

# El euro: Cada vez más global

**El uso futuro del euro dependerá principalmente de factores ajenos al control de las autoridades**

*Axel Bertuch-Samuels y  
Parmeshwar Ramlogan*

**H**ACE MÁS de ocho años se lanzó el euro en medio de grandes expectativas y esperanzas con respecto a su papel futuro en el plano internacional. Algunos llegaron a pensar que algún día podría superar en importancia al dólar de EE.UU. No hay duda de que su introducción fue un éxito absoluto desde el punto de vista técnico. El euro se ha establecido rápida y firmemente como la segunda moneda internacional más importante del mundo. Su importancia internacional ha sobrepasado holgadamente no solo a las monedas europeas que reemplazó, sino también a las otras monedas internacionales principales: la libra esterlina y el yen japonés. Y, aunque el Banco Central Europeo (BCE) no promueve activamente el uso del euro en el exterior, su importancia sigue creciendo.

Una moneda internacional se define como la moneda que se utiliza dentro y fuera del país que la emite, en tanto que una moneda nacional solo se utiliza dentro del país de emisión. En el caso del euro, el uso internacional significa que lo utilizan residentes de países no integrantes de la zona del euro. Un aspecto favorable de tener una moneda internacional fuerte es que ello le confiere ventajas políticas y económicas al país o grupo de países que la emiten. En el ámbito político, el país o grupo de países cobra más prestigio e influencia internacional. Los beneficios económicos incluyen menores costos de transacción y tasas de interés y una mayor rentabilidad de las instituciones financieras, debido a la mayor actividad y eficiencia de los mercados internos de capital; la capacidad para financiar el déficit en cuenta corriente en moneda propia, lo cual obvia la necesidad de acumular reservas extranjeras; e ingresos por señoreaje al poder emitir pagarés sin intereses a cambio de bienes y servicios.

No obstante, la internacionalización de la moneda también conlleva riesgos y obligaciones. Es crucial una política macroeco-



Eurotower, Fráncfort, Alemania.

nómica sólida para mantener la estabilidad del tipo de cambio y los precios. Aún así, el país se expone más a flujos de capital volátiles que podrían generar inestabilidad financiera y macroeconómica y limitar las opciones de política. Al mismo tiempo, se hace más difícil fijar una meta monetaria porque parte del dinero se encuentra en el extranjero, lo cual complica la conducción de la política monetaria.

## **Cómo se utiliza el euro actualmente**

El avance del euro como moneda internacional ha sido desigual. Desde un punto de vista funcional, sus mayores adelantos han sido en las transacciones financieras internacionales —sobre todo como moneda de denominación de títulos de deuda internacionales— y en menor grado en las transacciones de comercio internacional. Desde una óptica geográfica, la función del euro como moneda internacional sigue confinada principalmente a los países que tienen lazos regionales y políticos con la zona del euro, entre ellos los miembros de la Unión Europea (UE) que no han adoptado el euro, los países candidatos a ingresar a la UE, y la zona del franco CFA de África. Algunos dirían que la limitación geográfica de la importancia del euro significa que aún no está en la misma categoría del dólar.

¿Cómo es el uso actual del euro como moneda internacional en comparación con el uso del dólar? En cuanto al uso *oficial*, aproximadamente un tercio de los países que vinculan su moneda de algún modo utilizan el euro como ancla. Este grupo se compone principalmente de países miembros de la UE no integrantes de la zona del euro, candidatos o posibles candidatos a ingresar a la UE, y países africanos de habla francesa. La mayor parte de los dos tercios restantes —en Asia, África, Oriente Medio y América Latina— usan el dólar como ancla. Por este motivo, a fines de septiembre de 2006, las reservas de divisas



denominadas en dólares equivalían a casi dos tercios de las tenencias totales mundiales de reservas oficiales de divisas de los países que publican su composición monetaria (gráfico 1). Las reservas denominadas en euros equivalían a un cuarto del total y las denominadas en yen y libras esterlinas comprendían, en su conjunto, solo el 7%. La participación del euro ha aumentado a expensas del dólar y el yen. Los países en desarrollo mantienen una mayor participación de sus reservas en euros que los países industriales, a raíz del predominio de las reservas en euros de los países vecinos a la zona del euro y África francófona.

