

# EL PAPEL DEL EURO EN EL SISTEMA MONETARIO INTERNACIONAL

José M. González Mínguez  
y Javier Santillán Fraile

# EL PAPEL DEL EURO EN EL SISTEMA MONETARIO INTERNACIONAL

José M. González Mínguez  
y Javier Santillán Fraile (\*)

(\*) Agradecemos los comentarios recibidos de Santiago Fernández de Lis, Javier Maycas, y José Viñals, y de los asistentes al Seminario Interno del Servicio de Estudios del Banco de España.

El Banco de España, al publicar esta serie, pretende facilitar la difusión de estudios de interés que contribuyan al mejor conocimiento de la economía española.

Los análisis, opiniones y conclusiones de estas investigaciones representan las ideas de los autores, con las que no necesariamente coincide el Banco de España.

El Banco de España difunde algunos de sus informes más importantes a través de las redes INTERNET e INFOVÍA.

Las direcciones del servidor de información WWW en estas redes son:  
<http://www.bde.es> y <http://www.bde.inf>, respectivamente.

ISSN: 0213-2710

ISBN: 84-7793-632-3

Depósito legal: M. 40133-1998

Imprenta del Banco de España

## RESUMEN

En este trabajo se analizan las repercusiones de la creación del euro sobre el Sistema Monetario Internacional (SMI). Previsiblemente, la aparición de la nueva moneda no alterará las características básicas del actual SMI (tales como el régimen de libre flotación entre las principales monedas o la ausencia de mecanismos explícitos de coordinación internacional de políticas económicas), aunque afectará potencialmente a la utilización relativa de las distintas monedas, entre las que el euro tenderá a desempeñar un papel relevante a largo plazo. La nueva divisa será previsiblemente una moneda sólida, sustentada por políticas económicas capaces de garantizar, de manera permanente, la estabilidad nominal.



## **ÍNDICE**

1. Resumen y conclusiones
  2. El papel del euro en el Sistema Monetario Internacional (SMI)
    - 2.1. El SMI en perspectiva: el impacto del euro sobre sus elementos constituyentes
    - 2.2. La utilización del euro en el SMI
      - 2.2.1. El uso del euro en la denominación del comercio mundial
      - 2.2.2. El euro en los mercados de divisas
      - 2.2.3. El euro en los mercados financieros privados internacionales
      - 2.2.4. El euro en las reservas oficiales
  3. El comportamiento del tipo de cambio del euro
    - 3.1. El nivel del tipo de cambio del euro
      - 3.1.1. El período de transición
      - 3.1.2. El largo plazo
    - 3.2. La volatilidad del tipo de cambio del euro
    - 3.3. El comportamiento cambiario y la reacción de las autoridades
  4. Implicaciones internacionales de política económica
    - 4.1. Repercusiones sobre la política económica de Estados Unidos
    - 4.2. La coordinación internacional de políticas económicas tras la introducción del euro
- Anejo: El desarrollo potencial de los mercados financieros europeos tras el inicio de la UME



## 1. RESUMEN Y CONCLUSIONES

El estudio de las implicaciones de la creación de un área monetaria integrada en Europa ha adoptado una perspectiva básicamente regional, al centrarse en sus efectos tanto para los países integrantes de la Unión Monetaria Europea (UME) como para aquellos otros Estados miembros de la Unión Europea (UE) que permanezcan inicialmente al margen de ella. Por contra, la dimensión mundial del acontecimiento ha recibido mucha menor atención, a pesar de que la creación de la UME constituye uno de los escasos sucesos históricos capaces de acarrear repercusiones de primera magnitud para el orden económico internacional. Este trabajo se centra en la discusión del impacto de la aparición del euro en el ámbito del SMI.

Aunque resulta complicado entrever la configuración del SMI resultante, el surgimiento del euro no comportará, en sí mismo, una modificación radical respecto al régimen vigente, en la medida en que sus características fundamentales (flotación generalizada, libertad de elección de activos de reserva y ausencia de un mecanismo de ajuste y de coordinación de políticas centralizado) no se verán alteradas de manera esencial. Los cambios podrían ser más pronunciados en cuanto a la importancia relativa de las principales monedas. En particular, la creación del euro comporta el mayor desafío, hasta la fecha, a la supremacía adquirida por el dólar tras la posguerra, de manera que tal vez pudiera verse acelerado el lento declive de la moneda norteamericana iniciado tras la ruptura de Bretton-Woods. La dimensión internacional del euro adquirirá como punto de partida la correspondiente a las monedas europeas en la actualidad -de forma señalada, la del marco, en su condición de segunda moneda internacional de mayor importancia-. Tras una evolución gradual, el punto final del proceso podría ser quizás, a muy largo plazo, un SMI de naturaleza bipolar, en el que el dólar y el euro desempeñarían papeles de relevancia comparable. Esta tesis estaría avalada por el peso equiparable de Estados Unidos y de la futura UME dentro de la economía y el comercio mundiales, así como por su similar

grado de apertura al exterior. Sin embargo, otros factores hacen más complejo precisar con exactitud la importancia relativa que una y otra moneda alcanzarán en el futuro SMI, así como la velocidad a la que se producirán los cambios. En contra del dólar cabe alegar el elevado endeudamiento externo de Estados Unidos, mientras que, por un lado, la inercia de cualquier orden monetario mundial establecido y, por otro lado, la segmentación y el reducido tamaño comparativo de los mercados financieros europeos constituyen impedimentos potenciales al desarrollo del euro.

El comportamiento inercial del SMI, explicado, en buena medida, por las economías de escala de que goza una moneda empleada internacionalmente -tanto mayores cuanto más ampliamente difundida está su utilización-, ha provocado en el pasado que los cambios en la importancia relativa de las principales monedas se desarrollaran con notable lentitud. A este respecto, la historia opera como guía: este fue el caso, por ejemplo, del relevo de la libra esterlina por el dólar como eje del SMI en el período de entreguerras. En consecuencia, es previsible que el desarrollo del euro en el SMI diste de ser inmediato.

Dado que el papel que desempeñará el euro en el SMI se determinará principalmente en los mercados financieros internacionales, el elemento que posibilitaría la ruptura gradual de la inercia sería precisamente el ritmo con que los mercados financieros europeos evolucionen hacia un mayor grado de desarrollo. A su vez, este estará estrechamente ligado a la previsible desaparición paulatina de los obstáculos institucionales a su integración y a la percepción de los agentes acerca del grado de estabilidad macroeconómica en el área de la UME y, en particular, a la eliminación de hipotéticas incertidumbres acerca de la calidad de la nueva moneda, que solo el tiempo será capaz de despejar -y que no estarán relacionadas, como a menudo se pretende, con la composición y tamaño de la UME-. Este último factor solamente es relevante en la medida en que el Reino Unido no se ha integrado por el momento en la moneda única, pues ello limita en alguna medida la capacidad del área de la UME para crear mercados financieros líquidos y profundos.

A medida que estas condiciones se vean gradualmente satisfechas,

pasará a denominarse en la nueva moneda una fracción cada vez más elevada de las transacciones transfronterizas de los países de la UE con terceros países y de fuera de ella, y estarán más dispuestos los agentes privados a mantener y emitir proporciones crecientes de instrumentos financieros denominados en euros en relación con las monedas europeas a las que sustituirá. En cuanto a las reservas oficiales, la evolución será, probablemente, aún más lenta. En el instante inicial, ello será debido a la conversión automática, en activos interiores, de una parte de los activos exteriores actuales de los países de la UME (las reservas denominadas en las monedas sustituidas por el euro). Posteriormente, es previsible que la cuota del euro en las reservas mundiales tienda a crecer, a medida que se intensifique la demanda de reservas en euros por parte de otras áreas geográficas, aunque ello dependerá de otros factores, entre los que cabe destacar el uso que los países de la UME hagan de sus -previsiblemente- cuantiosas tenencias iniciales de dólares.

Con respecto a las perspectivas acerca del comportamiento cambiario del euro, es conveniente distinguir, por un lado, la fase inicial tras la instauración de la nueva moneda y, por otro, la evolución previsible en el largo plazo. En el periodo inicial, la principal incertidumbre acerca del comportamiento tendencial de la nueva moneda estará constituida por los cambios, previsiblemente intensos, en la composición de las carteras de los agentes por monedas. No obstante, predominan los argumentos que hacen pensar que el euro será, en este período, una moneda sólida: la necesidad del BCE de establecer su reputación antiinflacionista y el probable exceso de demanda inicial de activos en euros frente a la oferta. Esta solidez del euro sería el elemento que impulsaría que la nueva moneda cobrase un peso creciente en el SMI. Los desplazamientos en las carteras de los agentes privados constituirán, además, potencialmente, una fuente de notable volatilidad, si bien el BCE velará previsiblemente por atenuar tales efectos.

Una vez concluida esta fase de transición, las políticas económicas practicadas en los principales bloques de la economía mundial pasarán a ser el principal factor determinante de la evolución tendencial del tipo de cambio de la nueva moneda. En el largo plazo, cabe pensar que, probablemente, el euro será una moneda firme, respaldada por una

política monetaria orientada hacia la estabilidad de precios. Sin embargo, es posible que, al margen de esta firmeza, los movimientos cambiarios sean no desdeñables. Ello se deberá, en parte, a que las autoridades de la UME quizás atribuyan una importancia relativamente reducida al comportamiento del tipo de cambio de su moneda, dado que el grado de apertura de esta área económica no será muy elevado y que los incentivos iniciales a paliar la volatilidad del euro en tanto se establece la reputación de la nueva autoridad monetaria habrán desaparecido. La introducción del euro llevará aparejadas algunas implicaciones de interés para las políticas económicas aplicadas en los principales bloques de la economía mundial.

En cuanto a los efectos sobre el grado de coordinación internacional de políticas económicas, existen dudas razonables acerca de la posibilidad de que se vea facilitada por la reducción del número de autoridades a coordinarse, aunque posiblemente aumenten los incentivos a la misma si la volatilidad cambiaria fuese elevada. El poder de negociación y decisión del conjunto de la UME se verá acrecentado, de modo que esta área podría cobrar en el ámbito monetario un peso análogo al que ha adquirido en el terreno comercial como interlocutor en el GATT y la OMC.

## **2. EL PAPEL DEL EURO EN EL SISTEMA MONETARIO INTERNACIONAL**

### **2.1. El SMI en perspectiva: el impacto del euro sobre sus elementos constituyentes**

La configuración concreta del SMI vigente en cada momento es el resultado de la confluencia, por un lado, de la búsqueda de las características que permitan que el sistema cumpla mejor sus objetivos y, por otro, de los condicionamientos inducidos por la experiencia pasada y por la situación política y económica prevaleciente en ese instante. Esos objetivos se enmarcan en una doble perspectiva. Desde el punto de vista microeconómico se trata de que el sistema permita realizar cualquier tipo de transacciones de forma eficiente y financiar operaciones de endeudamiento, al menor coste posible; desde el punto de vista macroeconómico, el sistema debe contribuir a facilitar los procesos de ajuste, de modo que proporcione incentivos para que los distintos países

adopten políticas económicas adecuadas y tendentes a eliminar las posibles inconsistencias resultantes de las decisiones individuales. Desde esta segunda perspectiva, la discusión acerca de las características ideales del sistema se centra en tres elementos básicos, que determinan a priori su eficacia para cumplir los objetivos: el régimen cambiario, el régimen de activos de reserva y los mecanismos de ajuste del sistema.

Como es sabido, el SMI vigente desde principios de los años setenta hasta la actualidad se basa en un régimen cambiario de flotación generalizada, dentro del cual son posibles los acuerdos bilaterales o multilaterales para definir otro régimen; no existen pautas específicas sobre los activos de reserva, que son libremente elegidos por cada país de acuerdo con sus propias necesidades, lo que ha configurado un sistema de reservas en el que el oro desempeña un papel complementario y relativamente marginal respecto al grueso de las reservas oficiales, constituidas por activos denominados en las principales monedas del SMI, y entre ellas, de forma casi hegemónica, por el dólar, pese a su lento declive. El sistema carece de un mecanismo automático y centralizado de ajuste o de coordinación de políticas a nivel supranacional, si se exceptúan las limitadas funciones que el FMI tiene asignadas a este respecto.

El sistema vigente es el resultado de la herencia del surgido a partir de Bretton-Woods y de su ruptura abrupta. De aquel sistema conservó el papel preponderante del dólar, si bien este dejó de ser explícito y ha mostrado un debilitamiento gradual. Los acontecimientos que abocaron a la quiebra de Bretton-Woods determinaron en buena parte la preferencia de hecho por un sistema extremadamente flexible y carente de mecanismos de coordinación.

