



Real
Instituto
Elcano

de Estudios Internacionales y Estratégicos

LA INTERNACIONALIZACIÓN DEL EURO: ESTADO ACTUAL Y ASPECTOS CRÍTICOS

Paul Isbell

Documento de Trabajo (DT) N° 25/2003

12/09/2003

La internacionalización del euro: estado actual y aspectos críticos

Paul Isbell *

Prólogo: El Grupo de Trabajo de la ASEM encomendó la redacción del presente documento de reflexión a su secretaría en Europa, el Real Instituto Elcano de Estudios Estratégicos e Internacionales, al término de su primera reunión celebrada en Madrid el 6 de mayo de 2003. En la petición se precisaba que el documento debía estar listo antes de que se celebrase la segunda reunión del Grupo de Trabajo, concertada para el 9 de septiembre de 2003 en el Instituto de Asuntos Monetarios Internacionales de Tokio (secretaría del Grupo de Trabajo en Asia).

Siguiendo las instrucciones adoptadas por la Declaración de la Presidencia de ASEM 4 (en la que se sugería explícitamente que se explorasen determinadas cuestiones en concreto), el Grupo de Trabajo decidió incluir entre los muchos temas a tratar en el futuro “la creación de un mercado de eurobonos en Asia y la utilización del euro como divisa internacional”.¹ A este respecto, el Grupo de Trabajo encargó al Instituto de Asuntos Monetarios Internacionales (IIMA) un documento de reflexión sobre **un mayor desarrollo de los mercados de bonos asiáticos** (incluyendo el posible uso del euro)² y al Real Instituto Elcano el presente documento sobre **la internacionalización del euro**.

El objeto de este documento (concebido como complemento a la contribución del IIMA) es servir de punto de partida para las deliberaciones del Grupo de Trabajo en este campo. Para tal fin, el documento comienza ofreciendo una idea general de la reciente evolución y estado actual del proceso de internacionalización del euro. Más adelante, pasa a analizar los principales obstáculos para una mayor internacionalización del euro, los retos a los que probablemente se enfrente este proceso en un futuro inmediato, algunas estrategias y políticas prometedoras que pueden facilitar dicho proceso, así como los costes y beneficios potenciales de una progresiva internacionalización del euro. Por último, el documento explora los retos y oportunidades que pueda implicar para Asia una mayor internacionalización del euro, tales como las oportunidades de colaboración que sean de beneficio mutuo para Asia y Europa en políticas y temas relacionadas dentro del contexto de la ASEM.

* *Investigador Principal, Área Economía Internacional y Comercio
Real Instituto Elcano de Estudios Estratégicos e Internacionales, Madrid*

¹ P. 3 de la declaración de la presidencia de la ASEM 4. “Los dirigentes han acordado trabajar en aras de una asociación económica de la ASEM más estrecha. A este fin, han encargado a los Coordinadores del ASEM la creación de un Grupo de Trabajo orientado a la acción. Teniendo en cuenta el trabajo que ya se ha realizado dentro del pilar económico del ASEM, este Grupo de Trabajo debería tener en cuenta tres áreas: Comercio, Inversiones y Finanzas. Estas áreas pueden incluir temas como la creación de un mercado de eurobonos en Asia y la utilización del euro como moneda internacional. El Grupo de Trabajo deberá estar formando por cinco expertos procedentes de cada una de las dos regiones. Los dirigentes han solicitado un informe preliminar que deberá ser remitido a los ministros de Asuntos Exteriores, Economía y Finanzas en 2003, con vistas a elaborar un informe final para la ASEM 5.”

² Ver Grupo de Trabajo ASEM, Informe preliminar para la reunión de ASEM con los ministros de Asuntos Exteriores, Economía y Finanzas, Julio de 2003, p. 2.

Introducción

Los datos más recientes de que disponemos sugieren que el *papel internacional del euro ha aumentado desde que se introdujera como moneda única de la Unión Europea*.³ Sin embargo, por varias razones, el avance hacia la consecución de un papel internacional más prominente no ha sido sino gradual. Hasta finales de 2001 no se había documentado aún ningún cambio significativo sobre la presencia del euro en las *reservas oficiales* o su uso en los *mercados de divisas*, aunque era cada vez más común encontrar pruebas indirectas de ello⁴. Por otra parte, el uso del euro ha crecido de forma notable en las *transacciones comerciales* y significativamente en los mercados globales de *obligaciones*.⁵

Los últimos datos apuntan también a que el *papel internacional del euro continúa teniendo un fuerte componente regional*. La internacionalización del euro ha sido más significativa en los países vecinos de la zona euro. Este fenómeno sugiere que el papel internacional del euro puede ser complementario de otros fenómenos afectados por la distancia, como son los vínculos comerciales e institucionales con la Unión Europea.⁶

El papel del euro en las *estrategias de los tipos de cambio* de terceros países se hace particularmente evidente en la Europa Central y Oriental, y su papel en la *oferta de obligaciones denominadas en moneda extranjera* tiene más peso en las economías de la amplia zona geográfica que limita con la zona euro. De igual forma, el papel del euro como *moneda vehicular* en los mercados de divisas y como *moneda sustitutiva* de otras divisas nacionales en circulación se limita principalmente a aquellos países que comparten frontera con la zona euro, donde *el euro ha tomado el papel que previamente tenía el marco alemán*.

Más aún, *la demanda de la mayoría de las obligaciones denominadas en euros sigue procediendo de los propios inversores de la zona euro*. Esto contrasta con el papel internacional del dólar, que sigue respaldado por la demanda de activos denominados en dólares de fuera de EEUU (en especial de América Latina, Asia, Rusia y los países de la CEI).

Por lo tanto, lo que en un primer momento puede interpretarse como un progreso limitado de la internacionalización del euro parece estar en contradicción con las predicciones de algunos analistas y observadores en el sentido de que el euro iba a adquirir rápidamente un papel internacional mucho más significativo del que correspondería a la suma de sus antiguas monedas nacionales, y presentar un desafío a la hegemonía del dólar estadounidense. Sin embargo, a pesar de que en un primer momento su evolución ha

³ Los datos más recientes sobre la internacionalización del euro proceden del Banco Central Europeo (con fecha de verano de 2002) y del Fondo Monetario Internacional (con fecha de finales de 2001). Los datos sobre el estado de la internacionalización del euro para el verano de 2003 no estarán disponibles hasta finales de año.

⁴ Datos anecdóticos de 2002 sugerían que los bancos centrales del nordeste asiático (China, Taiwán, Hong Kong y Corea del Sur) habían comenzado a convertir a euros sus reservas en dólares (o lo estaban considerando), mientras que los datos de 2003 sugerían que otros bancos del sudeste asiático (como Indonesia y Singapur) estaban también considerando adoptar dicha medida. Ver nota 18. Esta evidencia anecdótica se ha visto confirmada por los últimos datos del FMI, que muestran que en los últimos años el peso del euro en las reservas internacionales de los bancos centrales ha subido notablemente, hasta llegar a casi un 19% del total mundial a finales de 2002. Fondo Monetario Internacional, Informe Anual Revisado, 2003, datos sobre Reservas de Divisas Oficiales, 19 de noviembre de 2003 (<http://www.imf.org/external/np/sec/pr/2003/pr03196.htm#att1>).

⁵ Otmar Issing, Comité Ejecutivo, BCE, *El euro: una moneda internacional estable*, 27 de febrero de 2003, discurso en la Academia de Ciencias de Budapest.

