

---

# El papel del euro en el Sistema Monetario Internacional y sus implicaciones para España

*Este artículo ha sido elaborado por José M. González Mínguez y Javier Santillán, del Servicio de Estudios (1).*

## 1. INTRODUCCIÓN

La creación de la Unión Monetaria Europea (UME) y la introducción del euro constituyen un acontecimiento histórico que, sin duda, tendrá repercusiones de primera magnitud para el orden económico mundial. A pesar de ello, el estudio de sus implicaciones ha adoptado una perspectiva básicamente regional, al ocuparse sobre todo de los efectos de la Unión Monetaria para los propios países integrantes del área. De ahí que este trabajo se centre en examinar el impacto potencial de la aparición del euro sobre el Sistema Monetario Internacional (SMI). El enfoque es fundamentalmente global, aunque también se recogen algunas implicaciones para España.

Idealmente, las características del SMI deben responder al cumplimiento de determinados objetivos: desde un punto de vista microeconómico, el sistema debe permitir realizar cualquier tipo de transacciones y financiar toda clase de operaciones de endeudamiento del modo más eficiente posible; y, desde un punto de vista macroeconómico, debe proporcionar incentivos para que los distintos países adopten políticas económicas adecuadas y consistentes entre sí. En la práctica, la configuración concreta vigente en cada momento es, en gran medida, deudora de condicionantes históricos. De este modo, el sistema actual es heredero de la ruptura abrupta, a comienzos de los años setenta, del que surgió a partir de Bretton-Woods. De él se ha mantenido, aunque de forma no explícita, el papel preponderante del dólar. Por lo demás, el presente SMI se caracteriza por su extremada flexibilidad, manifestada en sus principales elementos constituyentes: el régimen cambiario de flotación generalizada —que permite, no obstante, la existencia de acuerdos bilaterales o multilaterales que definan regímenes alternativos—; la libre elección de la cuantía y composición de los activos de reserva; y la ausencia de mecanismos centralizados y automáticos de coordinación de políticas económicas a nivel supranacional. Aunque se ha argumentado que existen mecanismos implícitos que incentivan una combinación adecuada entre coordinación y autonomía de las políticas económicas, los desalineamientos entre las principales monedas han sido relativamente frecuentes, intensos y prolongados.

---

(1) El artículo es un resumen del Documento de Trabajo del Servicio de Estudios con el mismo título, de próxima publicación.

En sí mismo, el surgimiento del euro no comportará probablemente una modificación radical respecto al régimen actualmente vigente, en la medida en que cabe esperar que no se vean alteradas de manera esencial las características fundamentales que se acaban de describir, salvo en lo tocante a la fijación definitiva de paridades entre un conjunto de monedas que compartían ya un régimen de tipos de cambio semifijos y a una posible modificación de los mecanismos actuales de coordinación de políticas —aunque en un sentido difícil de precisar—. Además, previsiblemente 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 y a las modificaciones en el uso relativo de cada moneda en operaciones comerciales internacionales, cambios todos ellos tendentes a reflejar más fielmente el peso relativo de cada país o grupo de países en el contexto mundial. La cuestión del papel que el euro podría desempeñar en el SMI, tanto inmediatamente después de su implantación como a más largo plazo —una vez se hayan producido los ajustes causados por su aparición—, es abordada en la segunda sección del trabajo. El apartado 3 se ocupa de la evolución previsible del tipo de cambio de la nueva moneda frente a las principales divisas mundiales, tanto en términos de su comportamiento tendencial como del grado de volatilidad. La sección 4 recoge algunas repercusiones para las políticas económicas de los principales bloques mundiales, derivadas del nacimiento del euro. Finalmente, se esbozan algunas implicaciones para la economía española de las consideraciones desarrolladas en los apartados precedentes (sección 5).

## 2. LA UTILIZACIÓN DEL EURO EN EL SISTEMA MONETARIO INTERNACIONAL

La aparición del euro comporta el mayor desafío, hasta la fecha, a la supremacía adquirida por el dólar tras la posguerra en el contexto del SMI. Probablemente, el lento declive que la moneda norteamericana inició tras la quiebra de Bretton-Woods se vea gradualmente acelerado, de modo que comience un proceso cuyo punto final a largo plazo estaría representado por un sistema de naturaleza bipolar, en el que el dólar y el euro desempeñarían papeles de relevancia comparable. Esta tesis está respaldada por el examen de un conjunto de factores [Bergsten (1997)] que, aunque de forma imperfecta, contribuyen a explicar el grado de utilización internacional de una moneda (cuadro 1). Los dos primeros (la ausencia de controles cambiarios en la economía que la emite y su estabilidad nominal) tienen más bien la natura-