Desde el punto de vista de la eficiencia microeconómica, el funcionamiento del sistema de flotación presenta algunos problemas considerables, derivados de la elevada volatilidad entre los tipos de cambio de las monedas que no están sujetas a acuerdos particulares, tanto en términos de sus niveles habituales como, más aún, en los episodios de fluctuaciones intensas, aunque se haya alegado evidencia de que la volatilidad cambiaria afecta poco al comercio internacional y se haya

argumentado que los mecanismos de cobertura permiten limitar sus efectos.

En lo que se refiere al ajuste macroeconómico, el principal problema del sistema actual es la ausencia de mecanismos explícitos de coordinación de políticas económicas. La contrapartida de ese inconveniente es la autonomía que ello proporciona a cada país a la hora de establecer sus prioridades de política económica, y en particular, su política monetaria. Además, la valoración de las consecuencias de la falta de coordinación ha sido, en ocasiones, contradictoria. Por un lado, las carencias del sistema se han puesto de manifiesto a través de los frecuentes y considerables desalineamientos entre las principales monedas y de los escasos incentivos existentes, a menudo, para adoptar ajustes necesarios. Por otro lado, se ha argumentado que los episodios de grandes fluctuaciones y de desalineamientos sostenidos -que se produjeron, sobre todo en los años ochenta- fueron el resultado de una combinación de circunstancias negativas y de un grado de desentendimiento respecto al tipo de cambio por parte de los grandes países que, dado el aprendizaje que comportó, no se volvería a repetir. En particular, se alega, se ha ido configurando, a partir de los acuerdos del Plaza y del Louvre, una suerte de mecanismo suavizado de coordinación de políticas (a través del G7), compatible, al mismo tiempo, con una elevada autonomía en la definición de las políticas monetarias de los grandes países.

En otros términos, el funcionamiento del SMI, en lo que atañe a las principales monedas, ha evolucionado hacia la adopción tácita de un sistema de zonas objetivo no declarada, que proporciona una combinación adecuada entre coordinación y autonomía. Por lo demás, según esta argumentación, no sería viable ni deseable ir más allá en el terreno de la coordinación, salvo en ciertos casos singulares de vinculación cambiaria bilateral o multilateral.

¿Qué puede suponer, en este contexto, la aparición del euro? Desde el punto de vista global del funcionamiento del SMI, cabe pensar que el euro no comportará modificaciones radicales en cuanto a sus grandes líneas. Ello es particularmente cierto en el terreno de los regímenes cambiarios y de la composición de los activos de reserva. En el primer caso, no debería

verse alterado, en principio, el régimen de flotación; el cambio más notable vendrá dado por la fijación definitiva de paridades entre monedas que ya compartían un régimen de tipos de cambio semifijos. Tampoco en el segundo caso habrá alteraciones sustanciales, aunque tendrá lugar una recomposición de las reservas de divisas, en paralelo a la reasignación de activos financieros por monedas en las carteras de otros tenedores, cambios ambos tendentes a reflejar más fielmente el peso relativo de cada país o grupo de países en el contexto mundial. Las recomposiciones en las carteras de los bancos centrales de las diferentes áreas del mundo y en las carteras de los agentes privados son tratadas en la sección 2.2, en el marco más amplio del estudio del papel que previsiblemente desempeñará el euro en el SMI.

Los cambios podrían ser mayores en relación con la eficacia de los mecanismos de ajuste, dado que es probable que la introducción del euro modifique los incentivos para la coordinación de políticas monetarias y cambiarias, aunque en un sentido difícil de precisar (véase la sección 4). Si estos incentivos se vieran acrecentados, el resultado podría ser un sistema más simétrico en cuanto a la adopción de iniciativas de corrección de desequilibrios y, por tanto, una mayor eficacia de los mecanismos de ajuste.

## **2.2. La utilización del euro en el SMI**

Habida cuenta de que, como se acaba de describir, las modificaciones que la introducción del euro pueda representar para los tres elementos básicos de la arquitectura del SMI (régimen de tipos de cambio, régimen de activos de reserva y mecanismos de ajuste) no serán, en general, drásticas (aunque algo mayores, posiblemente, en lo tocante a los incentivos a la coordinación de políticas), el cambio más sustancial que cabe pronosticar resulta ser la participación de las principales monedas en las operaciones financieras y comerciales mundiales. Por ello, en este apartado se aborda la cuestión del papel que el euro desempeñará previsiblemente en el contexto del SMI en el largo plazo, una vez se hayan producido los ajustes causados por su aparición.

Dentro de las fronteras de un país, la utilización de la moneda nacional viene dada por imposición legal. Por tanto, en este contexto, carece de sentido cuestionarse cuáles son los motivos que hacen que sea demandada una moneda y no otra, salvo en circunstancias excepcionales, tales como una inflación muy elevada (Alogoskoufis y Portes, 1997). En el ámbito internacional, tal imposición no existe, por lo que, en este caso, sí cabe plantearse qué razones ayudan a explicar -siquiera de forma imperfecta- el uso relativo de cada moneda. Estos factores determinantes podrían ser (Bergsten, 1997):

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

Una manera de entrever cuál será el papel del euro dentro del SMI en el largo plazo, una vez se hayan producido los ajustes, consiste en proyectar hacia el futuro la posición relativa de las principales monedas frente a esos criterios (en particular, a través de la comparación del euro frente al dólar, que será su principal competidor). Adicionalmente, la comparación entre la posición de las monedas europeas actuales y del euro en el futuro permite conjeturar cuál será la magnitud de las transformaciones durante la transición. La principal conclusión de la evaluación de ambos aspectos es que, potencialmente, el euro podría llegar a desempeñar, muy a largo plazo, un papel similar al del dólar, aunque la medida en que ello llegue a producirse, así como el grado de rapidez de los cambios -que serán, en todo caso, de notable magnitud-, dependerá, sobre todo, del ritmo de desarrollo de los mercados financieros europeos.

La comparación entre Estados Unidos y la futura área de la UME se encuentra resumida en el cuadro 1. Los dos primeros criterios enunciados tienen más bien la naturaleza de prerrequisitos que una moneda debe

cumplir para acceder a una utilización internacional amplia. Con probabilidad muy elevada, estos prerrequisitos serán satisfechos en igual medida por el euro que por el dólar. En primer lugar, para que una moneda desempeñe un papel relevante en el SMI debe estar descartado el recurso a los controles de cambios. Este será el caso para ambas monedas: en la práctica, el actual grado de globalización de los mercados internacionales haría inefectivo cualquier intento de alterar los flujos financieros por esta vía, por lo que resulta altamente improbable que o bien la UME o bien Estados Unidos recurrieran a una medida de esta naturaleza. En segundo lugar, para que una moneda sea demandada como depósito de valor, los agentes deben percibir que la economía que la emite es capaz de mantener un grado de estabilidad macroeconómica elevado. En este terreno, la UME debería encontrarse igualmente bien posicionada que Estados Unidos, tanto más cuanto mayor sea la rapidez con que el BCE adquiera reputación antiinflacionista. Presumiblemente, ello no tardará en ocurrir, gracias a las garantías del Tratado de Unión Europea (TUE) acerca de su independencia y al mandato de estabilidad de precios.

Los restantes criterios resultan de mayor utilidad, en principio, para dilucidar la posible importancia relativa del euro y el dólar dentro del SMI. Sin embargo, varios de ellos (los enumerados como (c), (d) y (e)) serán igualmente incapaces, en la práctica, de marcar en mayor medida las diferencias: el tamaño relativo de ambas economías, su participación en el comercio mundial y su grado de apertura (como indicador de la vulnerabilidad ante perturbaciones exteriores). En estos apartados, el área de la UME se situará en una posición ligeramente más favorable que Estados Unidos, aunque las diferencias serán reducidas.<sup>1</sup>

En primer lugar, el conjunto de la UE representó, medido en dólares, en torno al 29% del PIB mundial en 1996, frente al 25%, aproximadamente,

---

<sup>1</sup> Bajo el supuesto de que la UME estará compuesta por los actuales quince Estados miembros de la UE. Inicialmente, el número de países participantes será inferior (ya que el Reino Unido, Suecia, Dinamarca y Grecia se mantendrán en principio al margen). Sin embargo, a largo plazo, cabe suponer que todos ellos se habrán incorporado a la moneda única.

de Estados Unidos (cuadro 2).<sup>2</sup> A medio plazo, el peso relativo de ambas áreas con relación al total mundial no debería experimentar variaciones importantes, puesto que la tasa de crecimiento del producto potencial no debería diferir significativamente entre las dos regiones. En segundo lugar, una vez excluidos los flujos comerciales intra-europeos, la participación de la UE y de Estados Unidos en las exportaciones mundiales de bienes y servicios alcanzó, en aquel período, el 15,2% y el 12,7%, respectivamente. Por último, el grado de apertura exterior de ambas áreas, medido por la participación de las exportaciones e importaciones de bienes y servicios en el PIB, fue, en ese año, asimismo, muy similar (19% en Estados Unidos frente al 18% en la UE) y, en todo caso, bastante reducido, por lo que ambas regiones son relativamente independientes de las restricciones exteriores, de forma que el riesgo de que sus políticas económicas se vean interferidas por perturbaciones exógenas es escaso.

Por último, las posiciones de la UE y Estados Unidos son claramente más divergentes en torno a dos últimos determinantes del papel de una moneda en el SMI. Por un lado, la posición exterior de Estados Unidos es fuertemente deudora, como resultado de la acumulación de voluminosos déficit por cuenta corriente desde comienzos de los años ochenta, mientras que la UE presenta superávit relativamente modestos por cuenta corriente y una reducida posición acreedora. En principio, a la hora de discutir los efectos del saldo exterior neto de un país sobre el papel internacional de su moneda, cabe pensar en dos argumentos antagónicos. Por una parte, una posición deudora excesiva tiende a minar la confianza en la fortaleza de la moneda y los incentivos de las autoridades a preservar su valor. Pero, por otra parte, se ha argumentado que, para que una moneda sea utilizada internacionalmente, es preciso que el país que la emite incurra en déficit exteriores para que pueda así suministrarla al exterior. Sin embargo, la validez de este segundo argumento es muy dudosa, al menos en el contexto actual, en el que los emisores no residentes de pasivos en una moneda dada pueden tener un peso muy relevante dentro del conjunto de emisores. Por consiguiente, en este apartado, la situación del euro es más favorable que la del dólar.

---

<sup>2</sup> Por su parte, el PIB de la UE-11 supuso, en ese mismo período, un 23% del total mundial.

Por otro lado, el desarrollo de los mercados financieros, en términos de su amplitud, liquidez y profundidad, constituye, posiblemente, uno de los elementos más esenciales -si no el que más-. Obviamente, entre los países desarrollados, el tamaño de un país -o área que comparte la misma moneda- y de sus mercados financieros estarán directamente relacionados (así como el tamaño de los mercados de activos denominados en la moneda del país o área y, por tanto, la presencia de esa divisa en el SMI). Sin embargo, la relación no es necesariamente tan inmediata, porque el grado de desarrollo de los mercados financieros es explicado también por el conjunto de factores institucionales -tales como el grado de regulación- que tienden a determinar aspectos tales como la liquidez y profundidad o la diversidad de instrumentos existentes.

En este terreno, Estados Unidos ocupa una posición mucho más ventajosa que la UE. La capitalización de los mercados de bonos (domésticos e internacionales) y acciones alcanzó, en 1995, los 17,9 miles de millones de dólares en Estados Unidos, frente a 12,5 miles de millones de dólares en la UE (cuadro 3). La diferencia es más holgada en el caso de los valores de renta variable y de renta fija pública que en el caso de la renta fija privada.

En suma, el menor desarrollo relativo de los mercados financieros europeos constituye el principal obstáculo para que el euro alcance un peso análogo al del dólar en el contexto del SMI en el largo plazo, una vez producidos los ajustes asociados a la introducción de la nueva moneda europea. En cuanto a la transición, resulta más problemática la utilización de algunos de los criterios enunciados para medir la magnitud del salto desde la importancia de las actuales monedas europeas hasta la que potencialmente alcanzará el euro. Por ejemplo, en el caso del criterio referido al PIB, no está claro qué países de la UE deben ser agregados para construir el punto de partida actual que sirva como término de comparación. Claramente, resultaría inadecuada la consideración del conjunto de países que formen parte de la UME, puesto que la escasa utilización de las monedas de buena parte de ellos en transacciones entre países invalida su consideración como monedas internacionales. En el otro extremo, la consideración exclusiva de Alemania y de su moneda como término de comparación resulta igualmente incorrecta, puesto que países

como Francia -o el Reino Unido que, previsiblemente, accederá a la UME transcurrido un cierto tiempo- debieran ser incluidos probablemente. Sin embargo, presenta la virtud de ofrecer una cota superior al tamaño del salto, que sería desde el 8% del PIB mundial (y el 9,1% del comercio mundial, incluido el comercio intra-UE) hasta el 29,1% anteriormente referido (el 15% en el caso del comercio, excluido, en este caso, el que tiene lugar dentro de la UE).