⁶ Banco Central Europeo, *Review of the International Role of the Euro*, diciembre de 2002.

sido moderada, no hay nada que sugiera que la internacionalización del euro vaya a detenerse, o que su progreso no vaya a intensificarse a corto o a medio plazo. De hecho, existen varias áreas en las que el mercado privado o las políticas oficiales pueden estimular todavía más el avance del proceso de internacionalización del euro. Más allá de los esfuerzos actuales de las políticas europeas y de las iniciativas que se adopten en un futuro, también es posible que, por ejemplo, el sector público asiático ofrezca estímulos clave para dicho avance.

Evolución reciente de la internacionalización del euro

Obligaciones internacionales

La oferta

En solo unos pocos años, el euro ha generado el segundo mercado de bonos más grande del mundo. Esta conquista ha le ha otorgado al euro un papel significativo como *moneda de financiación internacional*. La cuota del euro en los instrumentos de deuda internacional emitidos por residentes de fuera de la zona euro era del 29% a mediados de 2002 (comparado con el 44% del dólar estadounidense y el 13% del yen japonés), lo que supone un aumento con respecto al 26% registrado a finales de 2000, y 10 puntos porcentuales más que la proporción total que, a finales de 1998, sumaban las antiguas monedas nacionales de la zona euro juntas. Sin embargo, estos datos reflejan únicamente las reservas de obligaciones internacionales *definidas de forma limitada*.⁷ Si empleamos una definición más amplia del término obligación internacional (en la que se incluyan los instrumentos de deuda emitidos por residentes de la zona euro pero dirigidos a mercados internacionales), la proporción de reservas totales de euros era del 39% a mediados de 2002 (comparada con una cuota del 44,5% para el dólar estadounidense), lo que suponía un aumento con respecto al 34,5% registrado a finales de 2000.⁸

En términos de flujos, para mediados de 2002 el euro representaba el 40,5% del flujo, definido de forma amplia, de bonos y letras internacionales (con un aumento desde el 35% registrado en el 4T00) y el 36% del flujo, definido de forma amplia, de instrumentos del mercado monetario internacional (en aumento desde el 32% registrado en el 4T00). Según la definición limitada (que tiene en cuenta sólo los instrumentos emitidos por residentes de fuera de la zona euro), el euro representaba el 31% del flujo de bonos y letras internacionales (con un incremento desde el 29% registrado en el 4T00) y casi el 20% del flujo de instrumentos del mercado monetario internacional (lo que supone un ligero descenso con respecto al 21% registrado en el 4T00).⁹

También ha seguido aumentando la utilización internacional del euro por los bancos comerciales para operaciones de financiación (incluyendo depósitos transfronterizos en divisas y depósitos de valores internacionales emitidos por los bancos). La cuota que ocupaba el euro a finales de marzo de 2002 en los pasivos bancarios internacionales era del 24%, en alza desde el 22% registrado a finales de septiembre de 2000 y 6 puntos porcentuales más que a finales de 1998.¹⁰

⁷ La medición “limitada” de los empréstitos internacionales aísla únicamente las emisiones en una divisa distinta a la del país en el que reside el prestatario, lo que pone de manifiesto el papel de financiación internacional de una divisa *stricto sensu*. La medición “amplia” incluye también las emisiones denominadas en la divisa del país del prestatario o tenedor, siempre que dicha emisión se dirija al mercado financiero internacional.

⁸ Banco Central Europeo, *Review of the International Role of the Euro*, diciembre de 2002.

⁹ *Ibid.*

¹⁰ *Ibid.*, y Banco Central Europeo, *Review of the International Role of the Euro*, 2001.

La demanda

Sin embargo, al euro todavía le queda un camino por recorrer como *moneda de inversión*. La mayoría de compradores de instrumentos de deuda denominada en euros siguen siendo residentes de la zona euro. Un estudio llevado a cabo el año pasado por *Capital Access International* revelaba que a mediados de 2002 la cuota que ocupaba el euro en las carteras de fondos gestionados en EEUU y Canadá era tan sólo del 0,4% (lo que suponía un ligero aumento respecto al 0,3% de finales de 2000). Esto sugiere que los inversores norteamericanos todavía no han accedido de forma significativa al mercado del euro. No obstante, en un estudio paralelo sobre las carteras de fondos gestionadas en la Europa no incluida en la zona euro (Reino Unido, los países nórdicos y Europa Central y Oriental), la cuota que ocupaba el euro era del 34% (en comparación con el 30% registrado a finales de 2000), lo que corrobora la tesis de que la internacionalización del euro se ha concentrado hasta el momento en las intermediaciones de la zona euro. La *City* londinense, en concreto, ha desempeñado un papel muy señalado, ya que más del 50% de las actividades extrabursátiles de los mercados secundarios de bonos internacionales se realiza bajo la forma de valores denominados en euros.¹¹

Sin embargo, además de la emisión de deuda, otras facetas del euro como moneda de inversión internacional han experimentado también un significativo progreso. La proporción del euro en los activos bancarios internacionales (créditos transfronterizos, créditos locales en moneda extranjera y valores internacionales en poder de bancos) era del 24% a finales de marzo de 2002, lo que suponía un incremento sobre el 22% registrado a finales de septiembre de 2000. Esto representa un aumento de 8 puntos porcentuales desde el comienzo de la Tercera Fase de la UEM y 6 puntos porcentuales por encima de la cuota que, con anterioridad a 1999, sumaban las antiguas monedas nacionales. Esta cifra contrasta con el 52% del dólar estadounidense y el 11% del yen japonés.¹²

Según los datos más recientes (finales de 2000), los valores de la zona euro representaban el 25% de las inversiones de cartera pertenecientes a una pequeña muestra de los principales gestores de activos globales (comparado con el 50% en dólares estadounidenses y el 11% en yenes japoneses).

Es razonable pensar que la reticencia inicial de los no residentes a adquirir activos denominados en euros se haya visto motivada por la depreciación inicial en el tipo de cambio del euro durante los primeros tres años de su existencia (1999-2001).¹³ Esta situación podría cambiar pronto, ya que desde mediados de 2002 el euro se viene apreciando significativamente. *Por tanto, los datos para 2003 podrían empezar a reflejar un cambio en las actitudes inversoras, impulsado por un nuevo sentimiento de credibilidad motivado por la reciente apreciación del euro.*

b) Mercados de divisas y facturación comercial

El progreso del euro como *moneda vehicular* de los mercados de divisas ha sido modesto hasta el presente. La cuota del euro en las cuentas globales de operaciones al contado asciende a algo más del 20% del total, comparado con el 15% que ocupaba el marco alemán en 1998. Aunque esta proporción es inferior al 26% del que gozaba el conjunto de las antiguas monedas nacionales anteriores al euro, está generalmente aceptado que este descenso se ha visto motivado por el efecto estadístico producido por la eliminación por la moneda única de los volúmenes comerciales de las 12 antiguas divisas. En

¹¹ Banco Central Europeo, *Review of the International Role of the Euro*, diciembre de 2002.