En cuanto al uso *privado*, el euro ha sobrepasado al dólar como la moneda más importante de emi-

sión de bonos y pagarés internacionales (que se definen como emisiones en moneda extranjera y moneda nacional para no residentes). En efecto, las emisiones netas en euros han aumentado más que las de otras monedas y a fines de septiembre de 2006 comprendían casi la mitad de la masa de bonos y pagarés internacionales circulantes en el mundo (gráfico 2). En Europa central y los Estados bálticos, el 83% de los bonos internacionales vigentes al final de 2005, en promedio, eran denominados en euros, mientras que en América Latina y Asia las emisiones en euros siguen siendo muy reducidas.

En la *banca internacional*, el 39% de los préstamos y el 28% de los depósitos al final de junio de 2006 eran denominados en euros, frente al 41% y 48%, respectivamente, denominados en dólares. En este caso también, la mayoría de las transacciones

correspondía a países de Europa no integrantes de la zona del euro; fuera de Europa, el euro no se utiliza mucho en la banca internacional. En los mercados cambiarios, el euro es actualmente la segunda moneda más negociada después del dólar, y el euro-dólar es la combinación de monedas más negociada, lo cual parece indicar que el euro es una moneda vehículo importante en las transacciones cambiarias. La escasa información del BCE sobre el comercio indica que el euro es la moneda más importante para facturar el comercio entre los países de Europa integrantes y no integrantes de la zona del euro, pero que casi no se utiliza en el comercio internacional fuera de la zona (gráfico 3). Ello podría obedecer, en parte, al hecho de que el comercio de mercancías tradicionalmente se factura en dólares.

En muchos países vecinos a la zona del euro, el euro circula junto con o en lugar de la moneda nacional, lo que se ha denominado *euroización*. Esta tendencia creciente se observa en todas las funciones del dinero: como medio de pago (efectivo y crédito), como reserva de valor (depósitos bancarios) y como unidad de cuenta (contratos de préstamo). No es de extrañar que esto suceda. Muchos países de Europa oriental y sudoriental desean ingresar a la UE (lo que significa adoptar el euro una vez que se cumplan ciertos criterios), y los préstamos en euros suelen tener menores tasas de interés. Pero los préstamos en euros, casi sin cobertura, han dejado a estos países más vulnerables a cambios de actitud de los inversionistas, exponiendo a sus residentes a riesgos cambiarios.

### Factores que influyen en el uso del euro

Cuatro factores determinan en gran medida la función del euro como moneda internacional:

**Tamaño económico y apertura.** Cuanto más grande y dinámica sea una economía, mayor será la influencia económica mundial que podría ejercer, en parte porque el tamaño económico y la apertura están muy correlacionados con los flujos de comercio y capital. Con una población mayor que la de Estados Unidos, y una economía agregada relativamente abierta y de un

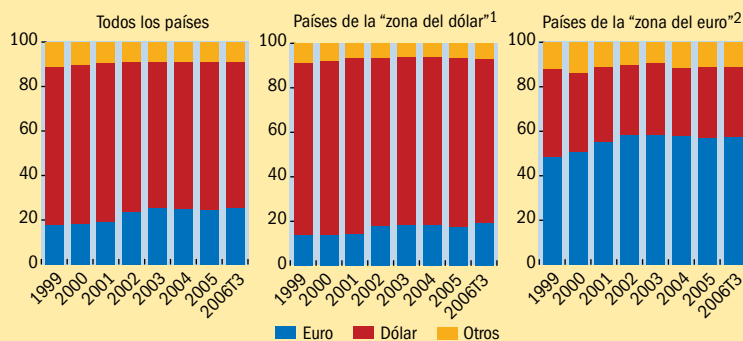
tamaño casi igual (o quizá mayor si se considera a toda la UE), la zona del euro está en condiciones de imprimirle al euro una importante función internacional. No obstante, el crecimiento económico de la zona del euro, con un promedio de apenas el 1,4% en 2003–05, ha sido inferior al del resto del mundo (5,7%). Un mayor crecimiento impulsaría el atractivo de la zona del euro como destino de la inversión, así como la confianza en las economías de la zona y en el euro, y podría generar mayores afluencias de capital de más largo plazo. También son importantes las políticas que refuerzan las bases del crecimiento económico, como la mejora sostenida de la calidad de los balances del sector público y reformas estructurales para elevar la productividad y el uso de la mano de obra.