Como conclusión, los indicadores enumerados señalan que el euro debería desempeñar un papel más importante en el SMI que las monedas europeas constituyentes, hasta adquirir posiblemente, en un futuro, un papel de relevancia comparable al del dólar. Sin embargo, es improbable que -durante un plazo de tiempo relativamente prolongado- la supremacía de la moneda norteamericana sea desafiada por el euro, por dos motivos relacionados entre sí. En primer lugar, porque de la historia del SMI se desprende que lo más probable es que el proceso sea lento. Aunque existen ejemplos históricos de cambios de cierta rapidez en la importancia relativa de las principales monedas -por ejemplo, la caída en la utilización del dólar en los años setenta-, estos episodios fueron provocados en mayor medida por un deterioro en los resultados del país emisor de la moneda dominante que por los méritos de sus rivales. En segundo lugar, porque el atractivo del dólar descansa, en gran parte, sobre el tamaño, liquidez y profundidad de los mercados financieros de Estados Unidos. A pesar de que la propia introducción del euro y determinadas acciones institucionales tenderán a contribuir a corregir la desventaja relativa de los mercados financieros europeos (véase el anexo 1), no parece que tal corrección se vaya a producir muy rápidamente, debido, por ejemplo, a que la homogeneización de las prácticas entre los distintos mercados nacionales de deuda pública no será inmediata, en ausencia de un emisor central de tamaño comparable al Tesoro de Estados Unidos. La cuestión es, por tanto, en qué medida y a qué ritmo la creación de un área monetaria de tamaño comparable a Estados Unidos, supuesto que esté caracterizada por un rápido establecimiento de políticas económicas creíbles, compensará las ventajas para el dólar derivadas de la inercia y del grado de desarrollo alcanzado por sus mercados financieros.

Para precisar en mayor medida el orden de magnitud de los cambios

necesarios para que el euro alcance un peso análogo al del dólar en el SMI, resulta útil comparar el grado presente de utilización de la moneda norteamericana y de las actuales divisas europeas en cada uno de los diversos ámbitos en que está presente una moneda internacional (en la denominación del comercio internacional, en los mercados de divisas y en las carteras de los inversores privados y de los Bancos Centrales de las distintas áreas geográficas), así como evaluar las perspectivas futuras del euro en cada uno de ellos. Es importante notar que, en cualquiera de estos cuatro terrenos, la cuota de participación inicial del euro se verá reducida de forma súbita en relación con la correspondiente a las actuales monedas europeas a causa del mero cambio en la moneda de denominación.

#### **2.2.1. El uso del euro en la denominación del comercio mundial**

Según las estimaciones disponibles más recientes, aproximadamente la mitad de las exportaciones mundiales fueron denominadas en dólares en 1992, frente al 16% en el caso del marco alemán y al 15% en el conjunto de la libra esterlina, el franco francés y la lira italiana (cuadro 4).

A priori, cabe esperar que estas cuotas estén determinadas, en parte, por la participación de los distintos países en el comercio mundial, de manera que cada uno de ellos tienda a facturar una parte más o menos elevada de sus propias exportaciones en la moneda nacional. Por ello, es conveniente contrastar cómo afecta este hecho a los datos anteriores. Como se puede observar, la relación entre las cuotas de una moneda y del país que la emite dista de ser automática. Tampoco parece clara la existencia de economías de escala: no necesariamente es cierto que el uso de una moneda tienda a exceder el peso del país que la emite en el comercio mundial tanto más cuanto mayor sea este último. La gran excepción la constituye el dólar -con gran diferencia, la principal moneda de denominación del comercio-, cuyo uso supera al peso de Estados Unidos en el comercio mundial por un amplio margen. Por el contrario, las participaciones del conjunto de monedas de los países de la UME para los que existe información son análogas al peso de estas economías en el comercio internacional.

La relación imperfecta entre las cuotas de las monedas y de los países que las emiten induce a pensar en la existencia de factores explicativos adicionales. Un prerequisito para un empleo extenso de una moneda en la denominación del comercio internacional es la estabilidad relativa de precios en el país emisor. En el pasado reciente, Estados Unidos, Alemania y Japón han presentado resultados en materia de inflación acumulada relativamente equiparables, por lo que este factor debe tener poca incidencia a la hora de explicar sus pesos relativos como monedas de denominación del comercio.<sup>3</sup>

Un último conjunto de factores encierra probablemente un elevado poder explicativo, aunque su importancia relativa sea de difícil verificación. Entre ellos, se incluirían la composición del comercio exterior de cada país y las preferencias de los importadores y exportadores, a su vez dependientes de aspectos institucionales tales como la naturaleza del régimen de tipo de cambio, la disponibilidad de instrumentos para la cobertura del riesgo cambiario o el grado de regulación de los mercados.

De este modo, el uso relativamente poco difundido del yen en la denominación del comercio mundial podría explicarse por una combinación de algunos factores tales como la alta participación de las materias primas -generalmente denominadas en dólares- en las importaciones japonesas, el elevado grado de regulación comercial y financiera en ese país o los vínculos de las monedas de sus socios comerciales asiáticos con el dólar.

Con la constitución de la UME, la utilización relativa de las principales monedas debería verse alterada. En primer lugar, una parte significativa del comercio exterior actual de los países de la UE pasará a ser comercio interior en el área del euro. Puesto que estas operaciones deben estar, mayoritariamente, denominadas en las monedas de estos países, el efecto inicial será una menor utilización del euro como moneda de denominación del comercio internacional respecto al uso de las actuales monedas

---

<sup>3</sup> Para el período 1970-1997, la tasa media de variación del deflactor del PIB ha sido incluso mayor en Estados Unidos (5%) que en Alemania (3,7%) o Japón (4%). El diferencial de inflación entre las economías norteamericana y japonesa ha sido aún más elevado en los subperiodos más recientes.

europeas.<sup>4</sup> Es difícil evaluar las perspectivas del euro a más largo plazo, dado que, como se acaba de describir, el conocimiento acerca de los determinantes de la elección de las monedas de denominación del comercio internacional es escaso. No obstante, algunos de los factores determinantes enumerados apuntan (aunque de forma imprecisa) hacia una importancia creciente del euro. En primer lugar, aunque la correlación observada entre el tamaño del área económica que emite cada moneda y la utilización de esta última como moneda de denominación del comercio mundial sea tan imperfecta, la constitución de un área monetaria de tamaño comparable a Estados Unidos debería favorecer el desarrollo del euro en este ámbito. Así lo corroboraría la importancia de las exportaciones de la UE en las exportaciones mundiales totales (excluido el comercio intra-UE, esta área fue, como se ha indicado anteriormente, el principal exportador mundial en 1995). Además, el mandato del BCE de preservar la estabilidad de precios en el área de la UME constituye un punto de partida idóneo para el uso del euro en las relaciones comerciales internacionales. Sin embargo, el conjunto de factores restantes, cuya importancia y determinantes son difíciles de precisar, induce alguna incertidumbre acerca de la medida en que el tamaño de la UME o su cuota en el comercio mundial se reflejarán en el uso de su moneda en la denominación del comercio.

#### **2.2.2. El euro en los mercados de divisas**

Actualmente, el dólar es la moneda con un mayor volumen de negociación en los mercados cambiarios: en abril de 1995, intervino en un 83,3% del conjunto de transacciones realizadas en los mercados de contado, plazo y swaps (BIS, 1996). Las participaciones respectivas del yen y las monedas del SME alcanzaron, aproximadamente, el 24% y el 60%

---

<sup>4</sup> Obviamente, la reducción del comercio en monedas europeas/euros irá acompañada por una disminución, en la misma cuantía, del comercio mundial total. Por tanto, caerá la proporción del primero dentro del segundo. En alguna medida, este hecho se verá contrarrestado por la desaparición de la parte del comercio intra-UME que puede estar actualmente denominada en la moneda norteamericana.

(cuadro 5).<sup>5</sup> En los últimos años, la cuota de las monedas del SME ha tendido a expandirse, en cierta medida, a costa de la correspondiente a la moneda norteamericana. En buena medida, la primacía del dólar se explica por el papel desempeñado por la divisa norteamericana como vehículo en aquellas transacciones entre dos monedas con mercados estrechos.

Tras la implantación del euro, no resulta fácil estimar cuál será la participación de la nueva moneda en el conjunto de transacciones desarrolladas en los mercados cambiarios. Por un lado, la desaparición de las transacciones en las que las dos monedas intervenientes se encuentren entre las que hayan accedido a la UME determinará una reducción respecto a la cuota actual de las monedas del SME. En particular, el marco -presente en un 37% de las transacciones actuales- cumple funciones de vehículo en las operaciones entre monedas europeas. Por este motivo, una forma de aproximar las cuotas iniciales del dólar y del euro consiste en restar a las transacciones actuales en las que intervienen monedas del SME, las que tienen lugar entre dos de ellas. Hecha esta operación, las participaciones respectivas serían, al inicio de la UME, del 89,5% para el dólar y del 56,7% para el euro.<sup>6</sup>

Al margen de este impacto inicial, el eventual mayor peso del euro en la denominación del comercio y en los mercados financieros que el de las monedas nacionales a las que reemplaza augura un aumento gradual de las transacciones en la nueva moneda. Es altamente probable que las operaciones de dólares contra euros sean las más frecuentes. Además, el euro podría desempeñar un papel muy relevante como vehículo de las transacciones entre monedas de la UE que no accedan a la UME o entre monedas europeas de países no pertenecientes a la UE. Por último, también será relevante la evolución de la participación relativa del yen,

---

<sup>5</sup> Los porcentajes suman 200, puesto que, en toda transacción, hay dos monedas implicadas.

<sup>6</sup> La diferencia entre las cuotas iniciales de la moneda norteamericana y de la nueva moneda europea sería aún mayor, en la medida en que existan transacciones entre monedas de los países de la futura UME que tienen lugar a través del dólar.

que dependerá, en buena medida, del impulso que puedan recibir los mercados financieros japoneses como resultado de la aplicación de las propuestas existentes tendentes hacia su desregulación, posiblemente acelerada como consecuencia de la actual crisis.

### **2.2.3. El euro en los mercados financieros internacionales privados**

Para examinar la situación de partida de las principales monedas, sería preciso disponer de información detallada acerca de las emisiones realizadas en cada una de ellas por no residentes (independientemente de la nacionalidad del tenedor) y por residentes en el territorio nacional (y con tenedor extranjero) o en el extranjero. Sin embargo, la escasez de información disponible impide llevar a cabo el análisis en estos términos. Una posibilidad alternativa -de alcance más limitado- consiste en examinar las cuotas de las distintas monedas en el saldo vivo de emisiones internacionales de renta fija.<sup>7</sup>

En marzo de 1997 (FMI, 1997), aproximadamente un tercio del saldo vivo de activos internacionales de renta fija estaba denominado en monedas de la UE, frente al 40% en dólares y al 15% en yenes (cuadro 6). Entre las primeras, destacaba la cuota del marco alemán (aproximadamente, un 15%); algunas otras monedas potencialmente participantes en la tercera fase de la UME poseían asimismo cuotas de cierta consideración. Si, en lugar de los saldos, se consideran los flujos de nuevas emisiones referidos en este caso al total de financiación obtenida en 1995, la cuota del dólar fue superior (55% aproximadamente) y la de monedas europeas, inferior (cuadro 7).

Si se atiende a las cuotas en función de la nacionalidad del emisor, las participaciones respectivas de los países de la UE y de Estados Unidos

---

<sup>7</sup> Por emisiones internacionales de bonos se entienden las colocaciones públicas y privadas de eurobonos (aquellas emisiones colocadas simultáneamente en el mercado de, al menos, dos países y denominadas en una moneda que no es necesariamente ni la del prestamista ni la del prestatario) y bonos extranjeros (aquellas emisiones colocadas en el mercado de un único país, distinto del emisor).

fueron del 45,6 y 12,9%. La elevada participación de las emisiones de la UE inducen a pensar que, probablemente, una proporción elevada de ellas se lleve a cabo en otros países del área. En la medida en que estas consideraciones sean trasladables al ámbito de la UME, una parte de las emisiones en las monedas participantes dejarían de ser internacionales en sentido estricto tras la introducción del euro, por lo que -con las debidas cautelas motivadas por el alto grado de imprecisión de la información- la cuota de la nueva moneda sufriría también una reducción sustancial.

