
macroeconomía del desarrollo

Emergencia del euro y sus Implicaciones para América Latina y el Caribe

Hubert Escaith
Carlos Quenan
(coordinadores)



NACIONES UNIDAS



División de Desarrollo Económico

Santiago de Chile, enero de 2003

La preparación de este documento fue coordinada por Hubert Escaith, en ese entonces Oficial a Cargo de la División de Desarrollo Económico de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe, CEPAL, y Carlos Quenan, profesor en la Universidad de París 3, en el contexto del proyecto “Análisis del impacto de la creación del euro”, financiado por el Gobierno de Francia.

Las opiniones expresadas en este documento, que no ha sido sometido a revisión editorial, son de exclusiva responsabilidad de los autores y pueden no coincidir con las de la Organización.

Publicación de las Naciones Unidas

LC/L.1842-P

ISBN:92-1-322127-4

IISS impreso: 1680-8843

ISS electrónico: 1680-8851

Copyright © Naciones Unidas, enero 2003. Todos los derechos reservados

Nº de venta: S.03.II.G.7

Impreso en Naciones Unidas, Santiago de Chile

La autorización para reproducir total o parcialmente esta obra debe solicitarse al Secretario de la Junta de Publicaciones, Sede de las Naciones Unidas, Nueva York, N. Y. 10017, Estados Unidos. Los Estados miembros y sus instituciones gubernamentales pueden reproducir esta obra sin autorización previa. Sólo se les solicita que mencionen la fuente e informen a las Naciones Unidas de tal reproducción.

Índice

Resumen	7
Presentación	9
Primera Parte.	
El euro y las relaciones financieras entre América Latina y Europa: Implicaciones a mediano y largo plazo	11
Introducción	13
I. El euro y el sistema monetario internacional	17
A. El euro, moneda internacional: consideraciones generales	17
B. El euro en el escenario internacional: un comienzo difícil.....	18
C. El rol internacional del euro y el SMI	20
II. El proceso de internacionalización del euro: la importancia de la dimensión financiera	25
A. El marco teórico	25
B. El proceso de internacionalización: diferentes perspectivas según las funciones del euro.....	28
C. El uso financiero del euro por parte de los agentes privados: perspectivas de internacionalización significativas.....	31
III. Las relaciones económicas Europa-América Latina y el euro	39
A. Las relaciones comerciales euro-latinoamericanas: una dinámica insuficiente	40
B. El auge de la Inversión extranjera directa (IED) europea en América Latina	41
C. Una fuerte expansión de los créditos bancarios europeos hacia América Latina	42
D. Un peso creciente de las emisiones de obligaciones denominadas en euros.....	49

E. La gestión de la deuda externa: composición por monedas	53
IV. La emergencia del euro y la función de unidad de cuenta. Implicaciones para América Latina	57
A. Los regímenes de anclaje de facto: la metodología	58
B. Los determinantes financieros y comerciales de los regímenes de anclaje de facto	60
C. Una tipología de países	62
D. Implicaciones para América Latina	66
Conclusión de la primera parte	69
Anexo 1 El método de cálculo de los regímenes de facto y sus resultados	75
Anexo 2 El análisis factorial en componentes principales (AFCP)	76
Segunda Parte. Comentarios	79
1. Impacto del euro: aspectos estáticos y dinámicos	79
2. El papel del euro: una perspectiva desde Argentina	81
3. El euro y Brasil; expectativas originales y hechos recientes	86
4. Implicaciones del euro para la Comunidad Andina de Naciones	89
5. Percepción del euro en la región y lecciones para Centroamérica	92
6. El euro y la economía mexicana	98
Epílogo. El euro y las economías latinoamericanas al inicio del 2000	103
1. Comercio entre América Latina y Europa	104
2. Paridad cambiaria y volatilidad	106
3. Emisión de bonos en euro y estructura de tasas de interés	108
4. Debate en torno a las políticas monetarias y cambiarias	109
Bibliografía	113
Serie Macroeconomía del desarrollo: números publicados	117
Índice de cuadros	
Cuadro 1. Peso en la economía mundial de Estados Unidos y de la zona euro	18
Cuadro 2. Volatilidad de la paridad euro/dólar	22
Cuadro 3. Los diferentes usos internacionales de una moneda	26
Cuadro 4. Composición de la moneda de las reservas de intercambio extranjeras, todos los países	28
Cuadro 5. Activos internacionales consolidados de los bancos declarantes	32
Cuadro 6. Títulos de deuda internacional: montos netos por moneda de emisión	37
Cuadro 7. Estructura geográfica de las exportaciones e importaciones	41
Cuadro 8. Inversión extranjera directa en América Latina	42
Cuadro 9. Activos internacionales de los bancos declarantes sobre países en desarrollo	45
Cuadro 10. Activos internacionales de los bancos declarantes sobre países latinoamericanos	46
Cuadro 11. Distribución por región al aumento de la IED y de los flujos bancarios netos en América Latina 1993-1997	47
Cuadro 12. Números y montos de las emisiones de obligaciones soberanas emergentes en 2000 y 2001	53
Cuadro 13. Estructura de la deuda latinoamericana, por moneda	54
Cuadro 14. Los regímenes oficiales de cambio y su evolución	59
Cuadro 15. Los regímenes de cambio de facto	59
Cuadro 16. Comercio, deuda y regímenes de anclaje de facto	60
Cuadro 17. La probabilidad de adherir a una moneda internacional	61
Cuadro 18. Valores propios y correlaciones entre variables y factores principales	62

Cuadro 19.	Tipología de países a partir de los resultados del AFCP	64
Cuadro 20.	La probabilidad de adherir a una moneda internacional	65
Cuadro 21.	Grupos geográficos y monedas	65
Cuadro 22.	Evolución de la proporción de las emisiones en euro.....	67
Cuadro 23.	Importancia relativa de Europa en el comercio internacional y mercado de capitales.....	93
Cuadro 24.	Evolución de la tasa de cambio del euro y yen, diciembre 1998, agosto 2001.....	94
Cuadro 25.	Futuro del euro y del yen.....	94
Cuadro 26.	Función comercial y financiera del euro en América Latina	96
Cuadro 27.	Composición del comercio regional según origen y categorías, 2000.....	111

Índice de recuadros

Recuadro 1.	Metodología de cálculo de la volatilidad anualizada	23
-------------	-----------------------------------------------------------	----

Índice de gráficos

Gráfico 1.	Evolución teórica de la internacionalización del euro.....	20
Gráfico 2.	Volatilidad anualizada de la paridad euro/dólar	22
Gráfico 3.	Principales Sinergias entre las funciones monetarias internacionales	27
Gráfico 4.	Diferenciales comprador vendedor, transacciones a tres meses plazo.....	33
Gráfico 5.	Activos internacionales de origen latinoamericano y caribeño de los bancos declarantes.....	43
Gráfico 6.	Activos internacionales de los bancos declarantes sobre países en desarrollo	44
Gráfico 7.	Flujos de IED y préstamos bancarios en América Latina	48
Gráfico 8.	Evolución de la participación del euro en las emisiones de obligaciones de los países en vías de desarrollo (PVD)	49
Gráfico 9.	Evolución de las emisiones de obligaciones privadas	50
Gráfico 10.	Evolución de las emisiones de obligaciones soberanas.....	50
Gráfico 11.	Evolución de la participación del euro en las emisiones latinoamericanas de obligaciones	51
Gráfico 12.	Evolución de la participación de América Latina en las emisiones de obligaciones	52
Gráfico 13.	Círculo de correlaciones: ejes 1 y 2 (49% de la variación total).....	63
Gráfico 14.	Proyección de los países en el espacio factorial definido y los ejes 1 y 2 (49%)	63
Gráfico 15.	Tipos de cambio euro y yen.....	94
Gráfico 16.	Curvas de rendimiento de la deuda soberana de Latinoamérica, 24 de abril de 2001.....	97
Gráfico 17.	Distribución geográfica del comercio de América Latina y el Caribe, 1999-2000	104
Gráfico 18.	Tipo de cambio del euro y del yen en relación al dólar, enero 1999 – agosto 2002.....	108

Resumen

La creación y la entrada en vigor del euro a partir del 1 de enero de 1999, no sólo constituye una etapa decisiva para la Unión Monetaria Europea, pero implica también importantes transformaciones en el sistema monetario internacional. El peso no desdeñable de los lazos económicos que existen entre numerosos países latinoamericanos y el viejo continente, y el interés que constituye el proceso de construcción de la Unión Monetaria Europea para la integración regional en América Latina y el Caribe, están en la base de la reflexión que se presenta en este documento.