¹² *Ibid.*

¹³ Benjamin J. Cohen, "Life at the Top: International Currencies in the 21st Century," en *Essays in International Economics* (Princeton, NJ: International Economics Section, 2000).

cualquier caso, el dólar estadounidense sigue siendo la divisa vehicular dominante en el mundo, con una proporción cercana al 50% de las operaciones globales al contado, mientras que la proporción del yen japonés ha permanecido estable alrededor del 13%. La situación de las operaciones *swap* es bastante similar. De nuevo, los datos más recientes muestran que *el euro ha adquirido el papel de divisa vehicular entre los países nórdicos y (después del marco alemán) en la Europa Central y Oriental*.¹⁴

Como *moneda de facturación comercial*, el euro capta aproximadamente el 50% del intercambio comercial europeo. Los cálculos más recientes conceden al euro un porcentaje del 25% como vehículo del comercio internacional, comparado con aproximadamente un porcentaje del 50% del comercio mundial facturado en dólares. Esta cuota del euro ha venido incrementando para el comercio tanto de bienes como de servicios en los países de la zona euro para los que disponemos de datos (Bélgica, Francia, Portugal y España), en los países de Europa del Este (Polonia, Bulgaria) y en Japón. La facturación en euros de las importaciones de la UE procedentes de Japón ha pasado del 40% en 2000 a más del 52% en 2001, mientras que la facturación en euros para las exportaciones de la UE a Japón ha pasado del 18% al 29%.¹⁵

Sin embargo, materias primas claves como el petróleo han seguido comprándose y pagándose en dólares, a pesar del hecho de que el 45% del total de importaciones de mercaderías de los países miembros de la OPEP proceden de la zona euro.¹⁶ Hay señales de que esta situación no tardará en cambiar, ya que ciertos países (generalmente regímenes que tradicionalmente han tenido relaciones adversas con EEUU, como Irak, Irán y Venezuela) han pasado a expresar de dólares a euros la facturación de sus exportaciones de crudo, o bien han contemplado seriamente dicho cambio. Se ha informado recientemente de que Indonesia podría estar considerando adoptar este cambio.¹⁷ Sin embargo, hasta que el Reino Unido y Noruega no cambien la denominación de su crudo de referencia Brent a euros, es poco probable que se encuentre el impulso suficiente para estimular un cambio al euro en la estructura de compra-venta de la industria petrolera internacional.

c) El euro como moneda de reserva

A finales de 2001, sólo el 13% de las reservas oficiales de divisas estaban denominadas en euros, mientras que el 68% estaban en dólares estadounidenses y el 5% en yenes japoneses. Estos porcentajes han permanecido más o menos constantes desde la introducción del euro. Desde 1992, los principales cambios han implicado un porcentaje mayor para el dólar (el 55,3% en 1992, frente al 68,3% de 2001) y un porcentaje más reducido para el yen (el 7,6% en 1992, frente al 4,9% de 2001). El porcentaje del euro en los últimos diez años, tras el ajuste al que se sometió por el efecto estadístico de la eliminación de las antiguas monedas nacionales, ha permanecido prácticamente sin cambios.¹⁸ No obstante, los datos más recientes del FMI (para el año 2002, publicados en diciembre de 2003) muestran un aumento hasta el 19% en la cuota de reservas internacionales denominadas en euros, mientras que la cifra en dólares ha descendido al

¹⁴ *Banco de Pagos Internacionales, Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity 2001, marzo de 2002; y Banco Central Europeo, Review of the International Role of the Euro, diciembre de 2002.*

¹⁵ Banco Central Europeo, *Review of the International Role of the Euro*, diciembre de 2002.

¹⁶ Javad Yarjani, director del departamento de análisis del mercado petrolero de la OPEP, en una ponencia (*The Choice of Currency for the Denomination of the Oil Bill*) durante la presidencia española de la UE, 14 de abril de 2002 (www.opec.org).

¹⁷ Tony Sitathan, "Euro could outshine dollar in Indonesia," *Asia Times*, www.atimes.com, abril de 2003.

¹⁸ Fondo Monetario Internacional, Informe Anual, 2002.

65%.¹⁹ Esto sugiere, por fin, que el cambio al euro en las reservas de los bancos centrales ha comenzado.

Sin embargo, la posición del euro como divisa *de reserva* entre los países en vías de desarrollo ha sido ligeramente más robusta (15,3%), comparada con el 64% del dólar estadounidense y el 4,5% del yen japonés. En cualquier caso, es probable que los datos de 2003 muestren un aumento notable del porcentaje del euro, dada la abundancia durante el último año de evidencia anecdótica que apunta a cambios (o planes de cambio) en las carteras de reservas de muchos poseedores de reservas, especialmente en Asia.²⁰

Por otra parte, el euro se emplea como *moneda ancla* en más de 50 países de fuera de la zona euro (principalmente del resto de Europa, Europa del Este, el Mediterráneo, Oriente Medio y África, los denominados “pertenecientes a la zona horaria del euro”), aunque todos estos países juntos suman sólo aproximadamente el 4% del PIB mundial y el 17% del de la zona euro.

d) Conclusiones

Aunque las proporciones relativas de las tres grandes monedas internacionales varían en función del segmento de mercado, a grandes rasgos se puede mantener que el dólar representa aproximadamente el 50% de las funciones monetarias internacionales y el euro aproximadamente el 25%-30%, con el yen y otras monedas internacionales repartiéndose la proporción restante.²¹

Si se pudiera mantener un vínculo estable entre la proporción global general de las funciones monetarias internacionales y el tamaño de la economía de la zona euro en relación con la de las otras monedas internacionales (EEUU, Japón, el Reino Unido y Suiza), la implicación principal sería que la configuración actual de las cuotas de mercado de las principales monedas sería cercana a una distribución “estable” de los papeles de las monedas internacionales.²²

Sin embargo, al euro le quedaría todavía mucho camino por recorrer en varios segmentos (especialmente en la facturación comercial, los mercados de divisas y las reservas oficiales), incluso aunque no se tenga en cuenta la posible expansión de la zona euro al Reino Unido, los países Nórdicos y otros países de la Europa Central y Oriental.

Obstáculos y estímulos potenciales para la internacionalización del euro

Presentación

Existe un consenso general con respecto a los requisitos previos estructurales y políticos que tiene que cumplir cualquier moneda para empezar a adquirir un papel internacional cada vez más importante. En primer lugar, una moneda tiene que ser percibida como sólida y estable. En segundo lugar, la economía que emite dicha moneda (su “hábitat”) debe ser significativa en relación con el PIB mundial y tener cierta entidad en el comercio mundial. En tercer lugar, los mercados financieros de la economía emisora de la moneda deben ser abiertos y estar relativamente bien desarrollados: es decir, han de ser amplios, sólidos y líquidos.²³ Por último, es probable que gozar de un poder político internacional

¹⁹ Fondo Monetario Internacional, Informe Anual Revisado, 2003, datos sobre Reservas de Divisas Oficiales, 19 de noviembre de 2003 (<http://www.imf.org/external/np/sec/pr/2003/pr03196.htm#att1>).

²⁰ Véase, por ejemplo, John Garnaut, “US Dollar Losing Its Position As Asia’s Reserve Currency,” 17 de julio de 2002, Rense.com; y Tony Sitathan, “Euro could outshine dollar in Indonesia,” *Asia Times*, www.atimes.com, abril de 2003.

²¹ Banco Central Europeo, *Review of the International Role of the Euro*, diciembre de 2002, p. 53.