En la etapa posterior a la creación de la UME, existen argumentos que apuntan hacia un incremento de la participación del euro en las carteras privadas internacionales. En primer lugar, tanto la demanda como la oferta internacional de activos en euros tenderán a aumentar porque los mercados financieros del área de la UME estarán caracterizados por una mayor profundidad y eficiencia, un abanico de instrumentos financieros más amplio y una competencia más pronunciada, a causa de la propia fusión de los mercados y monedas nacionales. En segundo lugar, la existencia de un entorno macroeconómico estable derivado de las políticas económicas previsiblemente aplicadas en la UME favorecerá el atractivo del euro. En tercer lugar, es posible que la evolución de las políticas económicas en Estados Unidos pudiera contribuir asimismo en esta dirección. Si, en consonancia con las propuestas formuladas, el déficit público estructural fuera efectivamente eliminado -incluso con antelación a la fecha prevista del año 2002-, ello podría resultar, a priori, en niveles algo menores de tipos de interés y una cierta presión depreciadora sobre el dólar, que contribuyera a corregir el déficit por cuenta corriente de aquel país. Aunque este argumento es enormemente discutible y debe ser manejado con gran cautela, la oferta relativa de activos en dólares podría tender, de esta manera, a verse mermada.

Finalmente -en orden de exposición, pero no de importancia-, la inercia favorable al dólar ha comenzado a romperse ya en las últimas dos décadas, de forma que la participación de las monedas europeas en los mercados financieros internacionales ha tendido a aumentar a expensas de la moneda norteamericana, por lo que quizás siguiera haciéndolo aun en ausencia de la unión monetaria.

Un factor cuya incidencia tendrá un carácter más incierto está relacionado con la posibilidad de que el euro ofrezca menores posibilidades de diversificación que las monedas constituyentes. Puesto que el riesgo cambiario se verá anulado al adoptarse la moneda única, las rentabilidades en los países de la UME convergerán hasta reflejar exclusivamente el riesgo crediticio. Como resultado, las posibilidades de diversificación dentro de la UE serán menores y, por tanto, por este motivo, la demanda internacional de activos en euros ejercida por agentes no europeos sería inferior a la suma agregada de las demandas de activos en las monedas nacionales individuales, puesto que la diversificación tendrá que llevarse a cabo en otros mercados. En este sentido, la diversificación entre monedas europeas ha operado, en épocas precedentes, como una diversificación indirecta en el dólar, dada la correlación que han tendido a mostrar los movimientos de los tipos de cambio frente al marco de la moneda norteamericana y de algunas monedas de la periferia europea.

#### **2.2.4. El euro en las reservas oficiales**

En principio, la presencia del euro en las carteras privadas tendrá una mayor relevancia en la determinación del papel internacional de la nueva moneda que las reservas en poder de los bancos centrales, dado que el saldo de los activos de los tenedores privados es muy superior. No obstante, la relevancia de las decisiones adoptadas por los bancos centrales en relación con la composición de sus carteras trasciende su mera importancia cuantitativa, en la medida en que aquellas ejerzan alguna influencia sobre las decisiones de los agentes privados.

En la actualidad, el dólar permanece como la principal moneda de reserva del mundo, si bien su cuota ha ido menguando paulatinamente -sobre todo en los países industrializados- desde la ruptura de Bretton-Woods (cuadro 8). A finales de 1995, al menos un 16% de las reservas mundiales estaban denominadas en las monedas que se integrarán en el euro (de las que casi la totalidad corresponden al marco). Tras el inicio de la UME, no existirán en esta área, obviamente, reservas en euros, y las tendencias denominadas en las monedas de estos países con anterioridad al inicio de la tercera fase pasarán a ser activos en moneda

nacional; por tanto, si se considera este efecto aisladamente, la cuota inicial del euro como moneda de reserva será inferior a la del conjunto de monedas cuyos países emisores accedan a la tercera fase de la UME, mientras que la del dólar subiría por encima del 67% del total.

A más largo plazo, esta reducción de las reservas en euros (en relación con las actuales monedas de la UE) se compensará, en una cuantía difícil de precisar, por la demanda ejercida por terceros países, cuyas decisiones acerca de la composición de sus reservas estarán gobernadas principalmente por la naturaleza de su régimen cambiario (y, por tanto, por la elección de cada país acerca de la moneda de denominación de las intervenciones más idónea), pero también por su valoración acerca de la estabilidad del euro y por la combinación de rentabilidad y riesgo asociada al mismo.<sup>8</sup> En primer lugar, es previsible que los países de la UE que no accedan a la UME desde el inicio ejerzan una demanda elevada de reservas en euros. Este será el caso, al menos, de los países cuyas monedas pertenezcan al nuevo mecanismo de cambios. La demanda de euros por parte de estos países será tanto mayor cuanto más estrecha sea la vinculación con la nueva moneda y cuanto mayor sea el papel de las intervenciones en el mantenimiento de los acuerdos cambiarios. Sin embargo, conviene precisar, por un lado, el carácter temporal de este componente de la demanda de reservas en euros -puesto que, tarde o temprano, estos países terminarán por acceder al euro- y, por otro lado, las perspectivas de que el número de países en esta situación sea reducido.

En segundo lugar, es probable que el euro desempeñe un papel de "moneda ancla" en los regímenes cambiarios de los países inscritos en determinadas áreas geográficas ajenas al ámbito de la UE. En particular,

---

<sup>8</sup> En todo caso, la demanda de reservas en euros podría verse favorecida, con relación al marco en la actualidad, por la mayor disponibilidad de instrumentos en los cuales los Bancos Centrales puedan materializar sus tenencias denominadas en la nueva moneda. Mientras que la inversión en marcos debía hacerse, casi forzosamente, en depósitos bancarios, desde la escasez de deuda pública a corto plazo emitida por Alemania, en la UME, la demanda de reservas en euros podrá realizarse a través de los activos a corto plazo emitidos por los Tesoros de los demás países.

es previsible que las economías en transición del centro y el este de Europa adopten vínculos unilaterales frente al euro o frente a una cesta de monedas en la que el euro tenga un peso predominante. Este será probablemente también el caso de los países africanos cuya moneda está vinculada al franco francés en la actualidad.

Resulta más incierto el papel que desempeñará el euro en las carteras de activos exteriores de los bancos centrales del resto del mundo. En principio, es posible que, en la fase inicial, estos bancos centrales no incrementen sus tenencias de activos en euros en relación con sus tenencias actuales de monedas europeas. Los países en desarrollo poseían, en conjunto, aproximadamente la mitad de las reservas mundiales en 1995 (cuadro 9).<sup>9</sup> En ese periodo mantenían en torno al 60% de sus reservas en dólares y el 20% en monedas europeas, incluida la libra esterlina (cuadro 8). Tras la introducción del euro es probable que algunos países de este grupo no pertenecientes a las áreas geográficas mencionadas en el párrafo anterior tiendan a equilibrar ambas posiciones, en cuantía y ritmo difíciles de precisar. Sin embargo, es probable que las reservas de los países del sudeste asiático y de China -importantes por su cuantía, aunque no tanto en el primer caso tras la crisis- permanezcan denominadas en dólares en proporciones similares a las actuales durante un período de tiempo prolongado.<sup>10</sup>

En cuanto a los países desarrollados, Japón, cuyas reservas están denominadas casi exclusivamente en dólares, posiblemente diversificará una fracción de las mismas a euros. También cabría esperar que las autoridades de Estados Unidos, país que mantiene en la actualidad un nivel global de reservas bajo, desearan mantener unas tenencias de euros mayores que las actuales de monedas europeas, debido a su posible mayor interés por el comportamiento del tipo de cambio del dólar, tras la aparición de un competidor tan cualificado en el SMI.

---

<sup>9</sup> Es posible que esa proporción se haya reducido sustancialmente tras la reciente crisis de las economías asiáticas.

<sup>10</sup> Así parecen confirmarlo, en el caso de China, las declaraciones realizadas por sus autoridades.

Por último, es probable que la demanda global de reservas disminuya, a pesar del posible aumento de las mantenidas por algunas áreas como Estados Unidos (Masson y Turtelboom, 1997). La razón sería la reducción de la demanda en el área del euro en comparación con la etapa previa a la UME debido, en primer lugar, al menor grado de apertura del área (ya que, desde el punto de vista de cada uno de los países que la integran, sus transacciones con el resto deberían pasar a ser consideradas como interiores) y, en segundo lugar, a la desaparición de la demanda de reservas vinculada a la necesidad de intervenir en los mercados para defender los tipos de cambio intraeuropeos en el marco de los acuerdos cambiarios del SME.

Una parte de esta reducción en la demanda de reservas de los países de la UME recaerá sobre el dólar (moneda que ha desempeñado un papel importante en las intervenciones llevadas a cabo en el seno del mecanismo de cambios). Dada la alta proporción del dólar entre las reservas de los países de la UE (cuadro 10) y el elevado peso de las reservas mantenidas por estos países en el total mundial (cuadro 9), este factor contrarrestaría, hasta cierto punto, el impacto automático sobre las cuotas de las principales divisas en el total de reservas mundiales de la desaparición de las monedas sustituidas por el euro, a través de la transformación en activos en moneda nacional de las reservas denominadas en estas monedas.

A muy largo plazo, las recomposiciones de reservas previsibles apuntan en conjunto en la dirección tendente a reforzar la cuota del euro en el total y, por tanto, el papel internacional de esta moneda, aunque resulta notablemente difícil predecir el ritmo al que ello se producirá. Según algunas estimaciones (Bergsten, 1997), el aumento de la demanda de euros por parte de los Bancos Centrales en relación con las tenencias de las actuales monedas europeas ascendería, una vez realizados todos los ajustes, a una cuantía entre 100 y 300 miles de millones de dólares (notablemente inferior a la correspondiente a las carteras privadas, estimada en 700 miles de millones de dólares), y se produciría a expensas de la moneda norteamericana principalmente, pero también quizás del yen y el franco suizo. La demanda de la nueva moneda así generada tendería a apuntar, considerada como factor aislado hacia una apreciación de su

tipo de cambio -véase el apartado 3-.

### 3. EL COMPORTAMIENTO DEL TIPO DE CAMBIO DEL EURO

La discusión acerca del comportamiento probable del tipo de cambio de la futura moneda única frente a las principales divisas -en particular, el dólar- ha tendido a centrarse en su evolución tendencial en función del tamaño inicial de la unión monetaria. A este respecto conviene realizar dos puntualizaciones. Por un lado, mientras que la posible fortaleza o debilidad del euro -esto es, su tendencia a apreciarse o depreciarse en los mercados cambiarios- constituye efectivamente una faceta del comportamiento de la nueva moneda que resulta de interés estudiar, ha tendido a ignorarse otra de análoga relevancia: el grado previsible de volatilidad de su tipo de cambio frente a las principales monedas.

Por otro lado, está completamente injustificado vincular el futuro comportamiento del euro con la composición de la UME. De acuerdo con ciertas líneas de argumentación, se ha identificado el hecho de que la UME estará constituida por un número elevado de países con una futura debilidad del euro. La participación en la unión monetaria de países cuyos logros en materia de estabilidad nominal hasta converger con los países del denominado núcleo se han producido en la etapa más reciente daría lugar a políticas de demanda más laxas que se traducirían en mayores tasas de inflación para el conjunto del área y en una depreciación del tipo de cambio del euro. Sin embargo, esta argumentación es completamente errónea, toda vez que los Estados miembros que han accedido a la UME han alcanzado un grado similar de convergencia nominal y demostrado análogas convicciones antiinflacionistas, independientemente de que sus progresos se hayan producido en la etapa más reciente. Además, las garantías de independencia del BCE y su obligación estatutaria de velar por la estabilidad de precios no guardan relación alguna con la composición de la UME. Por estas razones, resulta injustificado y arbitrario asociar una UME amplia con un euro débil. Adicionalmente, las políticas económicas aplicadas en el área de la UME no serán el único factor determinante del grado de fortaleza del euro: las variaciones en la demanda y la oferta de instrumentos financieros denominados en las principales monedas pueden constituir un factor de tanta o mayor

importancia.