Los efectos del euro en América Latina y el Caribe dependerán del alcance del proceso de internacionalización de la nueva moneda. Esta es la dimensión que privilegia este trabajo: características del proceso de internacionalización del euro, identificación de los canales de transmisión de la influencia de la nueva moneda europea en América Latina, implicaciones para las relaciones comerciales y financieras euro-latinoamericanas. El análisis concluye que el impacto del euro en las relaciones euro-latinoamericanas transitará más por los canales financieros que por los comerciales. Las implicaciones de este proceso a mediano y largo plazo son numerosas, y abarcan entre otras las repercusiones en los regímenes cambiarios de América Latina.

Este documento está organizado en dos partes. En la primera se analiza el potencial de internacionalización de la divisa europea, se examinan los canales a través de los cuales se ejercerá la influencia del euro en América Latina y se explora la posibilidad de la utilización de esta moneda como ancla monetaria en la región. La segunda parte ofrece comentarios sobre algunos de los puntos analizados anteriormente, en particular desde la perspectiva de países o sub-regiones latinoamericanas específicas. Un epílogo resume y concluye el documento

Presentación

Este documento es el producto de un trabajo que involucró a varios expertos de ambos lados del Atlántico, en torno a una preocupación común: las implicaciones del euro para las relaciones económicas entre Europa y América Latina y el Caribe. Signo de los tiempos y, si se quiere, de los avances del proceso de globalización, el equipo de coordinación que se responsabilizó de la selección de los enfoques y de la elaboración de los trabajos estuvo integrado por un economista francés, que habita en América Latina y funcionario de la CEPAL, y un experto de origen argentino, residente en Europa, y es profesor en el Instituto de Altos Estudios de América Latina de la nueva Sorbonne en París.

La primera parte del estudio constituye el texto medular sobre las implicaciones financieras de mediano y largo plazos del euro para la región latinoamericana. La preparación de este texto, a cargo de Luis Miotti, Dominique Plihon y Carlos Quenan, se inició en 2000 para culminar a fines de 2001. Las versiones intermedias se debatieron en tres oportunidades durante el año 2001, dos en América Latina (Santiago, Chile, en enero, y San Salvador, El Salvador, en junio) y una en Europa (París, Francia, en septiembre), lo que permitió enriquecer el texto con los comentarios recibidos en esas ocasiones. La CEPAL publicó esta primera parte de manera separada por en una versión en inglés.¹

¹ Luis Miotti, Dominique Plihon y Carlos Quenan (2002) "Euro and the financial relations between Latin America and Europe: medium-and-long-term implications". Serie Macroeconomía del desarrollo, No. 13.

En la segunda parte del documento se presentan algunos de los comentarios de expertos destacados en el campo de la macroeconomía y de las cuestiones monetarias y financieras. Con la publicación de estos textos se persigue el objetivo de ofrecer al lector puntos de vista diferentes en relación a algunos aspectos del tema tratado, como lo hace Alicia García Herrero, que siguió el proceso de emergencia del euro desde el Banco Central Europeo, o a situaciones específicas de un país o de una región de América Latina. Así, Daniel Heymann ofrece una interpretación desde Argentina; Renato Baumann, desde Brasil; y Juan Carlos Moreno y Alonso de Gortari, desde México, sobre las implicaciones de la moneda única europea. A su vez, Rodrigo Suescún elaboró sus comentarios incorporando la perspectiva de los países andinos, y Osvaldo Martínez hizo lo propio desde la de América Central.

Muchos de los textos y comentarios se redactaron entre 2000 y 2001, cuando el euro daba sus primeros pasos. Desde entonces, los cambios, tanto en la coyuntura internacional como en la economía de los países de América Latina, han sido rápidos y profundos. De común acuerdo con los autores, se decidió mantener las redacciones iniciales, que tienen el mérito de presentar las perspectivas que se tenían en ese momento particular de la incipiente historia del euro. En el epílogo de este documento, además de retomarse algunos de los puntos principales analizados en las dos primeras partes, se ofrece información actualizada sobre las tendencias y la coyuntura económica internacional en vigor en 2002.

Los coordinadores dejan constancia expresa de su reconocimiento a Jacques Berteaud, Consejero regional de la cooperación francesa para el Cono Sur y Brasil entre 1998 y 2002, quien desde el inicio, apoyó de modo entusiasta la idea de realizar este estudio, y a Patrick Artus, Director del servicio de estudios económicos y financieros de la Caisse des Dépôts et Consignations de Francia, quien participó como asesor científico en la realización del proyecto y se convirtió en un promotor del diálogo interregional sobre los temas de integración monetaria y financiera. La Secretaría de la CEPAL, agradece el apoyo financiero del Gobierno de Francia que permitió la realización de este proyecto

**1. Primera Parte.
El euro y las relaciones
financieras entre América Latina
y Europa: implicaciones a
mediano y largo plazo²**

² Este documento fue preparado por Luis Miotti, Dominique Plihon, profesores en la Universidad de Paris 13 y Carlos Quenan, profesor en la Universidad de Paris 3.

Introducción

La creación y la entrada en vigor del euro a partir del 1 de enero de 1999 constituye uno de los mayores acontecimientos económicos de fines del siglo XX. Etapa decisiva de un largo proceso de integración económica, la materialización de la Unión Monetaria Europea introduce importantes transformaciones en las relaciones monetarias y financieras internacionales. El peso económico de la zona de emisión –es decir los doce países que constituyen hasta el momento el “Euroland”- y la voluntad de las autoridades europeas de no impedir el proceso de internacionalización de la nueva moneda llevan a pensar que la irrupción del euro puede traducirse en sustantivas modificaciones del sistema monetario internacional (SMI).

América Latina no es la región que presenta vínculos más estrechos con la zona euro. Además, el dólar es la divisa de referencia indiscutible en la región latinoamericana. No obstante, el peso no desdeñable de los lazos económicos que existen entre numerosos países latinoamericanos y el viejo continente y el interés por el proceso de construcción de la Unión Monetaria Europea están en la base de una reflexión que se desarrolla en dos planos diferentes.