²² *Ibid.*

²³ Véase, por ejemplo, Nicholas C. Garganas, “The International Role of the Euro,” *BIS Review* 6/2003; Otmar Issing, Comité Ejecutivo, BCE, *The Euro: A Stable International Currency*, 27 de febrero de 2003,

de suficiente credibilidad, expresado en términos de compromiso político global por parte de la economía emisora, sea también un importante requisito para que una moneda aspire a desplazar la moneda más importante del *status quo* y tomar el relevo.²⁴

Aun así, cualquier moneda que aspire a un potencial liderazgo internacional (como es el caso del euro) tendrá que enfrentarse por necesidad al grave obstáculo que implica la posición de liderazgo de la moneda dominante, reforzada por la inercia natural presente históricamente en los mercados de divisas y fortalecida por los aspectos externos del sistema que hacen del mercado de divisas internacional una esfera altamente oligopolística.²⁵

Para superar esta inercia y hacer frente a la centralidad de la moneda internacional dominante, una moneda aspirante debe resultar lo suficientemente convincente a un número suficientemente amplio de agentes económicos en cuanto a los tres requisitos previos y en relación con una amplia gama de usos públicos y privados. Una vez se ha ganado una masa crítica de usuarios, cada vez es menos probable que los aspectos externos al sistema puedan poner freno a la creciente cuota de mercado ganada por la moneda aspirante y que, al contrario, tiendan a favorecerla.²⁶

Más aún, es probable que una cuota de mercado cada vez mayor en los segmentos financiero y de inversiones interactúe positivamente con una cuota de mercado cada vez mayor en los mercados de divisas y lleve, a su vez, a una utilización más amplia de la moneda en la facturación comercial y, con el tiempo, a una cuota mayor en las reservas oficiales del mundo. *Aunque los agentes del mercado privado constituyen un elemento primordial en este proceso, hay cabida para que las políticas oficiales –tanto de la economía nacional como de terceros países– interactúen con decisiones del mercado privado, estimulando y reforzando la aceptación por parte del mercado de una nueva moneda internacional.*

Oficialmente, el BCE mantiene una postura neutral con respecto a la internacionalización del euro (ni la fomenta ni pone obstáculos), dejando el proceso a la mano invisible del mercado.²⁷ Tampoco hay ningún objetivo oficial en la política de la UE con respecto a la utilización internacional del euro –aunque hay momentos en los que los Estados miembros realizan declaraciones que parecen contradecir la posición *de facto* de la UE (como en el caso de la Declaración de la Presidencia de la ASEM 4, véase más arriba). Sin embargo, varios de los objetivos de política nacional del BCE (estabilidad de precios) y de la Comisión (mercados financieros más integrados), junto con varias de las metas generales de la UE (ampliación, incremento de la productividad a través de la Agenda Lisboa e intensificación del comercio internacional y de los vínculos de inversión) afectan directamente a las posibilidades futuras de aumentar la internacionalización del euro. Así mismo, *las políticas económicas internacionales y exteriores de terceros países*

discurso en la Academia de Ciencias de Budapest; y Benjamin J. Cohen, “Life at the Top: International Currencies in the 21st Century,” en *Essays in International Economics* (Princeton, NJ: International Economics Section, 2000).

²⁴ C. Fred Bergsten, *Dilemmas of the Dollar: The Economics and Politics of United States International Monetary Policy*, segunda edición (Armonk, NY: M.E. Sharpe, 1996), pp. 122-123.

²⁵ Paul R. Krugman, “The International Role of the Dollar,” en Paul R. Krugman, *Currencies and Crises*, 1992 (Cambridge, MA: MIT Press), cap. 10; Kevin Dowd and David Greenaway, “Currency Competition, Network Externalities and Switching Costs: Towards an Alternative View of Optimum Currency Areas,” *Economic Journal* 103 (septiembre de 1993), pp. 1180-1189.

²⁶ Richard Portes and Hélène Rey, “The Emergence of the Euro as an International Currency,” en David Begg, Jürgen von Hagen, Charles Wyplosz and Klaus F. Zimmermann, eds., *EMU: Prospects and Challenges for the Euro*, 1998 (Oxford: Blackwell), pp. 307-343.

²⁷ Banco Central Europeo, “The International Role of the Euro,” *ECB Monthly Bulletin*, agosto de 1999, pp. 31-53; y Banco Central Europeo, *Review of the International Role of the Euro*, diciembre de 2002, p. 55.

(especialmente de la Europa de fuera de la zona euro, del continente americano y de Asia) también podrían facilitar una mayor internacionalización del euro.

El euro; consecución de los requisitos previos

Hasta la fecha, el euro ha recorrido un largo camino hacia el cumplimiento de los criterios de estabilidad y de magnitud y, a medida que se realizan progresos en el Plan de Acción de los Servicios Financieros de la CE, la zona euro continúa cimentando y ampliando sus mercados financieros. Sin embargo, aún queda mucho por mejorar, en especial en lo que respecta a este último criterio. Además, el papel político internacional de la UE (y su potencial en el futuro) sigue estando sujeto a interpretaciones conflictivas.

a) Percepción del euro como moneda sólida y estable

Generalmente, se percibe que una moneda es sólida cuando registra tasas de inflación bajas y estables y cuando ha demostrado una buena gestión en materia de política fiscal y monetaria. En el caso del euro, esto se traduce en que los mercados han otorgado al BCE un alto nivel de credibilidad y en que la zona euro ha mantenido una contención fiscal suficiente, como exigía el Pacto para la Estabilidad y el Crecimiento.

Cuando se firmó el Tratado de Maastricht en 1991, la inflación en la zona euro era del 4% y la media del déficit presupuestario de la zona euro era del 5,5% del PIB. Desde la entrada en vigor de la moneda única, la inflación se ha mantenido bajo control incluso frente a *shocks* como cuando se triplicaron los precios del petróleo en 1999-2000. En la actualidad, la inflación en la zona euro se mantiene por debajo del 2% y se espera que a largo plazo esta cifra sea aún menor. Entre tanto, la media del déficit presupuestario de la zona euro (incluso después de haber experimentado una recesión en 1992-93 y una ralentización significativa en 2001-03) permanece por debajo del 2%.²⁸

En este sentido, el euro se ha granjeado la reputación de moneda sólida y estable. Esta percepción seguramente se ha reafirmado merced a la apreciación sostenida del euro en 2002 y 2003. En todo caso, los mercados pueden haber percibido la aplicación por parte del BCE de su política monetaria y el papel de la Comisión en la coordinación de las políticas fiscales y en el cumplimiento del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, como excesivamente agresiva, especialmente dada la debilidad actual de la economía europea y mundial. A pesar del debate actual sobre la conveniencia de modificar el Pacto de Estabilidad, la firmeza y seriedad con que las autoridades de la Unión Europea han controlado la inflación y los déficits han servido para alterar de forma fundamental las percepciones dominantes una década atrás entre los principales agentes del mercado. El reciente y rápido deterioro de la postura adoptada por EEUU en política fiscal ha contribuido a la consolidación de esta nueva percepción.