En relación con los dos aspectos citados del comportamiento cambiario del euro -nivel y volatilidad-, es conveniente distinguir dos fases diferenciadas: un período inicial, de duración incierta, a lo largo del cual el tipo de cambio del euro tenderá a ajustarse hacia su nivel de equilibrio, quizás en un contexto de volatilidad; y el largo plazo, cuando, una vez terminados los ajustes asociados a la creación de la nueva moneda, su comportamiento en los mercados cambiarios esté determinado por factores análogos a los que caracterizan a cualquier otra moneda ya establecida.

### **3.1. El nivel del tipo de cambio del euro**

#### **3.1.1. El período de transición**

Como se acaba de mencionar, la argumentación dominante acerca de la evolución del nivel del tipo de cambio del euro se ha centrado en las políticas económicas prevalecientes al inicio de la UME. No obstante, aunque en la etapa inicial sea asimismo muy relevante este factor (si bien no en el sentido erróneo de que su orientación vaya a estar ligada a la composición de la nueva área), los ajustes en las carteras de emisores y tenedores constituirán el elemento verdaderamente idiosincrásico determinante del comportamiento del tipo de cambio de la nueva moneda. Además, en este período, la evolución del tipo de cambio del euro estará sometida a algunas incertidumbres que emanan básicamente de dos fuentes. Por un lado, el nacimiento de la nueva moneda, al representar un cambio estructural de grandes proporciones, tendrá implicaciones sobre los tipos de cambio reales entre las principales monedas, cuyo sentido resulta difícil de prever. Por otro lado, el área de la UME estará caracterizada, al comienzo de su andadura, por la innovación histórica que supone el funcionamiento del nuevo marco institucional y, en particular, del BCE. Con posterioridad, una vez alcanzado el equilibrio tras los cambios iniciales, será la orientación de las políticas económicas, no solo en la UME, sino también en los principales países de la economía mundial, la que determine la evolución cambiaria del euro.

En todo caso, durante la fase de los ajustes, las recomposiciones de carteras y las políticas económicas aplicadas se condicionarán mutuamente con elevada probabilidad: en la medida en que las políticas económicas se orienten hacia la estabilidad de precios, será más rápido el establecimiento de la credibilidad del BCE, de forma que la confianza en la nueva moneda impulsará la demanda y la oferta de activos denominados en ella; de igual manera, los desplazamientos en las carteras de los agentes pueden interferir con las decisiones de política monetaria, al incidir sobre los plazos más largos de la curva de rendimientos de forma quizás no deseada por las autoridades.

La introducción del euro llevará aparejada previsiblemente un aumento tanto de la demanda como de la oferta de instrumentos financieros denominados en la nueva moneda -cuestión intimamente ligada a la relativa a la importancia del euro dentro del SMI-. Aunque el ritmo al que se producirá la recomposición de carteras resulta altamente incierto, es concebible que los inversores internacionales deseen mantener inmediatamente más activos denominados en euros, mientras que la oferta existente de tales activos podría ajustarse solo paulatinamente, por lo que no sería descartable, si se considerase este factor aisladamente, una tendencia a la fortaleza del tipo de cambio de la nueva moneda, cuyas proporciones estarían directamente relacionadas con el tamaño del exceso de demanda.<sup>11</sup>

Si los inversores tanto privados como públicos desearan equilibrar las participaciones en sus carteras del dólar y del euro -hipótesis que no resulta implausible a tenor de la discusión del comienzo de la sección 2-, los efectos sobre los tipos de cambio podrían ser muy sustanciales, incluso en el caso en que los ajustes se repartieran a lo largo de un amplio período de tiempo. Sin embargo, esta supuesta apreciación podría verse atemperada o incluso plenamente contrarrestada por un conjunto de factores, que incluyen la respuesta de los tipos de interés a tales desplazamientos, el propio aumento en la oferta de activos y las acciones de los tenedores oficiales para evitar desestabilizar los mercados (en

---

<sup>11</sup> Bergsten (1997) piensa que el exceso de demanda puede ser muy sustancial; McCauley (1997) se muestra más escéptico al respecto.

particular, el retraso en la diversificación de sus propias reservas).<sup>12</sup>

En primer lugar, la hipotética fase inicial de fortaleza del euro, en la que este pudiera verse temporalmente empujado por encima de su valor de equilibrio a largo plazo, podría ser transitoria, en la medida en que diera lugar a un déficit por cuenta corriente de los países del área de la UME y, por tanto a una mayor oferta de activos en euros que tendería a contrarrestar el exceso de demanda inicial (Alogoskoufis y Portes, 1997).<sup>13</sup> Sin embargo, el actual excedente de ahorro en la UE sugiere que la magnitud de la apreciación inicial debería ser considerable para llegar a generar tales efectos sobre el saldo exterior.

En segundo lugar, la introducción de la nueva moneda no se traducirá tan solo en una mayor preferencia de los inversores por los instrumentos denominados en euros (en comparación con los instrumentos denominados en las actuales monedas nacionales), sino también en un aumento de la oferta de estos activos por parte de los emisores privados, en la medida en que la integración de los mercados financieros europeos suponga una reducción del coste del endeudamiento, vía ganancias de eficiencia, que impulse a los prestatarios de la UME y del resto del mundo a emitir pasivos en la nueva moneda.

---

<sup>12</sup> Posiblemente, el mayor ejemplo reciente de brusca diversificación internacional de carteras fue el ocurrido en Japón después del levantamiento de los controles cambiarios a fines de los años ochenta. En aquella ocasión, las nuevas posibilidades que se abrían a los inversores japoneses se aliaron con una combinación de políticas económicas en Estados Unidos que generó tipos de interés reales muy elevados. El resultado fue, por un lado, un importante trasvase en las carteras de los tenedores japoneses hacia activos en dólares y, por otro lado, una apreciación del dólar en el periodo en torno al 25%. Sin embargo, este episodio no resulta comparable con los previsibles desplazamientos de carteras asociados al inicio de la UME porque en aquella ocasión no existieron factores que contrarrestaran tal evolución. En particular, el fenómeno no fue acompañado por cambios paralelos por el lado de la oferta. Además, la particular combinación de políticas económicas practicadas en Estados Unidos en aquella época será posiblemente muy diferente de la que caracterice a la UME tras la introducción del euro.

<sup>13</sup> Además, la mayor demanda inicial de activos en euros presionaría a la baja los tipos de interés reales, lo que tendería a frenar la apreciación de la moneda.

Finalmente, un factor adicional que podría influir en el comportamiento del tipo de cambio del euro sería el ajuste en las reservas de los BCNs de los países de la UE. Sin embargo, es incierto que las transacciones con reservas oficiales lleguen a ejercer una influencia determinante sobre la evolución cambiaria, dado el volumen global que alcanzarán previsiblemente las transacciones entre agentes privados en un marco de cambio estructural de estas proporciones.

Las políticas económicas que serán aplicadas previsiblemente al inicio de la UME -en particular, la política monetaria- apuntan en la dirección de que el euro sea una moneda con un alto grado de estabilidad nominal, lo que reforzará su atractivo para los inversores internacionales. Ello no excluye una posible fase, inmediatamente posterior al lanzamiento del euro, en la que una cierta incertidumbre opere como factor que tienda a limitar en alguna medida la confianza relativa de que goce el euro. Sin embargo, el BCE tratará de reducir con la mayor rapidez posible esa incertidumbre inicial. Es probable que los agentes perciban con prontitud que las políticas económicas aplicadas en el área estarán encaminadas a garantizar, de manera permanente, la estabilidad nominal.

La contribución a la fortaleza inicial del euro de las políticas fiscales practicadas por los Estados miembros resulta quizá algo más incierta. En principio, el escenario más probable apunta hacia una continuación del proceso de consolidación fiscal en curso, dada la experiencia adquirida en etapas recientes acerca de los efectos nocivos de la laxitud fiscal y los incentivos a la disciplina proporcionados por las reglas del Tratado de Unión Europea (TUE) y del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC). A corto plazo, si la gestión de la política fiscal se correspondiera con este escenario, de forma que los distintos gobiernos se limitaran a aprovechar el margen limitado que el PEC les concede para la ejecución de políticas fiscales contracíclicas -dada la renuncia a nivel nacional al uso de la política monetaria como instrumento de ajuste-, la presión a la baja generada sobre los tipos de interés tendería a moderar eventuales tensiones apreciadoras sobre la nueva moneda. Ahora bien, bajo el escenario alternativo -ciertamente mucho menos verosímil a priori- en el que se produjera un incumplimiento generalizado del PEC, la fortaleza relativa del euro tendería a verse reforzada, al menos inicialmente. El

resultado sería una combinación de políticas económicas análoga a la practicada por Estados Unidos en la primera mitad de la década de los ochenta: política monetaria rigurosa y políticas fiscales expansivas en parte como reacción a esa orientación monetaria restrictiva.

Por último, también serán relevantes las políticas económicas puestas en marcha por el resto del mundo -sobre todo, por Estados Unidos-. En particular, la solidez del euro frente al dólar se vería respaldada si -como parece que ocurrirá incluso con bastante antelación a la fecha prevista- las propuestas para la corrección del déficit norteamericano fueran llevadas a la práctica.<sup>14</sup>

En suma, el conjunto de argumentos anteriores (referidos tanto a las decisiones de los agentes de recomponer sus carteras como a las políticas económicas aplicadas) apunta más bien hacia una solidez relativa del euro en los mercados cambiarios en los años inmediatamente posteriores al inicio de la UME, aunque no existen razones para pensar que este escenario, si se mantuviera dentro de unos márgenes razonables de intensidad y duración, pudiese llegar a dañar gravemente la competitividad de las exportaciones europeas (véase al respecto la sección 5 y, en particular, el cuadro 12).

### 3.1.2. El largo plazo

Una vez que el reajuste inicial de carteras haya tenido lugar -probablemente a lo largo de un período prolongado- y que se haya desvelado por completo el comportamiento de las autoridades fiscales y monetarias de la UME, los elementos que dominarán el comportamiento del tipo de cambio del euro estarán más relacionados con las políticas económicas aplicadas tanto en el área de la UME como fuera de ella. En este sentido, el marco institucional de la UME aboga por un euro caracterizado por la estabilidad nominal.

---

<sup>14</sup> Ello no sería óbice para que, a más largo plazo, la corrección resultante en el desequilibrio por cuenta corriente favoreciera la fortaleza del dólar.

Por otro lado, el hipotético mantenimiento, en el largo plazo, de la dependencia de Estados Unidos respecto del ahorro exterior -dada su condición de principal deudor mundial y su déficit corriente crónico- podría reducir la fortaleza del dólar.

### **3.2. La volatilidad del tipo de cambio del euro**

Al inicio de la UME, tan complicado es vislumbrar cuál será el grado de volatilidad del tipo de cambio del euro frente a otras monedas como entrever la tendencia de los movimientos cambiarios. De hecho, es posible enumerar argumentos que apuntarian tanto a un aumento como a una reducción de la volatilidad en comparación con la registrada en la actualidad por las divisas europeas frente a terceras monedas. En la primera de estas direcciones, la intensidad de los desplazamientos de carteras -principalmente privadas- podria dar lugar a bruscas oscilaciones cambiarias.

Además, es concebible a priori que las autoridades monetarias de la UME pudieran conceder una menor atención a las fluctuaciones cambiarias de su moneda frente al dólar y al yen de lo que lo hacen en la actualidad los Bancos Centrales europeos, a causa de la desaparición de algunas de las razones por las que los países europeos han prestado atención a los movimientos cambiarios de sus monedas en los últimos años: su elevado grado de apertura exterior y el impacto del comportamiento del dólar (en particular, en fases de debilidad del mismo) sobre los tipos de cambio intraeuropeos.

En la dirección opuesta, existen también incentivos potenciales para que el BCE preste, al inicio de la UME, una cierta atención al comportamiento del tipo de cambio del euro frente al dólar. Es probable que la interpretación de los indicadores económicos presente, en un primer momento, limitaciones de cierta importancia y que el BCE no posea un conocimiento preciso acerca del funcionamiento de los mecanismos de transmisión de las decisiones de política monetaria. Estas incertidumbres supondrían, en principio, una motivación para que el BCE sea más sensible al valor del euro. Ello conllevaría una mayor disposición a

promover o participar en iniciativas tendentes a limitar la volatilidad cambiaria (aunque la responsabilidad a este respecto correspondería también al Consejo Ecofin -véase el apartado 4-).