Por un lado, la trayectoria europea hacia la unión monetaria es, desde hace varios años, una fuente de experiencia para América Latina. Aun cuando no es posible trasplantar una experiencia que es en gran medida única, el análisis de la secuencia lógica y de los criterios de convergencia adoptados por la Unión Europea puede ser de gran utilidad para los diversos agrupamientos regionales latinoamericanos

(SELA, 1998; Giambiagi, 1999; Heyman, 1999; Irela, 1999; Levy Yeyati y Sturzenegger, 1999a; Zalher, 1999). El interés por el proceso europeo se ve reforzado, además, en un contexto en el que el principio hasta hace poco dominante de “un país, una moneda” es cada vez más cuestionado (Alesina y Barro, 2000). A partir de ello, las opciones a mediano y largo plazo para los países latinoamericanos parecen polarizarse, más allá de la diversidad de regímenes cambiarios existentes en la región, entre la perspectiva de una dolarización total y la de la participación en una unión monetaria regional, lo cual refuerza el interés por la experiencia europea (véase por ejemplo Dornbusch, 1999; García Herrero y Glöckler, 2000 y Escaith, Ghymers y Studart, 2002).

Por otro lado, los probables efectos directos e indirectos de la creación del euro en las relaciones económicas entre Europa y América Latina comienzan a suscitar un interés creciente. La tarea de analizar en términos prospectivos el impacto de la nueva moneda europea en otras regiones del mundo es compleja. El euro tendrá, en primer lugar, efectos en los propios países de la unión monetaria europea que no son fáciles de elucidar y que serán en gran medida determinantes para que la nueva moneda gane terreno en las transacciones internacionales (por ejemplo, los efectos del euro en el desarrollo de los mercados financieros de la eurozona). Además, los efectos del euro en terceros países dependerán del alcance del proceso de internacionalización de la nueva moneda. Esta es la dimensión que, sin pretender abordar todos los aspectos de este vasto tema, será privilegiada en este trabajo: la atención se concentrará en el estudio de las características del proceso de internacionalización del euro y en la identificación de los canales de transmisión de la influencia de la nueva moneda europea en América Latina, con especial énfasis en el análisis de las relaciones financieras euro-latinoamericanas.

Esta elección parece justificada. Como ya ha sido puesto en evidencia, el impacto del euro en las relaciones euro-latinoamericanas transitará, más que por los canales comerciales, por los canales financieros (Levy Yeyati y Sturzenegger, 1999c).³ La mayor parte de los países latinoamericanos se caracteriza, en efecto, por un alto grado de apertura financiera que incrementa su vulnerabilidad respecto de los cambios en la direccionalidad de los flujos internacionales de capitales. Además, el desarrollo de las funciones financieras del euro constituirá, muy probablemente, la dimensión decisiva del proceso de internacionalización de la moneda única europea.

La historia monetaria demuestra que los procesos de emergencia de las divisas clave -es decir las monedas de uso internacional- son lentos, ya que se encuentran sometidos a inercias. Estas inercias son particularmente fuertes en lo que respecta a las funciones de unidad de cuenta y de medio de pago de la moneda. En cambio, la internacionalización de una divisa de referencia puede avanzar más rápidamente a nivel de sus funciones financieras. En el caso del euro, esto fue avizorado en algunos análisis anteriores al nacimiento de la moneda europea. En efecto, diversos trabajos han puesto el acento en la posibilidad de una utilización importante del euro en las operaciones financieras y en el impacto que esto puede tener en la evolución del SMI (Bergstein, 1997; Mc Cauley, 1997; Portes y Rey, 1998; Artus 2000a). Una mayor utilización del euro por parte de los agentes privados en las operaciones de financiación (colocaciones y empréstitos) puede ser la vía a través de la cual se avance hacia un SMI cada vez más bipolar.

Los primeros años de existencia del euro parecen confirmar estos análisis. La etapa inicial de la nueva moneda se caracteriza por una significativa expansión de las emisiones de obligaciones internacionales en euros y por la emergencia de la divisa europea como moneda de endeudamiento (Detken et Hartmann, 2000; BCE, 2000; BIS, 2000; BIS 2001b; Galati y Tsatsaronis, 2001). América Latina ha participado de manera importante en la expansión del mercado de obligaciones en euros. Este fenómeno constituye una faceta del proceso de intensificación de las relaciones financieras entre

³ Otros trabajos que abordan la cuestión de las implicaciones de la creación del euro para el conjunto de los países en desarrollo subrayan igualmente la preeminencia de los canales financieros respecto de los canales comerciales (por ejemplo Cohen, 2000).

Europa y América Latina, caracterizado también por el auge de las inversiones extranjeras directas (IED) provenientes del viejo continente, por la creciente implantación de los bancos de la zona euro en América Latina y por el sostenido incremento de los préstamos bancarios europeos hacia la región, claramente perceptibles durante los años 90.

Las implicaciones de este proceso a mediano y largo plazo son numerosas. En este trabajo se tratará principalmente uno de los aspectos menos abordados hasta el presente : las repercusiones en los regímenes cambiarios de América Latina. Esto supone considerar las perspectivas de la divisa europea a nivel de la función de unidad de cuenta. Esta función no se limita a la “tarificación” del comercio internacional; ella también tiene que ver con el uso de las monedas internacionales como anclas para la política monetaria y cambiaria (Bénassy-Quéré y Cœuré, 2000). A partir del análisis de las condiciones de generalización del uso del euro como moneda de anclaje única o en el marco de canastas de monedas, se examinarán las perspectivas de los países latinoamericanos en este plano.

La primera parte de este documento está organizado en cuatro secciones. En la primera se evalúan en términos generales los primeros pasos del euro y su potencial de internacionalización, con el fin de formular hipótesis sobre los escenarios previsibles a nivel de la evolución del SMI. En la segunda se profundiza el análisis de los factores que incidirán en la internacionalización de la divisa europea. En la tercera se examinan los canales a través de los cuales se ejercerá la influencia del euro en América Latina a partir del análisis de la evolución reciente de las relaciones entre las dos regiones a nivel comercial y, sobre todo, financiero. En la última parte se estudian, a partir de un análisis econométrico realizado para 93 economías, los determinantes reales y financieros de las opciones efectuadas por los países en desarrollo en materia de anclaje de facto y se exploran de modo prospectivo los canales de generalización de la utilización del euro como ancla monetaria en América Latina. En la conclusión se resumen los principales resultados de esta primera parte del estudio.

I. El euro y el Sistema Monetario Internacional

La aparición del euro en la escena internacional marca el inicio de una nueva era de las relaciones monetarias y financieras internacionales. La profundización del proceso de integración que se inició en los años 50 y el nacimiento del euro constituyen un paso decisivo en el largo camino hacia un mercado europeo verdaderamente único. Al mismo tiempo, dado el peso económico de “Euroland” y la voluntad que emana de las autoridades europeas, el advenimiento del euro abre la posibilidad de aparición de una nueva moneda internacional capaz de competir con el dólar. El escenario que parece más plausible, a saber una creciente pero lenta bipolarización del SMI, va a generar muy probablemente una mayor volatilidad de las tasas de cambio. A menos que las autoridades estadounidenses y europeas implementen una cooperación monetaria reforzada que, por el momento, no se perfila en el horizonte.

A. El euro, moneda internacional: consideraciones generales

Si se comparan los pesos relativos de Estados Unidos y de la zona del euro en la economía mundial, se advierte que ambos son comparables en términos de PIB, de población y de comercio internacional, como se indica en el cuadro 1.