Sin embargo, la actual controversia que rodea al Pacto de Estabilidad y Crecimiento implica una amenaza potencial a esta reputación de solidez y estabilidad. Alemania se encuentra en recesión, y junto con Francia lleva ya tres años (2002-04) incumpliendo el umbral máximo de déficit establecido por el Pacto en el 3%, por lo que el dilema reside en pronosticar la perspectiva desde la que los mercados juzgarán en última instancia la credibilidad del euro: desde la estabilidad fiscal o desde un crecimiento suficientemente dinámico. Incluso con una política monetaria menos restrictiva por parte del BCE, la cuestión de la credibilidad girará en torno a si la preocupación del mercado se inclinará más hacia los peligros inflacionistas que se perciben como consecuencia de unos déficits que van a aumentar a medio plazo, o hacia los peligros potenciales que a corto plazo va

²⁸ Otmar Issing, Comité Ejecutivo del BCE, *The Euro: A Stable International Currency*, 27 de febrero de 2003, discurso en la Academia de las Ciencias de Budapest; y Klaus Regling, "The Euro: Achievements and Challenges", en *The Arrival of the Euro Currency: January 2002 and Beyond*, Instituto de Asuntos Monetarios (Tokio), Occasional Paper 11, enero de 2002.

a suponer la deflación. Estas cuestiones sobrepasan el alcance de este documento, aunque deberían ser aceptadas como amenazas potenciales a la percepción de solidez y estabilidad del euro, cruciales para su proceso de progresiva internacionalización.

b) Magnitud relativa suficiente del “hábitat” de la moneda

Nadie niega que la zona euro constituye una de las economías más grandes del mundo, con más de 300 millones de habitantes (comparado con los 270 millones de EEUU y los 125 millones de Japón). La zona euro actualmente representa cerca del 16% del PIB mundial (frente al 22% de EEUU y el escaso 5% de Japón) y cerca del 20% de las exportaciones mundiales (frente al 15% de EEUU y el 9% de Japón). Si los tres países de la UE que han decidido no adoptar el euro (Suecia, Dinamarca y el Reino Unido) se integraran en la moneda común, la zona euro tendría 376 millones de habitantes (un 40% más que EEUU y cerca de tres veces más que Japón), mientras que su PIB igualaría prácticamente al de EEUU y doblaría al de Japón. Sobra decir que el tamaño relativo de la zona euro dentro de la economía mundial seguirá aumentando cuando los países de la ampliación se incorporen a la UEM.²⁹

Algunas fuentes identifican la entrada del Reino Unido en la moneda única (por el tamaño de su economía, la importancia de sus mercados financieros y su importancia simbólica) como una de las variables críticas que determinarán la cuota de mercado que ocupará en última instancia el euro.³⁰ Sin embargo, parece que, en el mejor de los casos, el Reino Unido todavía tardará varios años en adoptar el euro. Un acontecimiento potencialmente clave se producirá cuando, en septiembre de 2003, Suecia celebre su referéndum sobre el euro, habida cuenta del posible impulso político que podría producirse con la entrada del primero de los estados miembros de la UE que optó por no adoptarlo. A finales de julio, el voto en contra aventaja al favorable en los sondeos de opinión (aproximadamente el 44% frente al 34%, con un 22% de indecisos), aunque un análisis más detallado de la opinión pública revela que el *Sí* todavía podría vencer.³¹ En cualquier caso, es probable que el resultado del referéndum sueco tenga un efecto político importante sobre la opinión pública en Dinamarca y el Reino Unido, al que habría que añadir el potente efecto psicológico que ello tendría sobre los mercados.

c) Un sistema financiero abierto y bien desarrollado

Se trata del vínculo clave en la cadena de factores externos del sistema. La densidad y volumen de la transacción en los mercados financieros de Europa tiene que reducir el coste de las transacciones lo suficiente como para permitir que el euro supere la inercia que inherentemente favorece al dólar en los mercados internacionales. Richard Portes y Hélène Rey concluyen en su estudio sobre las posibilidades de internacionalización del euro: “el factor determinante de la extensión y celeridad del proceso de internacionalización del euro reside en el coste de las transacciones realizadas en los mercados de divisas y de valores.”³²

²⁹ Nicholas C. Garganas, “The International Role of the Euro,” *BIS Review*, junio de 2003.

³⁰ Véase, por ejemplo, Richard Portes and Hélène Rey, “The Emergence of the Euro as an International Currency”, en David Begg, Jürgen von Hagen, Charles Wyplosz and Klaus F. Zimmermann, eds., *EMU: Prospects and Challenges for the Euro*, 1998 (Oxford: Blackwell), pp. 307-343; y Javad Yarjani, Director del departamento de análisis del mercado petrolero de la OPEP en un discurso (*The Choice of Currency for the Denomination of the Oil Bill*) durante la presidencia española de la UE, 14 de abril de 2002 (www.opec.org).

³¹ “Demoskop: Nejsidans stora övertag an chimär,” *Dagens Nyheter* (Internet version: www.dn.se), 31 de Julio de 2003.

³² Richard Portes and Hélène Rey, “The Emergence of the Euro as an International Currency”, en David Begg, Jürgen von Hagen, Charles Wyplosz, and Klaus F. Zimmermann, eds., *EMU: Prospects and Challenges for the Euro*, 1998 (Oxford: Blackwell), pp. 307-343.

A los inversores les interesan las perspectivas de obtener una rentabilidad y por tanto exigen que los mercados financieros tengan altos niveles de eficiencia y de liquidez. Ante esta situación, la zona euro debe crear una red integrada de mercados financieros que sean lo suficientemente amplios, sólidos y líquidos para que los inversores empleen el euro. De no ser así, el euro podría fácilmente no obtener la masa crítica necesaria para arrebatarse al dólar una cuota de mercado significativa en un amplio abanico de funciones monetarias internacionales, especialmente en los mercados de divisas.

Está claro que la adopción de la moneda única y la puesta en marcha del sistema de pagos transfronterizos TARGET han ayudado a integrar los mercados financieros de Europa. Sin embargo, los mercados de renta variable de la zona Euro en concreto siguen centrados en el ámbito nacional, puesto que se estructuran alrededor de depositarios de valores y sistemas de liquidación nacionales, y se sustentan en infraestructuras de pagos nacionales. Por este motivo, siguen siendo más pequeños y fragmentados que sus equivalentes de la zona dólar.

La zona euro deberá seguir eliminando los obstáculos institucionales y económicos que elevan el coste de las operaciones transfronterizas. Ello implica una mayor armonización de las normas contables, los regímenes fiscales y los marcos legales, además de la construcción de la infraestructura técnica necesaria para gestionar con mayor facilidad las liquidaciones y *holdings* transfronterizos. Estas barreras han sido identificadas en el Plan de Acción de los Servicios Financieros de la CE, en el que se establecen las prioridades políticas y marcos temporales para adopción de acciones legislativas y de mercado que faciliten la consecución de tres objetivos estratégicos: (1) completar la formación de un mercado mayorista único; (2) desarrollar unos mercados minoristas abiertos y seguros; (3) asegurar una estabilidad continuada en los mercados financieros de la UE. Asimismo, identifica los obstáculos y distorsiones fiscales que impiden la creación de un mercado financiero único optimizado.

A principios de 2003 ya se habían implementado 30 de las 42 medidas contempladas en el Plan de Acción. Sin embargo, aún quedan las medidas más importantes. En esta fase, por tanto, la relativa falta de mercados financieros amplios, sólidos y líquidos en Europa sigue minando el potencial del euro como activo internacional.³³

A este respecto, y según los datos más recientes, resulta significativo constatar que los costes de las transacciones (reflejados en líneas generales en el diferencial entre los precios de oferta y demanda de los mercados de divisas) no se hayan reducido todavía y que, de hecho, haya signos que demuestren que han aumentado desde la introducción del euro. Aunque los datos de que disponemos no indican cambios estructurales en los diferenciales entre el marco alemán (euro) y el yen o el franco suizo durante los primeros dos años de la existencia del euro (1999 y 2000), los diferenciales medidos en puntos básicos sobre el comercio en US\$/EUR negociado en EBS (*Electronic Booking Services*) eran de un 20% a un 50% más elevados que los previamente observados (de febrero de 1997 a diciembre de 1998) en DEM/US\$. En cualquier caso, durante los dos primeros años del euro se ha observado un aumento en el diferencial de sólo una pareja de divisas: el mercado ESD/EUR, donde el diferencial aumentó desde 0,7-0,9 puntos básicos hasta llegar a cerca de 1,2 puntos básicos, lo que sugiere que los diferenciales del euro en general no han aumentado sistemáticamente en comparación con los diferenciales del marco alemán.³⁴

Por una parte, esta evidencia nos lleva a pensar que no se ha producido un deterioro sistemático en la liquidez del euro que haya podido tener un efecto potencialmente

³³ Nicholas C. Garganas, "The International Role of the Euro," *BIS Review*, junio de 2003.