Un determinante adicional del grado de volatilidad cambiaria en la fase más temprana de la UME será la permanencia inicial al margen de ella de varios países de la UE. La volatilidad del tipo de cambio del euro frente a las monedas de los países "out" podría tender a ser relativamente elevada, dado que, en primer lugar, las más importantes de ellas (de forma señalada, la libra esterlina) no ingresarán en el mecanismo cambiario que sustituya al actual del SME y, en segundo lugar, que las características de este último así lo favorecerán (ya que las bandas de fluctuación serán previsiblemente amplias y las intervenciones serán efectuadas de tal forma que no se ponga en riesgo el objetivo de estabilidad de precios del BCE y corresponderán además básicamente a los países que queden al margen de la UME). Una cuestión más difícil de responder es la relativa a la influencia del comportamiento de las monedas de la UE que han quedado al margen del euro sobre la volatilidad de su tipo de cambio frente al dólar.

A más largo plazo, puede argumentarse que, puesto que la economía de la UME tendrá una naturaleza más cerrada que la de cualquiera de los países que constituyen la UE en la actualidad, el tipo de cambio tenderá a desempeñar un papel más reducido como objetivo de la política económica, dada la menor incidencia de las oscilaciones cambiarias sobre la actividad y los precios (y las disposiciones del TUE, que enfatizan como prioridad el control de la inflación, frente a la estabilidad del tipo de cambio). El área del euro sería tan cerrada como Estados Unidos en el presente, por lo que posiblemente el BCE podría actuar, al igual que la Reserva Federal en la actualidad, con cierta despreocupación acerca del comportamiento del tipo de cambio, ya que el reducido grado de apertura se traduciría en un efecto limitado de un alza en el precio de las importaciones sobre el nivel de precios interiores, lo que permitiría a las autoridades monetarias europeas desentenderse del riesgo de inflación importada. Adicionalmente, las fluctuaciones de competitividad debidas a la volatilidad del tipo de cambio efectivo nominal del euro podrían ser ignoradas, dado su escaso efecto sobre el crecimiento.

Sin embargo, la mayor parte de las economías de la UE -en particular, algunas de las más abiertas- poseen monedas cuya volatilidad frente a las restantes monedas del área ha sido muy baja en épocas recientes, por lo que la volatilidad relevante, para comparar las situaciones anterior y posterior a la introducción del euro, es la registrada frente a las monedas de terceros países, de forma que el grado de apertura "relevante" no experimentaría modificaciones significativas.

Por otra parte, resulta discutible en qué medida el comercio exterior constituye un criterio adecuado para la medición de los incentivos de las autoridades a preocuparse por la volatilidad cambiaria, puesto que el proceso de globalización no se manifiesta exclusivamente en la intensificación de los intercambios comerciales, sino en la decisión de producir en distintos países y en la colocación por parte de los ahorradores de sus flujos financieros excedentarios en activos con diferente localización geográfica (y de manera análoga desde la óptica de los agentes deficitarios de recursos). Por este motivo, contrarrestar la volatilidad cambiaria podría convertirse, para un grado de apertura comercial dado, en un objetivo de política económica crecientemente más importante que en el pasado (de hecho, la apertura exterior de la UE y Estados Unidos no se ha intensificado significativamente en el tiempo y, por tanto, tampoco los flujos asociados a operaciones comerciales, pero sí los flujos de capitales, que han sufrido -y pueden continuar sufriendo- bruscas oscilaciones causadas por la volatilidad cambiaria).<sup>15</sup>

Un argumento más discutible que señalaría hacia una disminución de la volatilidad es la proposición según la cual cuanto mayor sea el tamaño de sus mercados financieros, menos expuesta estará una moneda a la volatilidad cambiaria (dado que los flujos tendrían un menor impacto sobre el stock). Esta afirmación olvida que, a corto plazo, la volatilidad debe ser atribuida, en gran medida, a movimientos de capital volubles, altamente dependientes entre si y de elevado volumen, de tal modo que las monedas de reserva internacionales están expuestas en mayor grado a fluctuaciones

---

<sup>15</sup> Estas consideraciones tendrían una especial relevancia desde el punto de vista de Estados Unidos -tal y como se discute en el epígrafe 4-, dada su posición externa deudora.

en las preferencias de los inversores. Como atestiguan los intensos movimientos del dólar en los años ochenta, el tamaño del área monetaria ofrece escasa protección frente a las perturbaciones en los mercados cambiarios.

### **3.3. El comportamiento cambiario y la reacción de las autoridades**

En esta sección, se discute la conveniencia de que las autoridades europeas trataran de contrarrestar los movimientos cambiarios tanto durante la transición como una vez terminados los ajustes.

Durante el período de transición, la magnitud, duración y distribución en el tiempo de los movimientos cambiarios son esencialmente impredecibles. En estas circunstancias, cualquier noción de tipo de cambio de equilibrio podría resultar particularmente confusa. Hay razones para esperar que la UME suponga una modificación de los tipos de cambio reales de equilibrio, aunque en un sentido difícil de prever, por lo que es improbable que el mantenimiento de la paridad de poder de compra sea una buena guía del rumbo que deberían tomar los tipos de cambio. Por este motivo, resulta altamente discutible hasta qué punto será deseable limitar, de forma indiscriminada, los movimientos cambiarios durante esta etapa, dada la inexistencia de orientaciones fiables acerca del nivel al que los tipos de cambio deberían tender. No obstante, estará más justificado tratar de contrarrestar dos tipos de fluctuaciones: en primer lugar, las que supongan depreciaciones excesivas, tanto por razones relativas a la reputación inicial de la moneda como por los riesgos inflacionistas que podrían acarrear (aunque estos sean relativamente reducidos, dada la naturaleza cerrada de la economía de la UE); y, en segundo lugar, las que respondan a un excesivo grado de volatilidad.

En el largo plazo, dado el papel que desempeñarán previsiblemente el dólar y el euro en el concierto del SMI, las implicaciones para la economía mundial de la existencia de desalineamientos prolongados y cuantiosos en el tipo de cambio bilateral entre ambas monedas podrían resultar profundamente negativas. Por ello, una vez producidos los reajustes transitorios, cuando la noción de tipo de cambio de equilibrio tenga un

mayor significado, probablemente sea razonable tratar de limitar los movimientos cambiarios.

#### **4. IMPLICACIONES INTERNACIONALES DE POLÍTICA ECONÓMICA**

En este apartado se analizan las repercusiones que la introducción del euro puede acarrear, por una parte, sobre las políticas económicas practicadas en Estados Unidos y, por otra, sobre la coordinación de políticas dentro del área de la UME y con los restantes bloques de la economía mundial.

##### **4.1. Repercusiones sobre la política económica de Estados Unidos**

La condición de Estados Unidos como principal deudor mundial podría implicar que la creación de la UME introdujera mayores restricciones sobre las políticas económicas aplicadas por este país. En primer lugar, la emergencia de una alternativa al dólar más atractiva que las actuales puede mermar la capacidad de Estados Unidos para financiar sus voluminosos déficit exteriores en el largo plazo. En la actualidad, el enorme nivel de los pasivos exteriores de Estados Unidos actúa ya como una cierta cortapisa a la autonomía de la política económica en este país. Tras la introducción del euro, esta situación podría acentuarse, de modo que los Estados Unidos se verían así forzados a adoptar políticas económicas más consistentes o a aceptar una mayor depreciación del dólar.

En segundo lugar, si la introducción del euro llevara aparejada una eventual mayor volatilidad cambiaria entre las principales monedas del SMI, la preocupación de Estados Unidos por el comportamiento del tipo de cambio del dólar podría verse acrecentada en la medida en que esa mayor volatilidad se tradujera en un encarecimiento de la financiación de su posición deudora externa. El mecanismo sería el siguiente: puesto que con una mayor volatilidad del tipo de cambio del dólar la renta y la riqueza de los prestamistas extranjeros serían asimismo más volátiles, estos exigirían tipos de interés nominales mayores, que, en definitiva, habrían de ser soportados por los prestatarios norteamericanos. Por tanto, frente a la

situación actual -en la que son los bancos centrales de países distintos de Estados Unidos los que se preocupan en mayor grado de la estabilidad cambiaria-, la UME proporcionará un incentivo a la Reserva Federal a encargarse de paliar las fluctuaciones del tipo de cambio del dólar.

#### **4.2. La coordinación internacional de políticas económicas tras la introducción del euro**

La creación de la UME supondrá la emergencia de un área económica con un poder de negociación y decisión muy superior, en el ámbito monetario, al de los países constituyentes. El modo en que este hecho incidirá sobre los mecanismos de coordinación internacional de políticas económicas es incierto.

En este terreno, dos son las principales cuestiones planteadas. En primer lugar, si la UME intensificará los incentivos a la coordinación de políticas y, en segundo lugar, si existen argumentos que induzcan a pensar que esta se verá simplificada en la práctica.

En relación con la primera cuestión, la deseabilidad de que la coordinación de políticas se intensifique estará influenciada en buena medida por los efectos cambiarios de la UME en términos de magnitud y frecuencia de los desalineamientos y de nivel de volatilidad. Si la inestabilidad cambiaria fuera mayor con relación al período previo a la UME, aumentarían los incentivos a intensificar la coordinación con el fin de limitar esa inestabilidad, desde el punto de vista tanto de Estados Unidos (por las razones que se acaban de explicar) como de la UME. En el caso de esta área, los incentivos tenderían a concentrarse en el período inicial tras la introducción del euro, dado que la incertidumbre en la ejecución de la política monetaria haría al BCE más receptivo a este tipo de iniciativas, al verse obligado a conferir un cierto peso a los movimientos cambiarios en la elaboración de su estrategia de política monetaria.<sup>16</sup>

---

<sup>16</sup> No obstante, como se ha discutido con anterioridad, en esta etapa será difícil poner en práctica cualquier iniciativa de coordinación, dada la incertidumbre acerca del nivel de los tipos de cambio reales de

En cuanto a la posibilidad de que la coordinación de políticas se vea simplificada, la reducción del número de autoridades monetarias autónomas apuntaría, a primera vista, en esta dirección. Sin embargo, un examen más cuidadoso conduce a un juicio menos benevolente. Por un lado, de la literatura sobre coordinación internacional de políticas económicas se desprenden dudas acerca de que una reducción en el número de agentes proporcione un mayor grado de coordinación. Por otro lado, la disminución de agentes no sería trasladable, en principio, a otras esferas de la política económica, dado el reparto de responsabilidades dispuesto en el TUE: mientras que la política monetaria será controlada por el BCE, la política fiscal será competencia, dentro de los límites impuestos por el PEC, de los gobiernos nacionales, y, por último, el Consejo Ecofin desempeñará un papel importante en la determinación de la política cambiaria.<sup>17</sup> Adicionalmente, las relaciones entre los países que accedan a la UME desde el comienzo y los que permanezcan fuera de ella al inicio afectarán potencialmente al grado de coordinación.

El mantenimiento de la soberanía nacional en el ámbito de las políticas fiscales y una cierta ambigüedad en el de la política cambiaria podrían dificultar la coordinación de políticas en foros como el G-7, al impedir que los Estados miembros de la UME adopten posturas comunes. Sin embargo, la coordinación de políticas fiscales se ha intensificado más allá de lo dispuesto en el Tratado a través de la adopción del PEC. De la misma forma, las responsabilidades en materia de política cambiaria han sido delimitadas con alguna mayor precisión por la Cumbre de Luxemburgo. La potestad asignada en el TUE al Consejo Ecofin de formular las orientaciones generales de política cambiaria se entiende restringida a

---

equilibrio.

<sup>17</sup> De acuerdo con el artículo 109 del TUE, es prerrogativa del Consejo Ecofin la formalización de acuerdos internacionales, para lo que se requiere unanimidad. Aunque el Ecofin deberá consultar al BCE, en caso de discrepancia entre ambas instituciones, prevalecería el criterio del Ecofin. El Ecofin adoptará además las orientaciones generales de la política cambiaria, aunque estas no podrán afectar al objetivo de estabilidad de precios y la ejecución de la política cambiaria corresponderá al BCE. La participación del área del euro en los foros internacionales exigirá, por tanto, una estrecha coordinación entre ambas instituciones.

circunstancias excepcionales (tales como un desalineamiento notorio de los tipos de cambio), y está, además, sometida a la inexistencia de interferencias con la independencia del SEBC y con su objetivo primario de mantenimiento de la estabilidad de precios.

## BIBLIOGRAFÍA

Alogoskoufis, G. y R. Portes (1997), "The euro, the dollar and the International Monetary System", en Masson, P., T. Krueger y B. Turtelboom (editores): "EMU and the International Monetary System".