**Estabilidad de los precios y el tipo de cambio.** Cuanto mayor sea la estabilidad de precios y del tipo de cambio del país, menor será el costo y los riesgos en los mercados financieros y

Gráfico 1

### Segundo lugar en las reservas

Si bien el uso del euro en las reservas de divisas ha aumentado en todo el mundo, gran parte del aumento ha ocurrido en países que tienen lazos con la zona del euro. (Porcentaje del total de las reservas asignadas)



Fuentes: FMI y Lim (2006).

<sup>1</sup>Asia más los países de América y otros principalmente vinculados con el dólar.

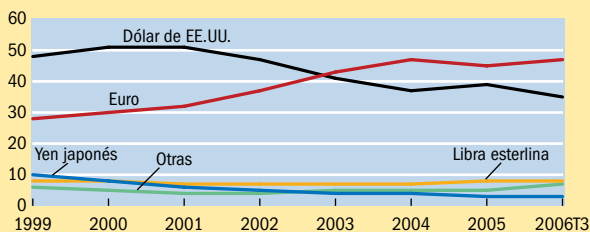
<sup>2</sup>Países que rodean a la zona del euro más varios países de África.

Gráfico 2

### Tomar la delantera en los bonos

El euro ha registrado un gran crecimiento como moneda de emisión de bonos y pagarés internacionales.

(Porcentaje del monto total de bonos y pagarés internacionales vigentes)



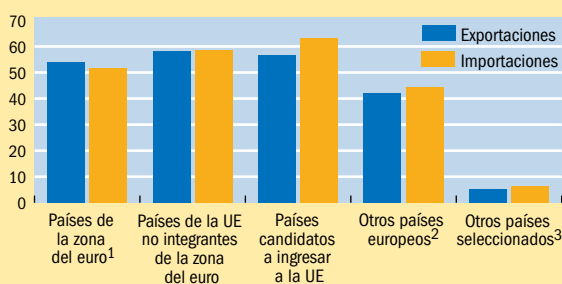
Fuente: Banco de Pagos Internacionales.

Gráfico 3

### No mucho impacto en el comercio

El uso del euro para el comercio sigue siendo moderado fuera de su zona de influencia.

(Uso del euro como porcentaje del comercio total)



Fuentes: Banco Central Europeo y estimaciones del personal técnico del FMI.

<sup>1</sup>Países seleccionados.

<sup>2</sup>Ex República Yugoslava de Macedonia y Ucrania.

<sup>3</sup>Australia, Corea, Indonesia, Japón, Pakistán y Tailandia. Los datos de estos países corresponden a 2003.

mayor la confianza en su moneda. El Tratado de Maastricht confirió al BCE independencia operativa y un firme mandato de mantener la estabilidad de los precios, y los resultados del BCE han sido buenos. La inflación y las expectativas de inflación en la zona del euro han sido bajas y estables, y la volatilidad cambiaria también ha sido baja. El euro mismo ha facilitado la conducción de la política monetaria y la estabilidad de precios al estimular el desarrollo del mercado monetario.

**Desarrollo e integración del mercado financiero.** La existencia de mercados financieros internos integrados y bien desarrollados es crucial. Ellos ofrecen liquidez y menores costos de transacción; reducen la incertidumbre y los riesgos y, por ende, los costos de cobertura; y bajan las tasas de interés. Además, impulsan la productividad y el crecimiento económico y elevan la confianza en el euro. Todos estos factores inciden en el grado de utilización del euro como moneda para el ahorro, la inversión y el crédito mundiales.

Los sistemas financieros de la zona del euro tradicionalmente han sido dominados por los bancos, y los mercados financieros han sido menos desarrollados e integrados que los de Estados

Unidos. No obstante, los sistemas financieros europeos se han estado transformando constantemente en los dos últimos decenios, sobre todo después de la adopción del euro y el Plan de Acción sobre Servicios Financieros (PASF) en marzo de 2000. El objetivo del plan es crear un mercado único para los servicios financieros mediante la eliminación de las barreras regulatorias para el mercado transfronterizo de servicios financieros, estimulando de este modo la libre circulación de capital dentro de la UE.