³⁴ Banco Central Europeo, "Review of the International Role of the Euro", diciembre de 2002, p. 34.

perjudicial para su internacionalización. De hecho, tras el máximo alcanzado en junio de 2000, el diferencial US\$/EUR comenzó a disminuir ligeramente hasta 1,2 puntos básicos en febrero de 2002. Más aún, el BCE ha recabado datos que sugieren que el aumento observado en los diferenciales US\$/EUR son el resultado del efecto estadístico generado por la interacción de la adopción del euro, las convenciones de cotización previas y la apreciación del dólar.³⁵

Por otra parte, considerando que se trata del mercado de divisas bilateral más grande del mundo, y dado que el euro y el dólar tienen un estatus diferente en los mercados de divisas, el mercado podría percibir este aumento inicial de márgenes como algo más dañino para el euro que para el dólar.³⁶ Ante esta situación, se puede concluir que *para lograr un progreso constante y significativo en la internacionalización del euro, sería necesario profundizar y ampliar los mercados financieros del euro, y aumentar su liquidez.*

d) Influencia política internacional de la Unión Europea

Aunque queda fuera del alcance de este documento, sería conveniente hacer un comentario general sobre la relevancia de la influencia política de la UE. Es éste, quizás, uno de los temas clave en los que el peso internacional del euro podría parecer crónicamente débil. Aunque hay interpretaciones polémicas sobre el reciente desarrollo de la UE y sobre sus posibilidades en el futuro como potencia política con capacidad de influir en el sistema internacional, parece claro que, habida cuenta del origen particular de la UE, aún falta tiempo hasta que pueda desplegar todo su potencial como fuerza política internacional (si es que alguna vez lo hace). Este hecho puede implicar una interrupción en la internacionalización del euro y, unido a la ventaja inherente de que disfruta actualmente el dólar, puede poner rápidamente límites al papel internacional del euro.

Sin embargo, en el caso de que terceros países comenzasen a adoptar políticas favorables a aumentar la internacionalización del euro, es probable que se genere el impulso necesario para que la utilización del euro (a pesar de las deficiencias políticas actuales en el seno de la UE) desbanque la posición aventajada del dólar. Este estímulo crítico para la internacionalización del euro podría, a su vez, ofrecer a la UE una mayor flexibilidad macroeconómica, necesaria para facilitar una proyección internacional más efectiva y creíble. Una política exterior más creíble y vigorosa reforzaría, por su parte, la internacionalización del euro.

Como quiera que la reciente crisis de Irak ha puesto de manifiesto la creciente división no sólo entre los modelos económicos de EEUU y Europa, sino también entre sus visiones "Hobbesiana" y "Kantiana" del mundo, parecería lógico que otros países empezasen a evaluar sus opciones estratégicas y aplicasen políticas capaces de ejercer un efecto relevante aunque marginal en el mapa de divisas internacional. Es probable que los países asiáticos consideren debatir estas opciones estratégicas en el contexto de la ASEM.

³⁵ Véase la explicación del BCE sobre la hipótesis del "pip" o "granularity" explicada por Goodhard y cols. en "Analysis of spreads in the dollar/euro and Deutsche Mark/dollar foreign exchange markets," *Economic Policy*, Issue 25, octubre de 2002, pp. 535-552; y Banco Central Europeo, "Review of the International Role of the Euro", diciembre de 2002, pp. 29, 33-34, 36.

³⁶ Banco Central Europeo, "Review of the International Role of the Euro", diciembre de 2002, pp. 34, 36.

Conclusiones

Parece claro que una amplia gama de opciones políticas distintas en las que se expresen las “preferencias estratégicas” de los agentes estatales de terceros países podría facilitar o dificultar la expansión de la internacionalización del euro.³⁷ Dada la fuerza de la inercia inherente que demuestran los mercados, y también las dificultades percibidas que confrontan las perspectivas de una mayor integración financiera en Europa, estas “preferencias estratégicas” de terceros países (en la Europa de fuera de la zona Euro, el continente americano y Asia) pueden incluso llegar a constituir el factor clave (el choque sistémico necesario) que determine el éxito de la apuesta del euro; esto es, no sólo adquirir un papel mayor como moneda internacional, sino constituirse en un verdadero contrincante del dólar como moneda internacional co-hegemónica o incluso dominante.

Sin embargo, aún hay que progresar en dos temas esenciales e interrelacionados de la UE que podrían ayudar a que el euro alcance un estado de igualdad con el dólar estadounidense. El primero de ellos es la mejora de la productividad y la competencia en la zona euro, que podría elevar la tasa de rentabilidad de los activos de la zona euro, estimulando así las inversiones realizadas en euros. Esta perspectiva se deriva de los profundos cambios que están teniendo lugar en Europa en áreas como la regulación de los mercados laborales y de productos, la deuda pública y los déficits fiscales y la seguridad social. La consecución de un mayor progreso efectivo en la Agenda de Lisboa de la UE sería uno de los estímulos más eficaces para la internacionalización del euro a disposición de los dirigentes de la UE. A este respecto, las reformas sanitarias y del sistema de pensiones propuestas por el gobierno alemán representan un avance prometedor.

En segundo lugar, la integración constante de los mercados financieros (condición previa necesaria para obtener mayores inversiones en activos en euros) precisa que se realicen cambios, además de armonización, en materia de legislación, reglamentos, prácticas de mercado e infraestructuras.³⁸ El destino final de los esfuerzos realizados por la Comisión Europea encaminados a establecer un mercado financiero europeo único e integrado serán la prueba decisiva en este terreno.

Por último, la recientemente consolidada credibilidad del euro está en juego, al menos parcialmente, en la actual controversia sobre el Pacto de Estabilidad y Crecimiento en el contexto de la recesión que se cierne sobre Europa.

Implicaciones de una mayor internacionalización del euro

a) Europa

Las implicaciones de una mayor internacionalización del euro se relacionan más directamente con las ventajas y desventajas de la economía que emite una moneda internacional dominante.

La primera de las ventajas es el *señoreaje*. Los préstamos sin intereses de la economía que emite la divisa clave se denominan en su propia divisa, lo que permite que dicha economía obtenga recursos reales (importaciones netas) a cambio de billetes, prácticamente sin costes. Como quiera que la mayoría de las reservas en divisas extranjeras están en bonos del estado, hay en última instancia cierto coste para la economía emisora. Sin embargo, en términos netos, esta forma básica de *señoreaje* de

³⁷ Benjamín J. Cohen, “Life at the Top: International Currencies in the 21st Century,” en *Essays in International Economics* (Princeton, NJ: International Economics Section, 2000).