Bank for International Settlements (1996), "Central bank survey of foreign exchange and derivatives market activity, 1995".

Bergsten, C. F. (1997), "The impact of the euro on exchange rates and international policy cooperation", en Masson, P., T. Krueger y B. Turtelboom (editores): "EMU and the International Monetary System", pp. 17-48.

Fondo Monetario Internacional (1997), "International Capital Markets: Developments, Prospects and Key Policy Issues".

Masson, P. y B. Turtelboom (1997), "Characteristics of the euro, the demand for reserves and policy coordination under EMU", Working Paper 97/58, Fondo Monetario Internacional.

Mc Cauley, R. (1997), "The euro and the dollar", Working Paper núm. 50, Bank for International Settlements.

Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (1996), "International Capital Markets Statistics, 1950-1995".

Prati, A. y G. Schinasi (1997), "European Monetary Union and international capital markets: structural implications and risks", Working Paper 97/62, Fondo Monetario Internacional.



## **ANEJO**

### **EL DESARROLLO POTENCIAL DE LOS MERCADOS FINANCIEROS EUROPEOS TRAS EL INICIO DE LA UME**

En principio, la aparición del euro debería operar como catalizador del desarrollo de los mercados financieros europeos, aunque la magnitud y rapidez con que estos cambios se produzcan estarán estrechamente ligadas a la evolución de aspectos tales como la homogeneización de prácticas en los distintos mercados nacionales, la regulación de la actividad de los agentes participantes y las preferencias de los inversores.

Potencialmente, la introducción del euro supone la creación del mercado financiero doméstico de mayores dimensiones del mundo. De acuerdo con los datos del FMI (cuadro 3, suma de las columnas (d) y (e)), el valor de mercado de los bonos, acciones y activos bancarios emitidos en los países de la UE ascendió, a finales de 1995, a 27 miles de millones de dólares (el 94% del PIB mundial), frente a 23 miles de millones en Estados Unidos y 16 miles de millones en Japón. Si la UME excluyera inicialmente al Reino Unido, Suecia, Dinamarca y Grecia (UE-11), el mercado del euro ascendería a 21 miles de millones de dólares.

Por tanto, el tamaño de los mercados domésticos de la UME será similar al de sus equivalentes de Estados Unidos. Sin embargo, la composición por instrumentos financieros es muy diferente en ambos casos. En comparación con Estados Unidos, los flujos desintermediados tienen un peso relativo inferior entre las fuentes de financiación de la economía, de forma que el sector privado no financiero de la UE tiende a financiarse de forma casi abrumadora a través del crédito bancario frente a la emisión de valores, mientras que el sector privado de Estados Unidos se financia en mucha mayor medida por esta última vía (véase el cuadro 11 para el sector de empresas no financieras en el período más reciente). Una posible razón explicativa de este fenómeno viene dada por la menor amplitud del abanico de instrumentos financieros de renta fija disponibles en Europa, debido a que el desarrollo de mercados grandes y líquidos en algunos segmentos se ha visto impedido por la combinación del menor tamaño de las economías

y la desconexión entre sí de los mercados privados de valores, de forma que, salvo las empresas de mayor tamaño, casi todos los prestatarios se financian a través de prestamistas locales.

Sin embargo, el tamaño de los mercados de capitales en euros no solo no se corresponderá inicialmente con el de los mercados financieros de la UE -debido a ese menor uso de la financiación a través de valores de renta fija- sino que, además, el uso en los mercados de capitales mundiales de las monedas europeas existentes en la actualidad tampoco se corresponde con el propio tamaño de los mercados de capitales europeos. A finales de marzo de 1997 (cuadro 4), el 34% del saldo vivo de bonos en los mercados internacionales de estos activos estaba denominado en monedas de la UE (incluido el ecu), mientras que el 46% de ese saldo se correspondía con emisores de la UE.

Por tanto, la participación de las monedas de la UE en la actividad en los mercados de capitales internacionales, aunque significativa, no solo no se corresponde con el tamaño de la economía de la UE sino tampoco con el tamaño relativo de sus mercados financieros domésticos.

En épocas recientes, ha aumentado la integración y liquidez de los mercados europeos de valores, como resultado de la desregulación financiera, el avance de la desintermediación y, de manera destacada, el aumento de la deuda pública, que proporcionó incentivos al desarrollo de mercados secundarios de valores públicos eficientes. La integración de los mercados ha sido impulsada además por la mayor movilidad del capital, junto con la convergencia de las políticas macroeconómicas. Como resultado, los mercados nacionales han tendido a entrelazarse más, lo que ha reducido los diferenciales y aumentado las correlaciones entre la rentabilidad de los mercados de bonos y acciones en los países de la UE.

La aplicación completa de la Directiva de Servicios de Inversión, que permitirá la culminación del mercado único de servicios financieros en la UE y, sobre todo, la introducción del euro, deben suponer un paso adicional en el desarrollo de los mercados de valores europeos por los siguientes motivos:

- (a) Se elimina un elemento muy volátil del riesgo (el riesgo cambiario) y se reducen los costes de transacción. Con ello aumentan las posibilidades de diversificación de cartera dentro del área de la UME.
- (b) Con la eliminación del riesgo cambiario, aumenta la importancia relativa de los restantes componentes del riesgo (crediticio, de liquidez, de liquidación), de forma que el riesgo crediticio se convertirá en el principal determinante de los diferenciales de rentabilidad entre instrumentos análogos. La persistencia de otros componentes de determinación del coste de la financiación (las diferencias entre países en cuanto a los procedimientos de compensación y liquidación, de emisión,...) proporcionará incentivos a mejorar esos procedimientos, con el fin de atraer a los oferentes de financiación. En unión de la eliminación del riesgo cambiario, este proceso competitivo tenderá a eliminar la segmentación de los mercados europeos y a aumentar su liquidez y profundidad.
- (c) El progreso tecnológico tenderá a acelerar la integración de los mercados de valores europeos (de forma que la localización de la negociación y de la liquidación y compensación tenderá a hacerse irrelevante) y a impulsar el proceso de desintermediación, dada la reducción de los costes de transacción resultante.
- (d) La eventual consolidación fiscal inducida por el PEC tendería a hacer aumentar el peso relativo de los valores privados frente a los públicos.
- (e) Las reglas que limitan la exposición de los intermediarios financieros al riesgo cambiario dejarán de ser aplicables a las posiciones intraeuropeas.
- (f) La mayor demanda de instrumentos financieros de renta fija a largo plazo ejercida por inversores institucionales complementarios del sistema público de pensiones debería contribuir al desarrollo de los mercados de renta fija europeos y a la reducción del peso de los intermediarios en la financiación de la economía.

Las transformaciones más importantes que se operarán en los principales mercados financieros serán las siguientes:

### **1. Mercados de deuda pública**

La introducción del euro repercutirá en una reducción del coste de emisión e inversión en valores públicos, dada la eliminación del riesgo cambiario en las operaciones entre países europeos y la reducción de los costes de transacción. La desaparición del riesgo cambiario para los inversores europeos hará que los diferenciales de rentabilidad tiendan a reflejar exclusivamente el riesgo crediticio asociado a cada emisor.

Tanto la oferta como la demanda se verán influidas por los incentivos para la armonización de las prácticas de mercado (técnicas de subasta, calendarios de emisión, rango de vencimientos) hacia las prácticas más transparentes y menos costosas tanto para los emisores como para los tenedores. La segmentación de los mercados debería disminuir, puesto que los inversores tenderán a adquirir los valores emitidos por aquellos países cuya combinación de riesgo y rentabilidad sea más acorde con sus preferencias. Los gobiernos emisores deberán dejar de considerar como garantizada la base de tenedores nacional y tendrán que dirigirse a una base de inversores más amplia.

### **2. Mercados de renta fija privada**

Los mercados de deuda privada deberían verse impulsados por la probable reducción del coste de la financiación desintermediada ligado a eventuales ganancias de eficiencia, de forma que el inicio de la UME supondría, junto con la redenominación en euros de los pasivos denominados en las monedas nacionales, un aumento de la preferencia de los emisores internacionales por el endeudamiento en euros frente a las actuales monedas nacionales.

Sin embargo, es improbable que el desarrollo del mercado europeo de deuda privada ocurra rápidamente, debido a la persistencia de algunos impedimentos, entre los que destaca la estrechez de la base de inversores institucionales, necesaria en este tipo de valores.

### **3. Mercados de acciones**

La introducción del euro acelerará probablemente el proceso de competencia e innovación tecnológica registrado en estos mercados en épocas recientes. Es posible que emerja un nuevo mercado a escala del conjunto de la UME, donde se negocien los valores más líquidos, mientras que los mercados nacionales se especializarían en la negociación de empresas de menor capitalización.

### **4. Mercados de derivados**

Determinados contratos de los mercados de derivados desaparecerán o se consolidarán en uno solo con la introducción del euro -en particular, aquellos contratos sobre tipos de interés y tipos de cambio de las monedas de la UME-. Es probable que la negociación de los contratos de derivados sobre tipos de interés subsistentes se concentre en alguno de los tres mayores mercados europeos (Londres, Frankfurt y París). En particular, el primero y el último están más especializados en ese tipo de contratos. La posición dominante del mercado de Londres podría no verse dañada por la exclusión inicial del Reino Unido de la UME si, como parece probable, su acceso al TARGET y a la liquidez intradía no se ve finalmente limitado.

También los derivados sobre los tipos de cambio de las monedas de la UME desaparecerán. Este efecto es tanto más relevante por cuanto el área de la UME será amplia, puesto que los volúmenes de contratos entre las monedas del núcleo central son mucho más reducidos que entre monedas del núcleo y la periferia. Por otro lado, si la UME hace aumentar los flujos de capitales al área del euro, la demanda de contratos de derivados entre el euro, de una parte, y el dólar y el yen, de otra, aumentará.

Por último, es difícil prever si, en el mercado de futuros sobre bonos, existirá demanda de contratos para cada bono nacional o si surgirá un contrato genérico.

Cuadro 1

**FACTORES DETERMINANTES DE LA UTILIZACIÓN  
INTERNACIONAL DE UNA MONEDA**

	UE	EEUU
Ausencia de controles de cambios	Cumplimiento previsible	
Mantenimiento de la estabilidad nominal	Cumplimiento previsible	
Tamaño de la economía (con relación al total mundial)	29%	25%
Participación en el comercio mundial	15%	13%
Grado de apertura al exterior	17%	19%
Posición financiera frente al resto del mundo	Acreedora	Deudora (más desfavorable para el dólar)
Grado de desarrollo de los mercados financieros		Mucho mayor (más favorable para el dólar)

Fuentes: FMI, Eurostat y elaboración propia.

Cuadro 2

**INDICADORES DE LA IMPORTANCIA DE LAS PRINCIPALES MONEDAS  
EN EL FUTURO SMI**

**(a) PIB (% sobre el total mundial)**

	media 1979-88	1990	1996
Estados Unidos	26,8	24,4	24,6
UE-15	26,0	29,4	29,1
UE-11 <sup>(1)</sup>	20,2	23,1	23,3
Alemania	6,6	6,7	8,0
Japón	11,4	13,3	15,5

Fuentes: FMI (World Economic Outlook y Estadísticas Financieras Internacionales) y Comisión Europea.

**b) Participación en el comercio mundial (% sobre el total de exportaciones mundiales)**

	media 1979-88	1990	1996
Estados Unidos	12,2	12,8	12,7
UE-15 <sup>(2)</sup>	17,2	16,4	15,2
Alemania	9,7	10,7	9,1
Japón	7,6	7,4	7,7

Fuentes: FMI (World Economic Outlook y Estadísticas Financieras Internacionales) y Comisión Europea.

**c) Grado de apertura exterior (participación de la suma de exportaciones e importaciones en el PIB)**

	media 1979-88	1990	1996
Estados Unidos	15,0	16,0	19,0
UE-15 <sup>(1)</sup>	19,2	16,0	18,0
Alemania	48,9	49,1	41,4
Japón	21,3	17,4	17,6

Fuente: Eurostat.

<sup>(1)</sup> UE-15, salvo Reino Unido, Suecia, Dinamarca y Grecia.

<sup>(2)</sup> Excluido el comercio intra-UE.

