*, abril.
- [3] DOOLEY, M.; LIZONDO, J. y MATHIESON, D. (1989): «The Currency Composition of Foreign Exchange Reserves», *IMF Staff Papers*, volumen 36, junio.
- [4] HARTMANN, P. (1996): «The Future of the Euro as an International Currency: A Transactions Perspective», *CEPR Research Report*, número 20.
- [5] KRUGMAN, P. (1980): «Vehicle Currencies and the Structure of International Exchange», *Journal of Money, Credit and Banking*, volumen 12.
- [6] MCCAULEY, R. N. y WHITE, W. R. (1997): *The Euro and the European Financial Markets*, BIS Working Paper número 41, mayo.
- [7] POLLARD, P. (1997): «The Role of the Euro as an International Currency», documento presentado en la conferencia *The Euro: A New Single Currency for Europe*, patrocinada por la School of Law y el European Studies Program de la Washington University de St. Louis, 30 de octubre.