Cuadro 1
PESO EN LA ECONOMÍA MUNDIAL DE ESTADOS UNIDOS Y DE LA ZONA EURO

	Población	PIB	Capitalización bursátil		Apertura externa
	Millones de habitantes (2000)	Miles de millones de dólares (2001)	Miles de millones de dólares (2001)	% PIB	Exportaciones/PIB en % (2000)
Zona Euro	302.80	5 875.60	3 709.80	56.80	19.00
Estados Unidos	273.70	8 590.10	11 596.50	121.50	14.80
Japón	126.80	4 223.20	2 263.40	48.20	9.90

Fuente: Banco Mundial, Eurostat, OECD.

En cambio, el peso financiero de Estados Unidos es ampliamente superior, si se adopta el criterio de la capitalización bursátil. Estos datos estadísticos de base pueden conducir a considerar que el euro dispone de un importante potencial para incrementar su participación, como moneda de uso internacional, en la economía mundial gracias a la expansión probable de los mercados de capitales en la zona euro.

A esto se agrega un factor no desdeñable: la posición de las autoridades europeas con respecto a la internacionalización del euro. A sabiendas que la historia y la teoría económica muestran que el progreso en el uso internacional de una moneda no puede ser sino gradual, los responsables europeos no buscan promover activamente la internacionalización del euro. No obstante, a diferencia de Japón, que siempre se ha resistido a la perspectiva del uso internacional del yen (considerando que esto podía perturbar la conducta de la política monetaria del país), las autoridades europeas no se oponen a una internacionalización creciente del euro. Su posición es que la estrategia en materia de política monetaria es suficientemente robusta para enfrentar las implicancias de una internacionalización creciente de la moneda europea (Duisenberg, 2000). Se trata, por lo tanto, de una posición “neutra” que, de hecho, favorece la creciente utilización internacional del euro.

B. El euro en el escenario internacional: un comienzo difícil

Contrariamente a las previsiones de la mayoría de los especialistas, el euro se debilitó sustancialmente en la primera etapa de su existencia, perdiendo casi 30% de su valor en sus dos primeros años de existencia. Tres grupos de factores principales han sido mencionados para explicar la baja del euro.

En primer lugar, factores económicos: la brecha coyuntural entre la economía estadounidense, que se ha caracterizado por una fase de prosperidad excepcional, y la zona euro, cuyo ciclo de crecimiento comenzó más tarde y ha sido menos fuerte. Una de las consecuencias de esta situación es un diferencial de tasas de interés favorable al dólar.

En segundo lugar, factores financieros, de naturaleza más estructural. Mientras que los Estados Unidos son importadores netos de capitales, la zona euro experimenta salidas netas de capitales de largo plazo (inversiones de cartera e inversión extranjera directa) ampliamente superiores a sus excedentes en cuenta corriente desde 1994. Los Estados Unidos han tenido un déficit creciente de su balanza corriente (más del 4 % del PIB), con una balanza de base equilibrada gracias a las entradas masivas de capitales. Simétricamente, la zona euro ha presentado una balanza corriente superavitaria (alrededor del 0.5 % del PIB) junto con una balanza de base deficitaria debido a las importantes salidas de capitales. La profundización de la integración europea y la

creación del euro han contribuido en parte al desarrollo de este fenómeno. Las empresas europeas se han visto presionadas a aumentar su tamaño crítico, lo cual las llevó a concretar fusiones y adquisiciones en el mercado estadounidense (que es además el epicentro de la nueva economía). Asimismo, las empresas europeas participan cada vez más de un movimiento de diversificación geográfica de sus portafolios de títulos: entre 1998 y 2000 el volumen de compras netas de acciones extranjeras se ha multiplicado por dos.

En tercer lugar, factores institucionales. La implementación de la UEM no ha clarificado la situación en materia de gobernabilidad económica de la zona euro. En muchos planos, persiste la incertidumbre y, desde el punto de vista de los inversores extranjeros, la política del Banco central europeo adolece de falta de visibilidad. Este último factor será seguramente durable: la afirmación de la autoridad monetaria europea supone un proceso lento de aprendizaje.

Ahora bien, la reciente depreciación nominal del euro se produjo a partir de una situación de subvaluación del dólar al momento del nacimiento de la moneda europea. En efecto, la mayor parte de los trabajos realizados en base al enfoque de la tasa de cambio de equilibrio fundamental (desarrollado por Williamson, 1983) subrayan que, a la fecha de su introducción, el euro presentaba una sobrevaluación respecto del dólar estimada entre 7% y 10% (Borowski y Couharde, 1999; Teïletche, 2001).

Sin embargo, la definición de la tasa de cambio de equilibrio es compleja: el corto plazo está dominado por el ciclo, el mediano plazo por el comportamiento en materia de ahorro de las zonas de emisión, y el largo plazo refleja las posiciones exteriores (Artus, 1999), así como el diferencial de crecimiento potencial de estas zonas.

Este último punto es crucial: una fuente de incertidumbre a mediano y largo plazo tiene que ver con la capacidad de la economía europea para acercarse a la tasa de crecimiento potencial de la economía estadounidense. La mayor parte de los estudios sobre este tema muestran que la tasa de crecimiento tendencial de la zona euro se sitúa entre 2.5% y 3%, mientras que la de Estados Unidos está próxima de 4%. Aun cuando la tasa de ahorro interno más elevada y el saldo corriente habitualmente excedentario de la zona euro tienden a debilitar al dólar, la persistencia del diferencial en materia de crecimiento potencial juega en contra del fortalecimiento del euro en el largo plazo.

Otro factor de incertidumbre en el mediano plazo resulta del comportamiento de ahorro y de inversión en Europa. Como ya se vio, la zona euro se caracteriza por un superávit de balanza corriente que es el reflejo de un excedente de ahorro. Este excedente resulta de la existencia de un ahorro privado abundante y superior a los déficits públicos. Esta configuración europea se opone totalmente a la de Estados Unidos que se caracteriza por un déficit de ahorro a pesar de su excedente fiscal.

Se puede prever que la tasa de ahorro global de la zona euro seguirá siendo elevada por dos razones principales. Por un lado la reducción de los déficits fiscales es un objetivo de los países de la zona. Por otro lado, los hogares deberían incrementar su esfuerzo de ahorro por razones demográficas (envejecimiento de la población y financiamiento de las pensiones). Desde este punto de vista, el desarrollo de los mercados financieros ligados a la creación del euro debería estimular la acumulación de este ahorro financiero.

En principio, la abundancia de ahorro en la zona euro debería favorecer la apreciación de la moneda europea. No obstante, el ahorro europeo puede ser insuficiente si las empresas de la zona aumentan sus inversiones en el viejo continente para reducir su retraso relativo con respecto a Estados Unidos (en particular en la nueva economía). Si este proceso tiene lugar, la zona euro podría incluso acusar un déficit de cuenta corriente importante (Artus, 2001), lo cual podría jugar en el sentido del debilitamiento de la moneda europea.