Cuadro 3

**INDICADORES DEL TAMAÑO DE LOS MERCADOS FINANCIEROS (1995)**  
 (miles de millones de dólares)

	PIB	Reservas (excepto oro)	(a) Capitalización mercados renta variable	Valores de renta fija <sup>(2)</sup>		(d) Activos bancarios	(a)+(b)+(c) Total) renta fija y renta variable	Mercados de renta variable y renta fija y activos bancarios (en % del PIB)
				(b) Públicos	(c) Privados			
UE-15	8.427,6	376,3	3.778,5	4.809,9	3.863,5	14.818,0	12.451,9	323,6
UE-11 <sup>(1)</sup>	6.804,9	284,5	2.119,4	3.903,8	3.088,6	11.971,6	9.111,8	309,9
Estados Unidos	7.253,8	74,8	6.857,6	6.728,4	4.322,6	5.000,0	17.908,6	315,8
Japón	5.134,3	183,3	3.667,3	3.447,7	1.877,1	7.382,2	8.992,1	318,9

Fuente: FMI (International Capital Markets, 1997).

- (1) UE, excluidos Dinamarca, Grecia, Suecia y el Reino Unido.  
 (2) Valores de renta fija (domésticos e internacionales) según la nacionalidad del emisor.

Cuadro 4

**PARTICIPACIÓN DE LAS PRINCIPALES MONEDAS EN  
LA DENOMINACIÓN DEL COMERCIO INTERNACIONAL (%)**

	1980		1992	
	Participación en las exportaciones mundiales		Participación en las exportaciones mundiales	
	denominadas en realizadas por el país emisor de	realizadas por el país emisor de	denominadas en realizadas por el país emisor de	realizadas por el país emisor de
Dólar USA	56	11,9	48	11,9
Marco alemán	14	10,4	16	11,3
Libra esterlina		6,2		5,1
Franco francés	▷ 15	6,2	▷ 15	6,3
Lira italiana		4,2		4,7
Florín holandés	2	4,0	2	3,3
Yen japonés	2	7,0	5	9,1
Otras	11		14	

Fuentes: Direction of Trade Statistics (Fondo Monetario Internacional) y Mc Cauley (1997).

Cuadro 5

**PARTICIPACIÓN DE LAS PRINCIPALES MONEDAS EN  
LOS MERCADOS DE DIVISAS  
(en porcentaje del total)**

	Abril 1989	Abril 1992	Abril 1995
Dólar USA	90	82	83
Yen japonés	27	23	24
Franco suizo	10	9	7
Monedas del SME	48	70	70
Marco alemán	27	40	37
Libra esterlina	15	14	10
Franco francés	2	4	8
Ecu	1	3	2
Otras monedas del SME	3	9	13
Otras monedas	25	16	16

Fuente: BIS (1996).

Nota: La suma para todas las monedas es 200, porque en cualquier transacción intervienen dos de ellas.

Cuadro 6

**SALDO VIVO DE VALORES INTERNACIONALES DE RENTA FIJA:  
DESGLOSE SEGÚN MONEDAS Y PAÍSES  
(en % sobre el total, marzo de 1997)**

<b>POR MONEDAS</b>	
Dólar USA	40,2
Yen japonés	15,4
Monedas de la UE (incluido el ecu)	34,2
Otros	10,2
<b>POR PAÍSES</b>	
Estados Unidos	12,9
Japón	10,6
Paises de la UE	45,6
Otros	30,9
Pro memoria	
Saldo vivo total (en miles de millones de dólares)	3.240,7

Fuente: FMI (International Capital Markets, 1997).

Cuadro 7

**FINANCIACIÓN OBTENIDA EN LOS MERCADOS INTERNACIONALES (FLUJOS):  
DESGLOSE POR PAÍS EMISOR DEL PASIVO Y MONEDA DE EMISIÓN<sup>(1)</sup>**  
(porcentajes sobre el total)

	1970		1985		1995	
	Emisor	Moneda	Emisor	Moneda	Emisor	Moneda
<b>Paises de la OCDE</b>	74,6	100	82,1	99,5	88,0	99,7
Estados Unidos/dólar	16,0	63,1	25,7	66,8	32,3	56,2
Japón/yen	2,1	3,8	8,4	7,1	4,7	10,0
Países/monedas de la UE	28,8	27,8	30,2	14,1	40,4	28,6
Alemania/marco	2,2	17,3	1,3	4,7	10,6	10,7
Reino Unido/libra	4,5	0,2	8,1	3,5	7,4	6,4
Francia/franco	4,5	0,4	5,9	0,6	4,4	2,3
Italia/lira	7,5	--	3,6	0,1	3,2	1,7
España/peseta	0,5	--	1,0	--	2,1	0,5
Resto <sup>(2)</sup>	9,6	9,9	10,5	5,2	12,7	7,1
Otros países OCDE	22,8	5,4	13,0	9,4	6,9	4,9
Org. internacionales <sup>(3)</sup>	3,5	--	3,0	--	2,1	--
No clasificados	1,3	--	1,8	--	1,5	--
<b>Paises en desarrollo<sup>(4)</sup></b>	25,4	--	17,9	0,5	12,0	0,3
<b>Promemoria</b> (miles de millones de dólares)						
Total	5752,8	5752,8	259766,8	259766,8	832242,8	832243,0
Total países desarrollados	4292,5	5752,8	213321,7	258350,5	732169,1	829569,8
Total países en desarrollo	1460,3	--	46445,2	1416,2	100073,7	2673,2

Fuentes: OCDE (International Capital Markets Statistics, 1950-1995) y elaboración propia.

- (1) Incluye las siguientes fuentes de financiación: emisiones internacionales de bonos (eurobonos y bonos), préstamos sindicados y otros instrumentos de deuda (por ejemplo, pagarés de empresa).
- (2) Entre las monedas se incluyen la Unidad Europea de Cuenta y el ecu.
- (3) Incluye Comunidad Europea del Carbón y del Acero, Banco Europeo de Inversiones, Unión Europea, Euratom, Banco Nómico de Inversiones y Consejo de Europa.
- (4) Incluye organismos internacionales de ayuda al desarrollo: Banco de Desarrollo Africano, Banco de Desarrollo Asiático, Banco Centroamericano para la Integración Económica, Banco Mundial y Banco Interamericano de Desarrollo.

Cuadro 8

**COMPOSICIÓN DE LAS RESERVAS CAMBIARIAS  
POR MONEDAS DE DENOMINACIÓN**  
(a fin de año)

	1977	1987	1995
<b>TODOS LOS PAÍSES</b>			
Dólar USA	80,3	70,2	62,9
Monedas futura UME <sup>(1)</sup>			
Marco alemán	9,3	13,4	13,7
Franco francés	1,3	0,8	1,8
Florín holandés	0,9	1,2	0,4
Libra esterlina	1,8	2,2	3,4
Yen japonés	2,5	7,0	7,1
Franco suizo	2,3	1,8	0,9
Otras monedas o monedas no especificadas	1,6	3,4	9,7
<b>PAÍSES INDUSTRIALIZADOS</b>			
Dólar USA	89,4	74,7	65,1
Monedas futura UME <sup>(1)</sup>			
Marco alemán	5,5	14,1	15,7
Franco francés	0,3	0,3	2,1
Florín holandés	0,6	1,1	0,2
Libra esterlina	0,9	1,0	2,1
Yen japonés	1,8	6,3	6,9
Franco suizo	0,8	1,5	0,1
Otras monedas o monedas no especificadas	0,7	1,0	7,8
<b>PAÍSES EN DESARROLLO</b>			
Dólar USA	70,9	59,1	60,5
Monedas de la UE <sup>(1)</sup>			
Marco alemán	13,3	11,5	11,4
Franco francés	2,3	2,0	1,5
Florín holandés	1,2	1,3	0,8
Libra esterlina	2,8	5,4	4,9
Yen japonés	3,2	8,6	7,3
Franco suizo	3,9	2,7	1,8
Otras monedas o monedas no especificadas	2,5	9,5	11,8

Fuente: FMI (Informe anual, 1986 y 1996).

(1) Incluye exclusivamente las listadas a continuación.

Cuadro 9

**COMPOSICIÓN DE LAS RESERVAS CAMBIARIAS  
POR PAÍSES TENEDORES**  
(final de 1995)

PAÍSES INDUSTRIALIZADOS		49,4
Estados Unidos		3,7
Japón		13,0
UE		26,4
Otros		6,4
PAÍSES EN DESARROLLO		50,6
Asia		27,8
América Central y del Sur		9,4
Otros		13,4
Pro memoria:		
Total (en miles de millones de dólares)		1.326,9

Fuentes: Masson y Turtelboom (1997), "Characteristics of the euro, the demand for reserves and policy coordination under EMU", WP/97/58, FMI, y elaboración propia.

Cuadro 10

**TENENCIAS DE RESERVAS EN LOS PAÍSES DE LA UE**  
**(porcentajes sobre el total, fin de 1995)**

	Tenencias declaradas (1)	Tenencias tras la eliminación de las monedas de la UE
Dólar USA	58,0	83,7
Yen japonés	6,1	8,7
Franco suizo	0,3	0,4
Monedas de la UE	30,7	--
Marco alemán	23,3	--
Franco francés	4,0	--
Libra esterlina	3,1	--
Florin holandés	0,3	--
No especificada	5,0	7,2
Pro memoria:		
Reservas totales (miles de millones de dólares)	295,5	204,7

Fuentes: Masson y Turtelboom (1997), op. cit., y elaboración propia.

(1) Tras la conversión de los ecus en dólares y oro.

Cuadro 11

**FINANCIACIÓN OBTENIDA EN LOS MERCADOS DE CAPITALES  
POR LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS  
EN ALGUNOS PAÍSES, 1990-1995**  
(en porcentaje del total)

	Renta fija	Renta variable	Otros <sup>(1)</sup>
Paises de la UE			
España	1,7	29,3	69,0
Italia	-0,7	25,5	75,1
Paises Bajos	1,2	42,4	56,7
Suecia	-0,9	33,7	67,1
Estados Unidos	50,9	13,2	35,8
Japón	5,5	11,4	83,1

Fuente: FMI (International Capital Markets, 1997).

(1) Capítulo residual que incluye la financiación bancaria.

## DOCUMENTOS DE TRABAJO (1)

- 9801 **Ángel Estrada, Pilar García Perea, Alberto Urtasun y Jesús Briones:** Indicadores de precios, costes y márgenes en las diversas ramas productivas.
- 9802 **Pilar Álvarez Canal:** Evolución de la banca extranjera en el período 1992-1996.
- 9803 **Ángel Estrada y Alberto Urtasun:** Cuantificación de expectativas a partir de las encuestas de opinión.
- 9804 **Soyoung Kim:** Monetary Policy Rules and Business Cycles.
- 9805 **Víctor Gómez and Agustín Maravall:** Guide for using the programs TRAMO and SEATS.
- 9806 **Javier Andrés, Ignacio Hernando and J. David López-Salido:** Disinflation, output and unemployment: the case of Spain.
- 9807 **Olympia Bover, Pilar García-Perea and Pedro Portugal:** A comparative study of the Portuguese and Spanish labour markets.
- 9808 **Víctor Gómez and Agustín Maravall:** Automatic modeling methods for univariate series.
- 9809 **Víctor Gómez and Agustín Maravall:** Seasonal adjustment and signal extraction in economic time series.
- 9810 **Pablo Hernández de Cos e Ignacio Hernando:** El crédito comercial en las empresas manufactureras españolas.
- 9811 **Soyoung Kim:** Identifying European Monetary Policy Interactions: French and Spanish System with German Variables.
- 9812 **Juan Ayuso, Roberto Blanco y Alicia Sanchís:** Una clasificación por riesgo de los fondos de inversión españoles.
- 9813 **José Viñals:** The retreat of inflation and the making of monetary policy: where do we stand?
- 9814 **Juan Ayuso, Graciela L. Kaminsky and David López-Salido:** A switching-regime model for the Spanish inflation: 1962-1997.
- 9815 **Roberto Blanco:** Transmisión de información y volatilidad entre el mercado de futuros sobre el índice Ibex 35 y el mercado al contado.
- 9816 **M.ª Cruz Manzano e Isabel Sánchez:** Indicadores de expectativas sobre los tipos de interés a corto plazo. La información contenida en el mercado de opciones.
- 9817 **Alberto Cabrero, José Luis Escrivá, Emilio Muñoz and Juan Peñalosa:** The controllability of a monetary aggregate in EMU.
- 9818 **José M. González Minguez y Javier Santillán Fraile:** El papel del euro en el Sistema Monetario Internacional.

(1) Los Documentos de Trabajo anteriores figuran en el catálogo de publicaciones del Banco de España.

**Información:** Banco de España  
Sección de Publicaciones. Negociado de Distribución y Gestión  
Teléfono: 91 338 5180  
Alcalá, 50. 28014 Madrid