El actual desarrollo e integración de los mercados financieros europeos se manifiesta de varias formas. Primero, los mercados de bonos públicos y empresariales en Europa han crecido mucho y se han hecho mucho más líquidos desde la adopción del euro. Segundo, se evidencia una mayor integración entre las bolsas de valores de la zona del euro. En el mercado accionario, ha aumentado el co-movimiento de los precios, ha crecido apreciablemente la participación de los fondos europeos a nivel agregado, y los participantes están prestando más atención a los factores propios de la industria o la empresa y menos a las características del país para efectuar las valoraciones. Tercero, el diferencial entre las tasas de interés soberanas de los países de la zona del euro ha bajado. Cuarto, la innovación financiera avanza rápidamente. La infraestructura de los mercados está transformándose, ha aumentado la gama de instrumentos financieros y su complejidad, y ha crecido el volumen de negocios.

Aun así, los mercados financieros europeos no están todavía plenamente integrados. Los mercados de títulos de deuda y financieros al por menor siguen fragmentados, los mercados de papeles comerciales están subdesarrollados, y es insuficiente la armonía entre las bolsas de valores nacionales. Persisten varios obstáculos para una mejor integración de los mercados financieros. Primero, los regímenes jurídicos que rigen la emisión de valores en cada país son distintos, lo cual produce valores heterogéneos difíciles de canjear entre sí. Segundo, los mecanismos de compensación y liquidación de valores varían de un país a otro. Como resultado, las convenciones contables y de negocios son diferentes, lo cual eleva los costos de las transacciones transfronterizas. Tercero, las diferencias de estructura tributaria, protección al consumidor y leyes mercantiles siguen desanimando la inversión financiera transfronteriza. Cuarto, la segmentación del marco de supervisión impide optimizar las operaciones bancarias internacionales y es antieconómica. Con el tiempo, la plena implementación del PASF deberá ayudar a eliminar estos obstáculos y a crear un mercado financiero paneuropeo más eficiente e integrado.

**Hábito e inercia.** Las economías de escala elevan la eficiencia y reducen los costos de transacción, y la comodidad y disponibilidad de una mayor variedad de instrumentos del mercado financiero ofrecen fuertes incentivos para que los agentes económicos sigan usando la moneda dominante habitual. Por ejemplo, la libra esterlina siguió siendo la principal moneda del mundo en la primera mitad del siglo XX, aunque Gran Bretaña ya no era la primera potencia militar y económica mundial que fue en el siglo XIX. El dólar reemplazó gradualmente a la libra esterlina como principal moneda internacional, y solo se convirtió en la moneda dominante después de la segunda guerra mundial, cuando la libra se debilitó seriamente y los mercados financieros



de Nueva York empezaron a rivalizar con los de Londres. Según esta óptica, pasará mucho tiempo antes de que el euro se convierta en una alternativa viable frente al dólar.

### Lo que podría deparar el futuro

Para que el euro se convierta en una verdadera moneda mundial, su uso debe extenderse más allá de las fronteras de los países vecinos a la zona del euro. La capacidad del euro para asumir este desafío dependerá en gran medida del grado en que Europa supere los impedimentos estructurales y de otro tipo para el crecimiento económico y el desarrollo de los mercados financieros. También será importante la capacidad de Europa para hablar con una sola voz en el escenario internacional, incluso sobre cuestiones financieras internacionales.

Una señal promisorio para el euro es que desde su adopción la afluencia neta de capital extranjero a la zona del euro ha aumentado, de modo que los activos netos en poder de no residentes subieron a más del doble entre 1999 y fines de 2006. Este aumento fue muy acusado en 2002–04, cuando el crecimiento de la afluencia neta superó al de Estados Unidos. Estas tendencias podrían obedecer a la evolución del tipo de cambio (el euro se apreció frente al dólar en 2002–06, salvo una interrupción en 2005), pero también podrían indicar que la zona sigue siendo atractiva para la inversión. La Ley Sarbanes-Oxley de 2002 —sobre todo la sección 404, que exige una certificación de los controles internos— podría haber hecho menos atractiva la cotización de acciones de empresas extranjeras en las bolsas de Estados Unidos. Esto se evidencia en el mayor número de empresas extranjeras que están deslistando sus acciones de las bolsas de Estados Unidos, el menor número de ofertas públicas iniciales (OPI) de empresas extranjeras en ese país y el hecho de que las empresas extranjeras ahora prefieran la Bolsa de Londres a la de Nueva York para sus OPI. También han aumentado las OPI en las bolsas de Europa continental, sobre todo en las bolsas alternas para las empresas menores (esto también ocurre en el Reino Unido). Si el Reino Unido decide integrarse a la zona del euro y se consolidan las bolsas europeas, esto podría impulsar aún más la liquidez en los mercados de capital europeos, en detrimento de los estadounidenses.