leza de prerequisites que una moneda debe cumplir para acceder a una utilización internacional amplia; con elevada probabilidad, ambos serán satisfechos en igual medida tanto por el dólar como por el euro. Además, la relevancia del papel de la nueva moneda europea en el futuro SMI estaría avalada, a muy largo plazo, por el peso equiparable de Estados Unidos y de la UME dentro de la economía y el comercio mundiales, así como por su similar grado de apertura al exterior. Otros factores hacen más complejo precisar con exactitud la importancia relativa que una y otra moneda alcanzarán en el SMI. En primer lugar, la posición exterior fuertemente deudora de Estados Unidos podría operar en contra de la demanda de dólares en el largo plazo, en la medida en que tendiera, en caso de mantenerse, a minar la confianza en la fortaleza de esta moneda y los incentivos de las autoridades a preservar su valor (2). En sentido opuesto, la segmentación y el reducido tamaño comparativo de los mercados financieros europeos (frente a los de Estados Unidos) constituyen un serio obstáculo potencial al desarrollo del euro (3). De ahí que, para que la nueva moneda pueda rivalizar con el dólar a nivel internacional, será preciso que esta desventaja se corrija. Ello ocurrirá, en parte, como resultado del estímulo proporcionado por la propia UME a la integración y liquidez de los mercados financieros en el área del euro; sin embargo, cabe esperar que el proceso sea lento, debido a que la homogeneización de las prácticas no será inmediata y a la inexistencia de un prestatario central equivalente al Tesoro de Estados Unidos.

Parece, por tanto, relativamente bien establecida la conclusión que apunta a un papel muy relevante de la nueva moneda europea en el SMI a muy largo plazo. Sin embargo, es mucho más incierto el ritmo al que irá creciendo el peso del euro. Esa incertidumbre se verá alimentada por el comportamiento inercial de cualquier orden monetario establecido, explicado por las ventajas de que goza la moneda dominante. Por esta razón, los cambios en la importancia relativa de las principales monedas se han desarrollado históricamente con gran lentitud.

(2) Aunque se ha argumentado con frecuencia que, para que una moneda sea utilizada internacionalmente, es preciso que el país que la emite incurra en déficit de balanza de pagos para que pueda así suministrarla al exterior, la validez de esta afirmación es discutible en el contexto actual en que los emisores no residentes de pasivos en una moneda dada tienen un peso muy relevante dentro del total de emisores.

(3) En particular, la capitalización de los mercados de bonos y acciones alcanzó, en 1995, los 17,9 billones de dólares en Estados Unidos —dos veces y media el PIB de este país—, frente a 9 billones, aproximadamente, en los países de la UME (esto es, 1,3 veces su PIB).

CUADRO 1

**Factores determinantes de la utilización internacional de una moneda**

	UE	EE UU
Ausencia de controles de cambios	Cumplimiento previsible	Cumplimiento previsible
Mantenimiento de la estabilidad nominal	Cumplimiento previsible	Cumplimiento previsible
Tamaño de la economía (en relación con el total mundial)	29 %	25 %
Participación en el comercio mundial	15 % (a)	13 %
Grado de apertura al exterior	17 % (a)	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, Bergsten (1997) y elaboración propia.  
(a) Excluidos los flujos intraeuropeos.

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 los distintos ámbitos en que está presente una moneda internacional (en la denominación del comercio mundial, 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.

Es difícil evaluar las perspectivas ulteriores del euro, dado el escaso conocimiento acerca de los determinantes de la elección de las monedas de denominación del comercio internacional. En términos muy generales, la utilización de una moneda tiende a exceder el peso en el comercio mundial del país que la emite tanto más cuanto mayor sea este último, aunque esta pauta no es sistemática, como muestra el caso de Japón. Este factor y la estabilidad de precios en la economía emisora son relevantes, al menos como prerequisites, y en ambos aspectos, la UME se encontraría bien posicionada. Otro 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, la naturaleza de su régimen de tipo de cambio o la disponibilidad de instrumentos de cobertura del riesgo cambiario.