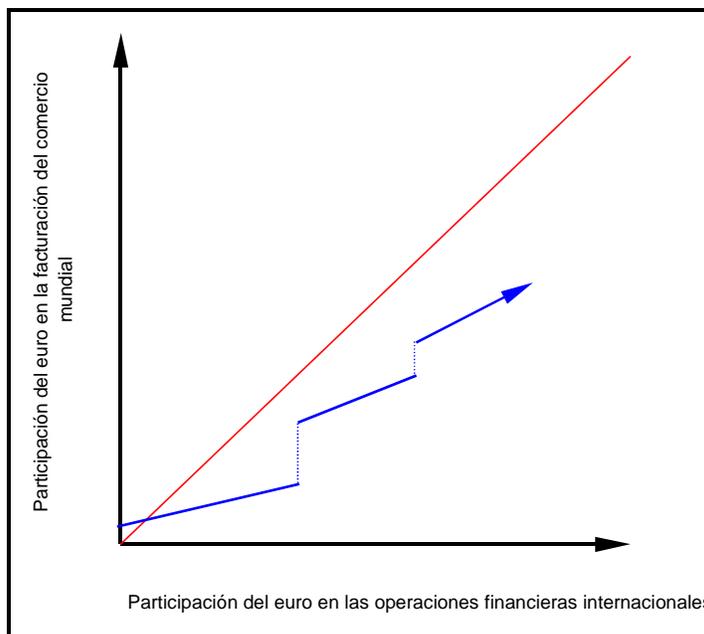
C. El rol internacional del euro y el SMI

A pesar de que se trata de cuestiones diferentes, la evolución de la tasa de cambio del euro y las perspectivas en el plano del rol internacional de la moneda europea no están exentos de vínculos. En efecto, si el euro se deprecia de modo permanente y se instala un clima de desconfianza sobre su paridad, su utilización podría verse desalentada y esto podría incidir contra su afirmación como una de las divisas clave del SMI.

Como quiera que sea, numerosos autores preconizan un auge previsible del euro como moneda internacional. La mayor parte de estos trabajos subraya que el rol financiero del euro (es decir como moneda de endeudamiento y de préstamo) va a desarrollarse mucho más rápidamente que su función comercial internacional (es decir como moneda de facturación del comercio internacional). Esto se verifica en los dos primeros años de vida del euro, en particular en lo que respecta a su rol como moneda de endeudamiento, que se ha desarrollado de manera significativa. Esta es una característica distintiva del actual proceso de internacionalización del euro que será analizada más adelante.

Por otra parte, algunos autores señalan que el progreso del euro comercial podría producirse en escalera, con saltos cualitativos, que deberían traducirse en una aceleración del proceso de internacionalización de la divisa europea (de Boissieu, 2000) (gráfico 1). Sin embargo, desde esta perspectiva también se argumenta que un excesivo retraso en el desarrollo de la función comercial del euro podría conspirar contra la afirmación de su rol financiero: una moneda internacional completa no debería conocer una divergencia excesiva ni demasiado durable entre sus roles financiero y comercial.

Gráfico 1
EVOLUCIÓN TEÓRICA DE LA INTERNACIONALIZACIÓN DEL EURO



Fuente: de Boissieu (2000)

Es posible distinguir al menos tres escenarios sobre la evolución del SMI en el mediano-largo plazo. En primer lugar, un SMI que sigue siendo hegemonizado durablemente por dólar, lo cual supone que los avances iniciales constatados a nivel de la función financiera del euro son seguidos de retrocesos y que la moneda europea no logra afirmarse de modo definitivo en este

plano. En segundo lugar, el escenario totalmente opuesto: la función financiera del euro se afirma y el rol comercial se desarrolla a un ritmo más rápido que el previsto; esto correspondería a un duopolio dólar-euro cada vez más simétrico. Por último, el escenario que parece más plausible, habida cuenta de los primeros pasos del euro en la escena internacional y de las enseñanzas de la teoría económica: un duopolio cada vez menos asimétrico. Ahora bien, la bipolarización lenta pero creciente del SMI supone también que se desarrolle el rol del euro como moneda de anclaje en los regímenes cambiarios de terceros países.

En el marco de este escenario, parece claro que no predominará una menor volatilidad de la tasa de cambio dólar/euro. Al contrario, como lo sugieren los teóricos del papel del leadership (como Kindleberger), la asimetría y la existencia de una moneda claramente hegemónica son condiciones favorables a la estabilidad. Como lo muestra la experiencia histórica, la coexistencia de dos monedas dominantes (caso de la libra esterlina y el dólar en los años treinta) puede ser desestabilizador e inducir efectos desfavorables para los terceros países.

En efecto, si se formula la hipótesis de la existencia de tres escenarios posibles en función del anclaje de las monedas de terceros países a las divisas clave del sistema (flotación generalizada, en la que ninguna moneda está anclada al dólar o al euro; sistema hegemónico, en el que todas las monedas salvo el euro están ancladas al dólar; y un sistema bipolar, en el que tanto Estados Unidos como la zona euro realizan la mitad de su comercio con los países de sus bloques monetarios respectivos), y se analiza la reacción de la tasa de cambio euro-dólar a un shock comercial que afecta la cuenta corriente bilateral Euroland / Estados Unidos, se advierte que el sistema hegemónico, menos estable que el de flotación generalizada, es a su vez mucho menos volátil que un SMI bipolar (Bénassy-Quéré y Coeuré, 2000).

Así, el actual sistema, intermedio entre el hegemónico y el bipolar, o un SMI que correspondería al escenario de mediano-largo plazo que privilegiamos, es decir cada vez más bipolar pero asimétrico, supone una elevada volatilidad entre las dos principales monedas internacionales.

Antes de examinar de modo más detallado los primeros pasos del proceso de internacionalización del euro, conviene señalar que, en el marco de una creciente bipolarización del SMI, se pueden avizorar dos configuraciones respecto de la volatilidad de la paridad euro-dólar. Por una parte, una configuración “pesimista” de “competencia” entre el dólar y el euro, en la que las autoridades monetarias estadounidenses y europeas siguen privilegiando exclusivamente sus objetivos domésticos y no cooperan entre sí, lo cual acentuaría la inestabilidad de la paridad bilateral. Por otra parte, una configuración “optimista” de “cooperación” monetaria reforzada: las autoridades estadounidenses y europeas consideran que la estabilidad monetaria internacional es un bien público y se conciertan para intervenir y controlar la evolución de las paridades, al tiempo que se avanza en la coordinación de las políticas macroeconómicas. En esta configuración la volatilidad de la paridad euro-dólar disminuiría.

La primera configuración parece la más probable. Mientras el SMI se encuentre en la actual situación intermedia, es difícil imaginar que los Estados Unidos acepten sacrificar la prioridad acordada a sus objetivos domésticos. Por otro lado, las insuficiencias de la arquitectura institucional de la UEM, incluida la ausencia de un poder político unificado, hacen difícil pensar que Europa pueda defender una política macroeconómica coherente en el plano internacional. En todo caso, es claro que las autoridades monetarias europeas no tienen un objetivo explícito en materia cambiaria y parecen cada vez más incitadas a practicar un “benign neglect” en la medida en que el grado de apertura exterior de la zona euro es menor que el de sus países miembros considerados individualmente.

El análisis empírico (ver recuadro 1) confirma estas hipótesis. En efecto, como se observa en el cuadro 2 y en el gráfico 2, la volatilidad de la tasa de cambio euro/dólar ha aumentado tras la introducción de la moneda europea.