³⁸ Nicholas C. Garganas, “The International Role of the Euro,” *BIS Review* 6/2003.

divisas puede generar beneficios del orden del 0,1% del PIB, según las estimaciones de consenso de los actuales flujos de *señoreaje* internacional hacia EEUU.³⁹

También hay otra fuente indirecta de *señoreaje* que podría empezar a aportar beneficios a la zona euro como resultado de una mayor utilización del euro: el *descuento por liquidez*. Se ha calculado que la posición del dólar estadounidense como moneda dominante en el mundo reduce la rentabilidad real que el gobierno de EEUU debe pagar en su deuda entre 25 y 50 puntos básicos, dando lugar a un flujo anual adicional en el *señoreaje* de divisas de otro 0,1% del PIB. Más aún, un estudio reciente sobre los beneficios económicos en la zona euro en un escenario en el que el euro alcanza un estatus similar al del dólar sugiere unos beneficios anuales adicionales del orden del 0,2% del PIB (mientras que tanto EEUU como Japón perderían el 0,04% y el 0,07% del PIB, respectivamente).⁴⁰ El beneficio total para la zona euro se situaría en torno al 0,3%-0,4% del PIB anual. La mayor parte del beneficio económico para la zona euro se derivaría de los mercados financieros, especialmente como consecuencia de unos costes transaccionales inferiores, mientras que saldrían perdiendo EEUU y Japón a causa de la asunción por parte del euro de por lo menos algunas de las funciones del dólar como moneda vehicular fuera de las fronteras de Europa.

Quizá más importante de lo que pudieran considerarse ventajas relativamente insignificantes en *señoreaje* y beneficios económicos sería el mayor grado de flexibilidad macroeconómica del que tradicionalmente goza la economía emisora de la principal moneda internacional. Dicha economía es intrínsecamente menos vulnerable que las demás a los cambios en el valor de su divisa. La mayoría de las importaciones de EEUU están denominadas en dólares (por ejemplo, el petróleo), como lo están también casi todas sus exportaciones. Por tanto, la depreciación del dólar no se traduce automáticamente en precios más elevados para la importación a EEUU. Ello implica que la economía de EEUU está relativamente bien protegida contra el impacto inflacionario de la depreciación monetaria.

Esto es especialmente cierto cuando la economía de la moneda líder está relativamente cerrada al comercio en términos estadísticos. Por ejemplo, el comercio internacional supone el 13%-15% del PIB de EEUU (comparado con el 15%-20% en la economía de la zona euro, aunque este nivel de exposición del PIB disminuirá a medida que se vayan incorporando a la moneda única los restantes países de la UE). Ello implica una mayor libertad relativa en cuanto a la necesidad de una política monetaria más restrictiva tras una depreciación monetaria, lo que permite que la moneda líder tenga mayor capacidad para seguir aplicando estímulos macroeconómicos y crecer a un ritmo más rápido (libre de presiones inflacionistas), de lo que lo haría en otras circunstancias.

La divisa líder también goza de una relativa libertad con respecto a otras restricciones monetarias, como es la necesidad de mantener reservas suficientes de divisas para asegurar las importaciones vitales. El ejemplo más decisivo es el de las importaciones de petróleo, cuyas transacciones se realizan en la moneda líder mundial, el dólar estadounidense, desde el final de la segunda guerra mundial. Como quiera que el dólar ha dominado los sistemas de precios y pagos de la industria petrolera internacional, los

³⁹ G.S. Alogoskoufis and Richard Portes, "International Costs and Benefits of EMU," en *The Economics of EMU, European Economy*, 1991, Special Edition no. 1, pp.231-45; Comisión Europea, '*Aspectos exteriores de la Unión Económica y Monetaria*', Dirección General II, 1997; J. Frankel, "Still the Lingua Franca: The Exaggerated Death of the Dollar," *Foreign Affairs*, 74:4, pp. 9-16; Kenneth Rogoff, "Foreign and Underground Demand for Euro Notes," paper for Economic Policy Panel, octubre de 1997.

⁴⁰ Richard Portes y Hélène Rey, "The Emergence of the Euro as an International Currency," en David Begg, Jürgen von Hagen, Charles Wyplosz y Klaus F. Zimmermann, eds., *EMU: Prospects and Challenges for the Euro*, 1998 (Oxford: Blackwell), 307-343.

excedentes en petrodólares de los países exportadores de petróleo han fluido de forma natural hacia la economía de EEUU, contribuyendo a financiar sus déficit y a reforzar su ventaja estratégica relativa frente a tanto sus aliados como sus adversarios.

Con un estatus casi monopolístico en el comercio internacional y en los mercados financieros, como es el caso actualmente del dólar, la moneda líder ciertamente goza de una línea de crédito larga, flexible y estable por parte de los inversores mundiales, quienes (a falta de otras alternativas estables y líquidas) le proveen de la capacidad para soportar mayores déficits internos y externos durante mayores períodos de tiempo que a otros países.⁴¹ Lo anterior puede traducirse en una mayor flexibilidad política y ventajas geopolíticas. En el caso de EEUU, esta flexibilidad macroeconómica ha permitido que el país mantuviera durante años grandes déficits presupuestarios y por cuenta corriente que, por otra parte, le han permitido implementar satisfactoriamente sus agendas estratégicas (durante los 60, los 80 y, de nuevo, durante la década actual) e imponer con mayor eficacia su marchamo al sistema internacional.⁴²

En la medida en que la internacionalización del euro aumenta y el euro comienza a suponer una seria amenaza para la hegemonía del dólar, es probable que la zona euro empiece a acumular una porción cada vez mayor de esta flexibilidad macroeconómica a costa de EEUU. Esta capacidad creciente de soportar grandes déficits externos e internos y de financiarlos con unos tipos de interés cada vez más bajos, potencialmente permitiría que la economía de la zona euro pudiera crecer con mayor celeridad y dedicar más recursos a una proyección internacional de la UE más significativa y convincente (incluyendo un gasto militar más serio y coherente).

Esta capacidad de explotar los ahorros de Europa y Asia que tradicionalmente han financiado los déficits de EEUU (y, por extensión, la agenda estratégica de EEUU) podría servir potencialmente para reforzar la cohesión y la influencia de la UE en el ámbito de la política exterior y de seguridad. La mayor influencia internacional resultante podría, a su vez, ofrecer un estímulo aun mayor a la internacionalización del euro. En resumen, la exitosa internacionalización del euro (en un marco de dominancia monetaria compartida o total) podría ayudar a fomentar el objetivo de un multilateralismo más profundo y auténtico del sistema internacional, si la internacionalización del euro avanza de la mano de una mayor influencia política internacional, que permita que la UE fomente con mayor eficacia su visión de un sistema político internacional multilateral.⁴³

Sin embargo, la gestión de la política monetaria puede complicarse a causa de la internacionalización de una moneda. Parece que éste fue el motivo de que el Bundesbank se opusiera a una mayor internacionalización del marco alemán durante la década de los 70 y 80. En cualquier caso, las inestabilidades potenciales que pueden derivarse del estatus internacional de una divisa, además de otras desventajas que ello conllevaría para los ejecutores de las políticas monetarias nacionales, están inversamente relacionadas con la dimensión relativa de la economía en cuestión y con las posibilidades realistas de que dicha divisa pueda convertirse algún día en la moneda dominante del mundo. En este sentido, puede que, en última instancia, la UE realice una revisión muy distinta de los costes y beneficios que conllevan aumentar la

⁴¹ Benjamín J. Cohen, "Life at the Top: International Currencies in the 21st Century," en *Essays in International Economics* (Princeton, NJ: International Economics Section, 2000).

⁴² Paul Isbell, "The Shifting Geopolitics of the Euro," *Análisis del Real Instituto Elcano*, 23 de septiembre de 2002 (www.realinstitutoelcano.org).