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

Según las estimaciones disponibles más recientes (cuadro 2), el dólar es, con gran diferencia, la principal moneda de denominación del comercio entre los distintos países. Su uso supera al peso de Estados Unidos en las exportaciones mundiales por un amplio margen. Por el contrario, las participaciones del conjunto de monedas de los países de la UME para las que existe información son análogas al peso de estas economías en el comercio internacional. Además, probablemente, una parte muy elevada de las transacciones exteriores en las que intervienen estas monedas europeas tienen lugar entre los países que las emiten, por lo que cabe esperar que la cuota inicial del euro sea muy reducida.

## 2.2. El euro en los mercados de divisas

En abril de 1995 [BIS (1996)], el dólar intervino en un 83,3 % de las transacciones llevadas a cabo en los mercados de divisas, frente a unas participaciones respectivas del yen y de las monedas del SME del 24,1 % y del 59,7 %, respectivamente (cuadro 3). La cuota del marco alemán ascendió al 36,1 %. En buena medida, la primacía del dólar se explica por el papel desempeñado por la divisa norteamericana como vehículo en aquellas transacciones entre pares de divisas con mercados estrechos. El marco cumple una función análoga entre las monedas del SME. 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

CUADRO 2

**Participación de las principales monedas y países en el comercio internacional**

	Participación en las exportaciones mundiales			
	1980		1992	
	Denominadas en	Realizadas por el país emisor de	Denominadas en	Realizadas por el país emisor de
Dólar USA	56	11,9	48	11,9
Marco alemán	14	10,4	15	11,3
Franco francés	6	6,2	6	6,3
Lira italiana	2	4,2	3	4,7
Florín holandés	3	4,0	3	3,3
Libra esterlina	7	6,2	6	5,1
Yen japonés	2	7,0	5	9,1
Otras	10	43,1	14	48,3

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

operación, las participaciones respectivas serían, al inicio de la UME, del 89,5 % para el dólar y del 56,7 % para el euro (4).

Al margen de este impacto inicial, el eventual mayor peso de la nueva moneda en la denominación del comercio y en los mercados financieros augura un aumento gradual de las transacciones en euros, al que no será ajena la mayor importancia de las operaciones con monedas de la Unión Europea (UE) que no acce-

(4) En la medida en que existen seguramente transacciones entre monedas de los países de la futura UME que tienen lugar a través del dólar, la diferencia entre las cuotas iniciales de esta moneda y del euro sería aún mayor.

dan inicialmente a la UME o de otros países europeos (ya sean cruces directos o bien intermedios frente a terceras divisas).

### 2.3. El euro en los mercados 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 posible alternativa —de alcance más limitado— consiste en examinar las cuotas de las distintas monedas en el saldo vivo de emisiones internacionales de renta fija (5). Con datos del FMI [FMI (1997)], la presencia en estos mercados de las monedas del conjunto de la UE era, en marzo de 1997, de un 34,2 % del total (frente al 40,2 % del dólar). 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 fueron del 45,6 % y 12,9 %, respectivamente. La elevada participación de las emisiones de la UE induce a pensar que, probablemente, una proporción elevada de ellas se lleve a cabo en otros países del área. En la medida en que estas consi-

(5) Es decir, las colocaciones públicas y privadas de eurobonos (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 (emisiones colocadas en el mercado de un único país, distinto del emisor)

CUADRO 3

**Participación de las principales monedas en los mercados de divisas (en porcentaje del total) (a)**

	Abril 1989	Abril 1992	Abril 1995
Dólar USA	90	82	83
Yen japonés	27	23	24
Franco suizo	10	9	7
Libra esterlina	15	14	10
Monedas del SME	33	56	60
Marco alemán	27	40	37
Franco francés	2	4	8
Ecu	1	3	2
Otras monedas del SME	3	9	13
Otras monedas	25	16	16

Fuente: Bank for International Settlements (1996).

(a) Las cifras representan la participación de cada moneda dentro del volumen total negociado en los mercados cambiarios mundiales. La suma para todas las monedas es 200, porque en cualquier transacción intervienen dos de ellas.

deraciones 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.

Posteriormente, en la medida en que la UME se traduzca en una mayor integración de los mercados nacionales, cabe esperar que la presencia internacional del euro tienda a acrecentarse con fuerza. Tanto la demanda como la oferta internacional de activos en la nueva moneda europea tenderán a aumentar porque los mercados financieros del área de la UME estarán caracterizados por una mayor profundidad y eficiencia, un abanico de instrumentos más amplio y una competencia más pronunciada, a causa de la propia fusión de los mercados y monedas nacionales. Además, la existencia de un entorno macroeconómico estable derivado de las políticas económicas previsiblemente aplicadas en la UME favorecerá el atractivo del euro. Finalmente, su peso en las carteras de los agentes tenderá a acrecentarse en la medida en que ofrezca mayores posibilidades de diversificación que las monedas constituyentes (porque la correlación entre las rentabilidades de los activos en euros y los instrumentos denominados en terceras monedas sea menor).