Cuadro 2

VOLATILIDAD DE LA PARIDAD EURO/DÓLAR

(promedios anuales y trimestrales a partir de datos cotidianos)

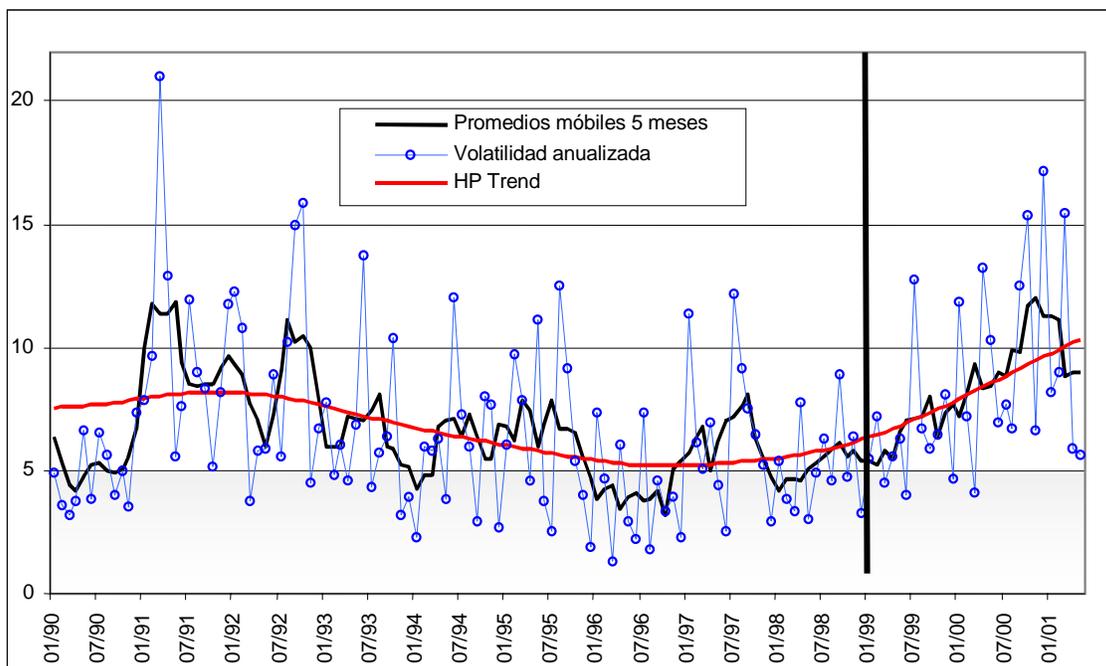
	Volatilidad	Promedio móvil de 5 meses	Tendencia (Hodrick-Prescott Filter)
1998	5.20	5.23	5.84
1999	6.47	6.61	7.04
2000	9.99	9.50	8.78
2001 Primer trimestre	10.89	10.43	9.90

Fuente : cálculos de los autores

Gráfico 2

VOLATILIDAD ANUALIZADA DE LA PARIDAD EURO/DÓLAR

(a partir de datos cotidianos)



Fuente: Cálculos de los autores.

Recuadro 1
METODOLOGÍA DE CÁLCULO DE LA VOLATILIDAD ANUALIZADA

Los datos utilizados provienen de las cotizaciones spots en el mercado de New York y corresponden a la cotización de cierre. Se utilizan la tasa de cambio del marco alemán entre el 01/01/1971 y el 31/12/1998 y la tasa de cambio del euro entre el 01/01/1999 y el 11/05/2001.

A partir de la introducción del euro el 1/01/1999, se ha convertido esta moneda en marcos alemanes utilizando la tasa de conversión fijada para los países miembros de la unión monetaria.

La volatilidad anualizada se calculó utilizando la fórmula siguiente:

$$\sigma = \sqrt{\frac{n \sum_{i=1}^n x_i^2 - \left(\sum_{i=1}^n x_i \right)^2}{n(n-1)}}$$

donde:

x_i = cotización diaria

i = día

n = número de cotizaciones

σ se multiplica por 100 de conformidad con los standards financieros

A partir de los datos de volatilidad así calculados se han estimado un promedio móvil de 5 meses, para eliminar las fuertes fluctuaciones de la volatilidad y su tendencia, calculada a partir del método de Hodrick-Prescott^{a/}

^{a/} Método de suavización de series de tiempo, muy utilizado en macroeconomía para aproximar las tendencias de largo plazo.

II. El proceso de internacionalización del euro: la importancia de la dimensión financiera

El impacto de la creación del euro en las relaciones monetarias internacionales dependerá en gran medida del grado de internacionalización de la moneda única europea. Conviene entonces comenzar por distinguir los diferentes usos, privados y públicos, de las monedas a escala internacional, para luego presentar las condiciones de internacionalización de una moneda tal como son enunciadas y analizadas en la literatura económica. Esto permitirá utilizar estos elementos de análisis para evaluar en qué medida el euro es susceptible de devenir una moneda de uso internacional.

A. El marco teórico

1. Una tipología del uso internacional de las monedas

Se puede distinguir, según la tipología propuesta por Krugman (1991) y siguiendo la presentación realizada por Bénassy-Quéré, Mojon y Schor (1998), seis tipos de usos internacionales de una moneda en función de un doble criterio: por un lado, las tres funciones tradicionales de las monedas y, por el otro, el uso privado y público de las monedas a escala internacional (cuadro 3).

Cuadro 3
LOS DIFERENTES USOS INTERNACIONALES DE UNA MONEDA

Función	Utilización privada	Utilización pública
Medio de cambio	Medio de pago / moneda vehicular	Moneda de intervención
Unidad de cuenta	Moneda de fijación de precios / de facturación	Moneda de referencia (anclaje)
Reserva de valor	Moneda de colocación y de financiamiento	Moneda de reserva

Fuente: Krugman (1991).

Una moneda internacional es utilizada por los no residentes como medio de cambio en los intercambios comerciales y en los movimientos de capitales. Los agentes privados utilizan una moneda internacional como vehículo, es decir como un intermediario de cambio entre dos monedas de segundo rango.

De esta manera, las transacciones entre Brasil y Tailandia se escinden en dos momentos: real/dólar y dólar/baht. Por su parte, las autoridades monetarias utilizan igualmente las monedas internacionales como medio de pago en sus intervenciones en los mercados cambiarios.

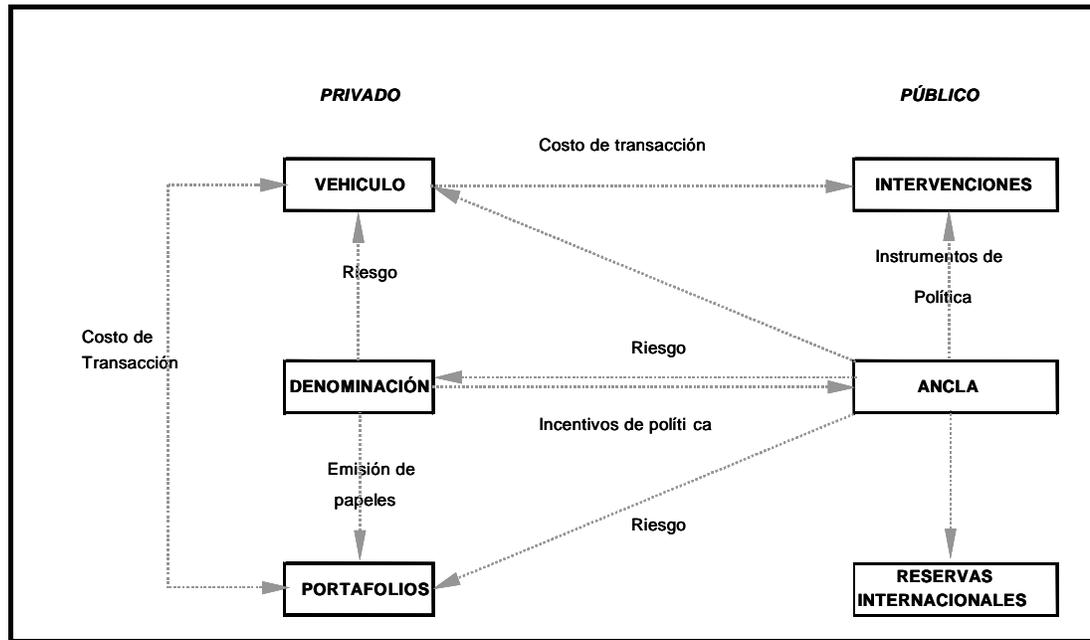
Una moneda internacional sirve, en segundo lugar, como unidad de cuenta para los agentes privados en la facturación de sus transacciones internacionales comerciales o financieras. Esta función es diferente de la de medio de pago en la medida en que una transacción puede ser denominada en una moneda y luego pagada en otra (distinción entre moneda de facturación y medio de pago). Las autoridades monetarias hacen igualmente uso de la función de unidad de cuenta en la implementación de sus políticas cambiarias cuando deciden anclar sus monedas a una moneda internacional de referencia. Esto tiene que ver con la problemática de los regímenes cambiarios.