El futuro del euro también podría depender de otros dos factores. El primero es el grado en que los desequilibrios mundiales se ajustarán mediante la variación del tipo de cambio del dólar y el desplazamiento de los activos a otros países. Existen muchos estudios sobre este tema. Por ejemplo, las últimas ediciones de *Perspectivas de la economía mundial* y *Global Financial Statistical Report* (Informe sobre la estabilidad financiera mundial) del FMI, analizan escenarios alternativos de ajuste gradual y abrupto de los tipos de cambio, y las condiciones y políticas en las que cada escenario se podría materializar (FMI, 2005 y 2006). El consenso es que el ajuste de los desequilibrios mundiales exigirá una redistribución del ahorro, la inversión y el consumo mundiales, y existen diversos modos de hacerla. La pregunta es con qué rapidez y hasta qué punto se hará el ajuste. En este debate son cruciales las preferencias mundiales para la distribución de los activos. El escenario de ajuste gradual depende en parte de la disposición de los extranjeros a seguir comprando activos estadounidenses. Un cambio repentino de las preferencias, desfavorable a los activos estadounidenses, podría precipitar

un fuerte deterioro del dólar y una mayor preferencia por el euro frente al dólar, e impulsaría un mayor uso del euro como moneda internacional. Pero una corrección más progresiva de los desequilibrios en cuenta corriente que evite una depreciación repentina y sustancial del dólar tal vez no incida mucho en la función internacional del euro.

Según los datos del Tesoro de Estados Unidos, los inversionistas de Asia son los mayores tenedores extranjeros de títulos del Tesoro (57% a fines de octubre de 2006), seguidos de los de Europa (21%). A los países exportadores de petróleo les corresponde una proporción relativamente pequeña (menos del 5%). Pero los mayores tenedores extranjeros de acciones de Estados Unidos (53% en junio de 2005) son inversionistas de Europa, seguidos de los de países de América (26%) y de Asia (18%). Por consiguiente, el comportamiento de los inversionistas en Asia y Europa parece ser un factor clave para que continúe la fuerte demanda de activos en dólares. Esta demanda refleja la fortaleza de la economía estadounidense, la profundidad y liquidez de sus mercados de capital, y los diferenciales de tasas de interés. La disposición de los inversionistas públicos y privados de estas dos regiones para seguir manteniendo activos en dólares al aumentar el riesgo de una gran apreciación del dólar será crucial para un ajuste mundial ordenado y la función internacional del euro.

El segundo factor es el continuo crecimiento económico acelerado de China e India y la acumulación de reservas internacionales por los países asiáticos. El ascenso de estas dos economías reduciría la importancia e influencia relativa de la zona del euro y trasladaría transacciones de comercio y de capital a las monedas china e india. Pero no es seguro que el uso internacional de estas dos monedas crecerá en el futuro previsible a un ritmo paralelo al del crecimiento de la economía real. Por lo tanto, la cuestión importante es hacia donde se dirigirá la creciente participación de China e India en el comercio y los mercados financieros mundiales. Y puesto que los países asiáticos mantienen una porción importante de las reservas oficiales mundiales, su reacción ante una posible continuación de la depreciación del dólar también será muy importante. ■

*Axel Bertuch-Samuels es Subdirector del Departamento de Mercados Monetarios y de Capital del FMI y Parmeshwar Ramlogan es Asistente del Secretario del FMI.*

#### Referencias:

Bertuch-Samuels, Axel, 2006, "The Role of the Euro as an International Currency", en Conference on, Experience with, and Preparations for the Euro, Franz Naushnigg y Paul Schmidt, compiladores (Viena, Austria: Oesterreichische Nationalbank).

Fondo Monetario Internacional, 2005, "How Will Global Imbalances Adjust?" *Perspectivas de la economía mundial, capítulo I, apéndice 1.2, septiembre* (Washington).

———, 2006, *Global Financial Stability Report, septiembre* (Washington).

Lim, Ewe-Ghee, 2006, "The Euro's Challenge to the Dollar: Different Views from Economists and Evidence from COFER (Currency Composition of Foreign Exchange Reserves) and Other Data", *IMF Working Paper No. 06/153* (Washington: Fondo Monetario Internacional).

Tesoro de Estados Unidos, 2006, *Treasury Bulletin, diciembre* (Washington).