#### 2.4. El euro en las reservas oficiales

En la actualidad, el dólar permanece como la principal moneda de reserva del mundo, aunque su cuota ha ido menguando paulatinamente —particularmente en los países industrializados— desde la ruptura de Bretton-Woods (cuadro 4). En las monedas que se integrarán en el euro están denominadas actualmente al menos el 16 % de las reservas mundiales. Con la llegada de la UME, las tenencias de los bancos centrales de los Estados participantes denominadas en las monedas de estos países con anterioridad al comienzo de la tercera fase pasarán a ser activos en moneda nacional. Si se tiene en cuenta este hecho, la participación inicial del euro en las reservas mundiales sufrirá una cierta reducción respecto a la cifra anterior, mientras que la del dólar subirá por encima del 67 % del total.

A más largo plazo, este efecto será compensado, 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

CUADRO 4

#### 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 (a)			
<i>Marco alemán</i>	9,3	13,4	13,7
<i>Franco francés</i>	1,3	0,8	1,8
<i>Florín holandés</i>	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 (a)			
<i>Marco alemán</i>	5,5	14,1	15,7
<i>Franco francés</i>	0,3	0,3	2,1
<i>Florín holandés</i>	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 futura UME (a)			
<i>Marco alemán</i>	13,3	11,5	11,4
<i>Franco francés</i>	2,3	2,0	1,5
<i>Florín holandés</i>	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: Fondo Monetario Internacional.

(a) Incluye exclusivamente las citadas a continuación.

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. Por áreas geográficas, es previsible que los países de la UE que no accederán a la UME desde el inicio —sobre todo, aquellos cuyas monedas pertenezcan al nuevo mecanismo de cambios— ejerzan una demanda elevada de reservas en euros. Este será el caso también de las economías en transición del Centro y el Este de Europa, que probablemente mantendrán vínculos unilaterales frente al euro o frente a una cesta de monedas en la que este tenga un peso dominante.

El papel que pueda desempeñar la futura moneda europea en las carteras de activos ex-



teriores de los bancos centrales del resto del mundo resulta más incierto. Es posible que las autoridades de Estados Unidos, país que mantiene en la actualidad un nivel global de reservas bajo, deseen mantener unas tenencias en euros relativamente elevadas, en el posible caso en que la aparición de la nueva moneda lleve aparejado un mayor interés por su parte en el comportamiento del tipo de cambio del dólar. En cuanto a los países en desarrollo, es probable que tiendan a conceder un mayor peso al euro en sus carteras, aunque en cuanto a y ritmo difíciles de precisar.

En todo caso, es concebible que las reservas requeridas en el área del euro sean menores que en la situación previa a la UME, debido al menor grado de apertura del área y a la desaparición de la necesidad de intervenir en los mercados para defender los tipos de cambio intraeuropeos.

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

Los determinantes del comportamiento del euro, tanto en términos de la evolución tendencial de su tipo de cambio como de su variabilidad, diferirán muy probablemente en dos fases: un período inicial, de duración incierta, a lo largo del cual el tipo de cambio de la nueva moneda tenderá a ajustarse hacia su nivel de equilibrio; y el largo plazo, cuando, una vez terminados estos ajustes, la marcha del euro en los mercados cambiarios esté determinada por factores análogos a los que caracterizan a cualquier otra moneda ya establecida.

En la etapa inicial, 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 representa un cambio estructural de grandes proporciones, con implicaciones para 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 Banco Central Europeo (BCE).

En este período, la evolución de los mercados cambiarios estará determinada por la confianza relativa de que gocen las principales monedas, que, a su vez, dependerá de que las políticas económicas sean capaces de garantizar, de manera permanente, la estabilidad nominal. Dado el mandato de estabilidad de precios y el elevado grado de independencia con que el BCE ha sido dotado, así como las implicacio-

nes del Pacto de Estabilidad y Crecimiento para las políticas fiscales del área, cabe esperar que el euro sea inicialmente una moneda con un alto grado de estabilidad nominal, lo que se traducirá en un elevado atractivo para los inversores internacionales.