Como reserva de valor, una moneda internacional es utilizada por los agentes privados con el objetivo de preservar el valor de sus activos. Estos efectúan colocaciones de sus activos denominados en diferentes monedas internacionales, en el marco de estrategias de optimización de la relación riesgo/rendimiento. Por su lado, las autoridades monetarias manejan la composición de sus reservas internacionales en función tanto de sus objetivos de optimización de la relación riesgo/rendimiento, como de la naturaleza de sus intervenciones en el mercado cambiario.

Estos diferentes usos internacionales de las monedas son separables pero interdependientes. Esquemáticamente, la interacción entre estos diferentes usos puede transitar por diversos canales (ver gráfico 3). Por ejemplo, la decisión, adoptada por las autoridades monetarias, de priorizar ciertas divisas en la composición de las reservas internacionales (función de reserva de valor) puede estar en parte condicionada por la elección de un anclaje respecto de esas monedas (función de unidad de cuenta).

Gráfico 3

PRINCIPALES SINERGIAS ENTRE LAS FUNCIONES MONETARIAS INTERNACIONALES



Fuente: Bénassy-Quéré, Mojon y Schor (1998)

Otro canal tiene que ver con los costos de transacción. Si una divisa cumple la función de moneda vehicular, los costos de transacción son bajos y las autoridades monetarias tenderán a utilizarla en sus intervenciones, al tiempo que los inversores privados buscarán procurarse activos denominados en dicha divisa.

El grado de utilización de una moneda internacional por un país puede ser muy diferente de acuerdo con las funciones precedentes: de esta manera, el dólar puede ser elegido como moneda de anclaje por las autoridades monetarias, en razón del peso aplastante de los mercados financieros estadounidenses, a pesar de que las operaciones comerciales del mismo país se denominan en otras monedas. Asimismo, es posible jerarquizar estas funciones; v.gr. la función de medio de pago internacional es a menudo considerada como la más importante (Bourguinat, 1985).

2. Las condiciones de internacionalización de una moneda

Según Bourguinat (1987), deben retenerse dos criterios:

- Estabilidad – previsibilidad de la moneda;
- Aceptabilidad – liquidez: para ser internacional una moneda debe ser aceptada universalmente; la moneda debe ser “vehicular” en el sentido que ella es utilizada por los otros países, en transacciones que no implican una relación directa con el país emisor.

Tavlas (1991) propone dos criterios complementarios:

- El país emisor de la moneda internacional debe tener un peso importante en el comercio internacional, lo que refuerza la utilización de esta moneda por los otros países.
- El país emisor de la moneda internacional debe disponer de mercados financieros libres, amplios y profundos, garantizando la condición de liquidez y permitiendo así que su divisa juegue un rol de reserva de valor para los actores privados y públicos.

Estas condiciones son necesarias pero insuficientes para explicar los motivos por los que los operadores internacionales privilegian una moneda como divisa clave. Algunos autores ponen el acento en el rol de los costos de transacción, los fenómenos de economía de escala, de externalidades positivas (Kenen, 1992) y los efectos de red (Aglietta y Deusy – Fournier, 1994). Estos enfoques permiten mostrar la existencia de procesos de autoreforzamiento y de inercia en el uso internacional de las monedas. Desde este punto de vista, el progreso del euro como moneda internacional debería ser gradual. En otras palabras, el dólar debería mantener su supremacía durante un largo período.

B. El proceso de internacionalización: diferentes perspectivas según las funciones del euro

Cuando surge oficialmente el euro, el dólar es, de lejos, la principal moneda internacional. El dólar es, en efecto, el medio de pago más utilizado, y representa una proporción decisiva de las transacciones en los mercados cambiarios: alrededor de 50%. A su vez, la moneda estadounidense representaba en 1999 más de 60% de las reservas internacionales de los bancos centrales, contra algo más de 12% en el caso del euro (el yen aparece claramente distanciado, con apenas 5% del total).⁴ El predominio de la moneda estadounidense se ha incluso reforzado en los últimos años, de modo que el dólar ha llegado a representar casi 70% de las reservas internacionales en 2000, contra un poco más de 11% del euro (cuadro 4).

Cuadro 4
COMPOSICIÓN DE LA MONEDA DE LAS RESERVAS DE INTERCAMBIO
EXTRANJERAS, TODOS LOS PAÍSES
(en porcentajes)

	Dólar	Euro	Yen	Libra Esterlina	Franco suizo	Otros
1° Trimestre 1999	63.80	12.64	5.03	3.73	0.64	14.15
2° Trimestre 1999	64.44	11.97	4.7	3.74	0.63	14.47
3° Trimestre 1999	63.92	12.14	5.0	3.76	0.62	14.48
4° Trimestre 1999	63.91	11.78	5.13	3.71	0.60	14.87
1° Trimestre 2000	64.13	11.93	5.21	3.73	0.64	14.36
2° Trimestre 2000	64.11	11.76	4.98	3.62	0.64	14.89
3° Trimestre 2000	69.04	11.43	5.01	3.60	0.63	10.29

Fuente : cálculos de los autores basados en datos del FMI

En lo que respecta a la facturación de las transacciones comerciales, el dólar también juega un rol decisivo, ya que representa alrededor del 45% del total. Aunque las diferencias son menos importantes cuando se abordan las funciones financieras de las monedas, el dólar era también dominante en este plano al momento de la introducción del euro. Antes de la creación del euro las emisiones de obligaciones internacionales estaban denominadas en dólares a nivel de 56% del total, mientras que la parte de la moneda europea (vale decir el total de las monedas que lo componen) era de 36%, si se considera el promedio del período 1996-1998.

⁴ Conviene precisar que el total de las reservas internacionales en euros de los bancos centrales de la Unión Económica y Monetaria no es comparable con la suma de los montos de las divisas que pasaron a constituir la moneda única europea. Esto se debe a que una parte de las reservas de los bancos centrales europeos (por ejemplo los francos del banco central alemán) se convirtieron en activos domésticos como consecuencia de su transformación en euros.

Como lo veremos, se puede esperar que el rol internacional del euro se desarrolle más rápidamente para las operaciones financieras que para las otras transacciones.

1. La utilización privada del euro como medio de pago y moneda vehicular

Aún cuando la zona euro tiene, como ya se vio, una participación mayor que Estados Unidos en las exportaciones mundiales de bienes y servicios, la adhesión al euro como medio de pago/moneda vehicular será un proceso lento. De hecho, las modificaciones en las prácticas de denominación de los intercambios toman generalmente un largo período de tiempo. En este sentido, según un estudio del Banco Central Europeo (BCE, 1999), cuatro factores podrían cuestionar, aunque ciertamente a largo plazo, el uso preponderante del dólar como medio de pago/moneda vehicular.