⁴³ Véase Paul Isbell, "La economía política de la dolarización," *POLÍTICA EXTERIOR*, septiembre / octubre de 2000, y "The Dollar and the Euro: The Smoke and Mirrors of Currency Politics," en *REDEN: Revista Española de Estudios Norteamericanos*, Universidad de Alcalá de Henares. N° 15, otoño de 2000.

internacionalización del euro (a pesar de su actual posición oficial de neutralidad) de la que hiciera en el pasado el Bundesbank con respecto al marco alemán.

b) Implicaciones para Asia

La internacionalización del euro (y su potencial de expansión) ofrece a los países asiáticos varios posibles beneficios, retos y oportunidades para cooperar con Europa, posiblemente dentro del contexto de la ASEM. En primer lugar, porque el euro ha ayudado a reforzar la estabilidad macroeconómica de Europa, el segundo bloque comercial y económico más grande del mundo. En la medida en que la UE y Asia se han convertido cada uno en el segundo socio comercial más importante del otro, esta creciente estabilidad económica no puede ser sino beneficiosa para Asia.

A medida que el euro va siendo cada vez más aceptado como divisa internacional y de financiación, se abren nuevas opciones de diversificación financiera para los agentes económicos asiáticos. Los asiáticos podrían potencialmente aportar el elemento de demanda internacional que necesitan los activos denominados en euros. Una mayor utilización internacional del euro podría también reforzar la cohesión política europea, que traería como consecuencia efectos benéficos sobre la gestión del sistema monetario internacional. Dada la reciente vulnerabilidad asiática frente a los *shocks* económicos externos y al contagio internacional, esto podría ser visto con buenos ojos en Asia.

La unificación de las monedas europeas y la satisfactoria internacionalización del euro ofrecen a las economías asiáticas una referencia importante en materia de integración monetaria, financiera y económica. Aunque la internacionalización del euro implica un potencial de competencia internacional frente al yen (o frente a cualquier divisa asiática que sea capaz de ejercer un papel internacional en el futuro), la colaboración activa de Asia para estimular la expansión internacional del euro podría llevarse a cabo de forma que contribuyera a la causa del euro y pusiera los cimientos para una mayor colaboración e integración de los países asiáticos. Las implicaciones que ello conllevaría para el mapa monetario de Asia y el mundo (y, de hecho, para el sistema político internacional) podrían ser de hondo calado.

Posibles implicaciones para la ASEM y una alianza económica más estrecha
Dada la relativa debilidad de la UE para generar la suficiente credibilidad como fuerza política internacional importante, es probable que las acciones políticas oficiales emprendidas por terceros países resulten de especial importancia para ofrecer el estímulo necesario que lleve a los agentes privados a una mayor utilización del euro. Dado que la internacionalización de una moneda adquiere un impulso creciente una vez traspasado el umbral crítico de resistencia, los países asiáticos tienen la llave estratégica para el futuro del euro como moneda co-dominante, o, en caso de superar al dólar, como moneda internacional clave.

Aunque los países asiáticos englobados por la ASEM probablemente son conscientes de que en parte dependen monetaria y estratégicamente de EEUU, el contexto de la ASEM supone un potencial canal creativo para considerar nuevas opciones estratégicas. Aunque no sea propicio desde el punto de vista político ejercer políticas que fomenten directamente la utilización internacional del euro, sí podría ser viable comprometerse en acciones de colaboración en el contexto de la ASEM que, mientras fomenten una mayor cooperación e integración asiática, indirectamente estimulen también una utilización internacional más amplia del euro. Una de las áreas en las que podrían colaborar Europa y Asia sería en el fomento de los mercados de bonos asiáticos, donde el euro pueda desempeñar, por lo menos, un papel secundario.⁴⁴

⁴⁴Ver Instituto de Asuntos Monetarios Internacionales, "Issue Paper on Creating Asian Bond Markets," preparado para la Reunión del Grupo de Trabajo de la ASEM en Tokio, septiembre de 2003.

En conclusión, es importante resaltar que los socios europeos y asiáticos de la ASEM deberían empezar a considerar seriamente el proceso de la ASEM como un foro útil para reformular el origen estratégico de las relaciones Europa-Asia. Si se tienen en cuenta los últimos avances internacionales, las acciones dentro del contexto de la ASEM que facilitan la expansión de la internacionalización el euro podrían tener una importancia histórica.

Paul Isbell

*Investigador Principal, Área Economía Internacional y Comercio
Real Instituto Elcano de Estudios Estratégicos e Internacionales, Madrid*

ANEXO

Grupo de Trabajo de la ASEM para una Asociación Económica más Estrecha entre Asia y Europa

Participantes asiáticos

Dr. Narongchai Akrasanee (Tailandia), Presidente de Seranee Holdings Co., Ltd., Presidente de la Schiller-Stamford International University, Asesor del Vice Primer Ministro de Asuntos Económicos, anterior Ministro de Comercio.

Mr. Djoko Mulyono, SE, MA, (Indonesia), Consejero del Indonesia-China Business Council, Indonesia Forwarder Association, Indonesia Surveyor Association e Indonesia Appraisal Association.

Mr. Toyoo Gyohten (Japón), Presidente del Instituto de Asuntos Monetarios Internacionales, Consejero del Bank of Tokyo-Mitsubishi Ltd.

Mr. Hoang Tich Phuc (Vietnam), Consejero Principal del Ministro de Comercio, ex ayudante del Ministro de Comercio.

Mr. Il SaKong (Corea), Presidente y Director del Institute for Global Economics.
Prof. Tommy Koh (Singapur), Embajador en Misión Especial del Ministerio de Relaciones Exteriores de Singapur, Director del Instituto de Estudios Políticos y Presidente del National Heritage Board.

Mr. Melito S. Salazar, Jr. (Filipinas), Miembro, Consejo Monetario, Central Bank of the Philipines.

Tan Sri Dato' Seri Dr. Mohamed Noordin Sopiee (Malaisia), Presidente, Instituto de Estudios Estratégicos e Internacionales de Malaisia.

Prof. Zhang Yunling (China), Catedrático de Economía Internacional, Director del Instituto de Estudios de Asia-Pacífico y Director del Centro de Investigaciones de Cooperación Regional de la Academia China de Ciencias Sociales.

Dr. Haji Ismail Haji Duraman (Brunei).

Participantes europeos

Daniel Bernard (Francia), Presidente del Consejo y Director General, Grupo Carrefour.

Magnus Blomström (Suecia), Presidente del Instituto Europeo de Estudios Japoneses y catedrático de economía de la Escuela de Economía de Estocolmo.

Lord Brittan (Reino Unido), Vicepresidente de UBS Warburg, Miembro de la Cámara de los Lores; anteriormente Vicepresidente de la Comisión Europea con responsabilidades en materia de Política de la Competencia, Instituciones Financieras, Política Comercial y relaciones con Norteamérica, Australia, China, Hong Kong, Japón y Corea, Secretario de Estado del Reino Unido para el Comercio y la Industria.

Henning Christophersen (Dinamarca), anteriormente Comisario Europeo de Asuntos Económicos y Financieros.

Gianni De Michelis (Italia), anteriormente Viceprimer Ministro, Ministro de Asuntos Exteriores y Ministro de Trabajo.

Alfredo Pastor (España), Decano y Vicepresidente del China International Business School, Catedrático de Economía IESA, España; consejero de diversas multinacionales españolas; anteriormente Secretario de Estado de Asuntos Económicos y consejero del Banco de España.

Dr. Gert Vogt (Alemania), Presidente, ASEM-Initiative of German Business.