De hecho, al inicio de la UME, las variaciones en la demanda y la oferta de instrumentos financieros denominados en las principales divisas constituirán un condicionante muy importante del grado de fortaleza de la futura moneda europea. La introducción del euro se verá acompañada, previsiblemente, por el deseo de los inversores internacionales de mantener inmediatamente más activos denominados en esta moneda, mientras que la oferta solo podría ajustarse paulatinamente. Si ello fuera así, este elemento apuntaría a una cierta fortaleza del euro, cuya magnitud estaría directamente relacionada con el tamaño del exceso de demanda. Este factor podría verse, no obstante, atemperado o incluso plenamente contrarrestado por la presión a la baja sobre las rentabilidades en euros derivada de tales desplazamientos. Con el transcurso del tiempo, la mayor preferencia de los emisores por los instrumentos de endeudamiento denominados en euros —en la medida en que la integración de los mercados financieros europeos repercuta en una reducción del coste de esa financiación, vía ganancias de eficiencia— compensará el exceso de demanda inicial.

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, las políticas económicas practicadas en los principales bloques de la economía mundial pasarían a ser el elemento dominante en la evolución tendencial del tipo de cambio de la moneda europea. En este sentido, el marco institucional de la UME aboga por un euro caracterizado por la estabilidad nominal.

Es posible que la variabilidad del tipo de cambio del euro frente a otras divisas sea algo mayor, tanto en la etapa de transición como en el largo plazo, a la que ha caracterizado a las monedas europeas frente a terceras monedas en las últimas décadas, aunque en este terreno el peso de los distintos argumentos está más equilibrado. Al inicio de la UME, la intensidad de los desplazamientos de carteras podría dar lugar a algunas oscilaciones cambiarias. Además, es concebible que las autoridades monetarias de la UME pudieran conceder una menor atención a las fluctuaciones de su moneda que los bancos centrales europeos en la actualidad, dada la desaparición de uno de los motivos por

los que estos se han preocupado de tratar de contrarrestar los movimientos de sus divisas en los últimos años: el impacto del comportamiento del dólar sobre los tipos de cambio intraeuropeos. En la dirección opuesta, es posible que, al comienzo de la UME, el BCE otorgue cierta relevancia a las fluctuaciones cambiarias en la adopción de decisiones de política monetaria, en un hipotético contexto inicial de incertidumbre acerca de los efectos de estas últimas.

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 en la política económica, dada la menor incidencia de las oscilaciones cambiarias sobre la actividad y los precios. No obstante, también es cierto que la mayor apertura actual de las economías europeas no es muy relevante a efectos de la volatilidad global de sus monedas, según indica la gran estabilidad registrada por los tipos de cambio intraeuropeos en épocas recientes. Además, el comercio exterior no es, posiblemente, un criterio muy adecuado para la medición de los incentivos de las autoridades a preocuparse por la variabilidad cambiaria, puesto que el proceso de globalización no se manifiesta exclusivamente en la intensificación de los intercambios comerciales, sino también en las decisiones de producir en distintos países y de colocar —o captar— recursos financieros en diversas áreas geográficas.

#### 4. IMPLICACIONES INTERNACIONALES DE POLÍTICA ECONÓMICA

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. En este sentido, la reducción resultante en el número de autoridades monetarias autónomas podría facilitar la coordinación internacional de políticas monetarias. *A priori*, podría parecer que tal simplificación no sería trasladable a otros terrenos de la política económica, dado que las competencias sobre política fiscal permanecerán depositadas sobre los gobiernos nacionales; sin embargo, el Pacto de Estabilidad constituye un mecanismo implícito de coordinación fiscal dentro de la UME. En lo que se refiere a la política cambiaria, las competencias dentro de la UE están compartidas entre el Consejo ECOFIN y el BCE, de manera que la participación del área del euro en los foros internacionales exigirá una estrecha coordinación entre estas instituciones. No obstante, en un régimen de flotación como el actual y como el que regirá a partir de la implantación del euro,

la evolución cambiaria a medio y largo plazo está determinada fundamentalmente por la política monetaria. En todo caso, las prerrogativas asignadas al Consejo ECOFIN en materia cambiaria se entienden limitadas a circunstancias excepcionales (tales como un desalineamiento notorio de los tipos de cambio) y están, además, sometidas a la inexistencia de interferencias con la independencia del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) y con su objetivo primario de mantenimiento de la estabilidad de precios.

Además, la UME podría intensificar los incentivos a la coordinación internacional de políticas económicas entre los principales bloques, especialmente durante el período inmediatamente posterior a la introducción del euro, en la medida en que las hipotéticas incertidumbres iniciales acerca del diseño y ejecución de la política monetaria pudieran hacer que el BCE fuese más receptivo a este tipo de iniciativas. En cuanto a Estados Unidos, es posible que la aparición del euro implique mayores restricciones sobre sus políticas económicas, dada su condición de principal deudor mundial. Su capacidad para financiar sus voluminosos déficit exteriores en el largo plazo tal vez podría verse afectada si la posición hegemónica del dólar como moneda internacional se viera disminuida. Además, si la volatilidad cambiaria se acrecentase en el nuevo SMI, su financiación exterior podría verse encarecida, dado que sus prestamistas extranjeros exigirían tipos de interés superiores como compensación del mayor riesgo cambiario. Por ambas razones, la UME podría proporcionar, en comparación con la situación actual, mayores incentivos a la Reserva Federal a preocuparse por paliar las fluctuaciones del tipo de cambio del dólar.

#### 5. REPERCUSIONES PARA ESPAÑA

A partir de las consideraciones desarrolladas en cada uno de los tres apartados precedentes, se deducen otros tantos bloques de consecuencias para España derivadas de los cambios que el SMI pueda experimentar a raíz de la creación del euro. En primer lugar, la sustitución de una moneda —la peseta— de escasa proyección internacional, por otra que alcanzará previsiblemente un uso internacional muy amplio (según se ha descrito en el apartado 2), comportará una serie de beneficios y, en menor medida, algunos costes para nuestro país. Entre las ventajas, un eventual empleo creciente del euro en la denominación del comercio exterior español frente a países ajenos a la UME permitiría, al menos en el corto plazo, un cierto aislamiento respecto a las fluctuaciones cambiarias con terceras monedas, de modo que los

ingresos de los exportadores y los pagos de los importadores se mantendrían más estables. Además, cabe esperar que la financiación exterior de la economía española se vea facilitada, tanto en su cuantía como en su coste, puesto que, previsiblemente, los tenedores de activos financieros —tanto privados como oficiales— residentes fuera de la UME concederán una mayor ponderación en sus carteras a los instrumentos denominados en euros que la otorgada en la actualidad a las monedas que se integrarán en el euro (y, en todo caso, a la peseta). La financiación de los agentes españoles podría verse facilitada adicionalmente por la mayor autonomía de la evolución de los precios de los activos en los mercados de capitales de la UME frente al comportamiento de los mercados de deuda y de acciones de Estados Unidos. Por último, la economía española podría verse beneficiada por los ingresos en concepto de señoriaje exterior, aunque su cuantía será probablemente reducida. Frente a estas ventajas, habría que contrapesar el riesgo potencial de fluctuaciones en la demanda exterior del euro asociadas a su condición de moneda de reserva.

El segundo bloque de consecuencias para España se refiere al comportamiento del tipo de cambio del euro. Como se ha discutido en la sección 3.1, parece probable que el euro sea una moneda sólida en términos relativos en el largo plazo, respaldada por una elevada estabilidad nominal. De acuerdo con algunas simulaciones [OCDE (1997)], los efectos sobre la economía española de las variaciones del tipo de cambio del euro frente al dólar —en términos de crecimiento económico y evolución de los precios y del saldo exterior— no diferirían significativamente de los que se registrarían para el conjunto del área de la UME. Los países de la UME, en general, manifiestan una sensibilidad

parecida a la evolución del tipo de cambio del euro, por lo que cabe pensar que, previsiblemente, tenderían a prevalecer intereses comunes respecto a la orientación de la política cambiaria.

Por último, el tercer grupo de implicaciones hace referencia a los efectos sobre el grado de participación de los países de la UME en los mecanismos internacionales de coordinación de políticas económicas. En este terreno, España verá acrecentado su papel por dos vías. En primer lugar, se beneficiará, al igual que el resto de países participantes, del peso fortalecido que adquirirá la nueva área como interlocutora de Estados Unidos. Aparte de estos efectos, que se producirán con carácter general, cabe añadir que, para España y para los restantes países que actualmente no participan en los foros de coordinación monetaria (G3 y G7) se producirá una modificación, en sentido positivo, de su *status*, al pasar a tener voz, tras el comienzo de la UME, en la nueva configuración de dichos foros.

22.5.1998.

## BIBLIOGRAFÍA

- 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 *EMU and the International Monetary System*, pp.17-48.
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (1997). *International capital markets: developments, prospects and key policy issues*.
- MC CAULEY, R. N. (1997). *The euro and the dollar*, Bank for International Settlements, Working Paper 50.