En primer lugar, todos los mercados en los cuales se utiliza el euro como medio de pago/moneda vehicular deberían experimentar una baja en los costos de transacción, lo que incrementará la probabilidad de la utilización del euro en este plano. En particular, los no residentes que deseen cubrirse contra el riesgo de cambio deberían encontrar nuevos instrumentos denominados en euros en el mercado cambiario único de la zona euro.

En segundo lugar, los operadores de la zona euro están en mejores condiciones que en el pasado para exigir que la moneda europea sea utilizada en sus transacciones internacionales con el fin de limitar el riesgo de cambio. Los exportadores europeos que hasta ahora han utilizado divisas extranjeras podrían adoptar progresivamente el euro, su moneda local, como moneda de pago y de facturación respecto de terceros países.

En tercer lugar, los países emergentes y en transición podrían verse incitados a utilizar el euro para denominar y pagar sus importaciones en la perspectiva de equilibrar su riesgo cambiario global respecto de la zona euro. Asimismo, al familiarizarse con la moneda europea, los operadores de estos países podrían recurrir al euro como moneda vehicular en sus transacciones locales.

En cuarto lugar, las transacciones denominadas en euros alcanzarán en algún momento un umbral a partir del cual aumentará la propensión de los agentes económicos a utilizar el euro como medio de pago y moneda vehicular. Esta evolución debería acompañarse de una reducción en los costos de transacción, favoreciendo así la prosecución del proceso de internacionalización del euro.

2. La utilización privada del euro como moneda de fijación de precios y de facturación

La evolución en este campo debería ser igualmente lenta ya que obedece a los mismos factores que determinan el uso del euro como medio de pago/moneda vehicular. El rol internacional del euro como moneda de fijación de precios y de facturación depende en gran medida de las prácticas en los mercados de materias primas y de la energía, caracterizados por el uso generalizado del dólar. Estas prácticas evolucionan lentamente debido al alto grado de normalización y de centralización de dichos mercados.

No se puede sin embargo descartar que, como ya se señaló, el progreso del euro “comercial” se produzca en “escalera”, es decir con saltos cualitativos. Tampoco se puede descartar que, en un horizonte temporal no muy lejano, las compañías europeas comiencen a facturar en euros su ventas de productos industriales al resto del mundo (de Boissieu, 2000).

3. La utilización oficial del euro como moneda de reserva, de intervención y de referencia

Según el BCE (1999) los bancos centrales se caracterizan por adoptar una posición conservadora en la gestión del nivel y de la composición de sus reservas internacionales. Toda evolución en este plano será por lo tanto gradual. Sin embargo, es probable que los bancos centrales sean inducidos a evolucionar en este ámbito por tres motivos principales.

En primer lugar, los bancos centrales pueden ser incitados a modificar la composición de sus activos para sacar ventajas de las posibilidades de diversificación ofrecidas por el euro. Estas políticas podrán ser estimuladas por el incremento de la liquidez y de la profundidad de los mercados de capitales en euros (ver más adelante). En segundo lugar, una mayor utilización del euro por parte de los agentes privados debería conducir a los bancos centrales a utilizar el euro como moneda de intervención. En tercer lugar, el euro será utilizado por los bancos centrales de los países que pretendan anclar sus monedas a la divisa europea.

En cuanto a la utilización del euro como moneda de referencia, es probable que un cierto número de países decidan en el futuro ligar – formal o informalmente– sus monedas a la divisa europea o a una canasta de monedas que la incluya. Este escenario atañe, en primer lugar, a los países que pretende incorporarse a la Unión Europea en los próximos años. El podría involucrar también otros países emergentes que deseen estabilizar sus monedas con relación a una o varias divisas de referencia (volveremos sobre esta cuestión en la cuarta sección de este trabajo).

Un estudio de Eichengreen y Mathienson (2000), que analiza la evolución de la composición de las reservas internacionales oficiales de los países emergentes, completa y confirma el análisis precedente. Estos autores muestran que la composición de las reservas internacionales se caracteriza por una importante estabilidad en el tiempo con respecto a sus principales determinantes: los flujos comerciales, los flujos financieros y el régimen cambiario. Las transformaciones constatadas son graduales, lo que sugiere la existencia de una fuerte inercia. Tras haber descendido entre 1970 y 1992, la participación del dólar en las reservas oficiales aumentó incesantemente hasta 1997. De una manera simétrica, la proporción del yen y de las monedas europeas ha declinado a lo largo de los años 90.

Los tests econométricos realizados por estos autores muestran que la importancia de las principales divisas clave antes de la creación del euro (dólar, marco y yen) en las reservas internacionales es una función creciente del peso de los países emisores de estas monedas en los intercambios comerciales y de la proporción de la deuda externa denominada en estas monedas. Por otra parte, cuanto más fuerte es el anclaje de un país a una gran moneda, más importante es la participación de ésta en sus reservas. Asimismo, la econometría pone en evidencia relaciones de complementariedad entre el dólar y el marco, lo que sugeriría que estas dos monedas son utilizadas conjuntamente por las autoridades monetarias, como instrumento de reserva internacional.

Otro importante resultado de este estudio –que aborda un período anterior a la creación del euro–, es que los países en desarrollo que liberalizaron su cuenta de capital han sido más proclives a modificar la composición en divisas de sus reservas internacionales en favor del dólar y de la libra esterlina. La explicación evocada por los autores es que estas dos monedas son emitidas por los países que se caracterizan por tener los mercados financieros internacionales más desarrollados. Puede entonces deducirse que la moneda única europea podría en el futuro ocupar un lugar importante en las reservas internacionales oficiales, en la medida en que se desarrollen los mercados financieros de la zona euro.

C. El uso financiero del euro por parte de los agentes privados: perspectivas de internacionalización significativas

La utilización del euro, por parte del sector privado, como moneda de colocaciones y de endeudamiento, debería jugar un rol importante en el proceso de internacionalización de la moneda europea por tres razones. En primer lugar, en las transacciones internacionales, las operaciones financieras tienen un peso mucho mayor que el de las operaciones de bienes y servicios. De este modo, en los mercados cambiarios lo esencial de las transacciones constituye la contrapartida de las operaciones financieras. En segundo lugar, existe un amplio consenso sobre el hecho que la creación de la moneda europea debería jugar en el sentido de un desarrollo rápido de los mercados financieros en euros. Todos los especialistas prevén una implementación progresiva de un mercado del euro amplio, profundo y líquido, que debería traducirse en condiciones de colocación y financiamiento más ventajosas para los operadores europeos y de terceros países. En tercer lugar, la creación de la moneda única europea puede favorecer la consolidación del sistema bancario de la zona euro en su rol tradicional de intermediación financiera internacional, en particular en los países emergentes.

1. El mercado bancario internacional

Los sistemas bancarios de los principales países de la zona euro (Alemania, Francia, Italia, España) han estado tradicionalmente muy activos en el mercado de las operaciones bancarias internacionales, en el que ocupan una posición dominante (cuadro 5). En efecto, la presencia de los grandes bancos de la zona euro es particularmente fuerte en los países emergentes europeos, asiáticos y latinoamericanos.

El desarrollo reciente de la actividad internacional de los bancos europeos ha conocido varias etapas. En un primer momento, los bancos europeos efectuaron préstamos y empréstitos en euro-dólares, realizando operaciones de transformación de plazos en divisas en beneficio de no residentes. Luego, como consecuencia de la liberalización de las operaciones cambiarias, al final de los años 80, los bancos europeos comenzaron a prestar en sus propias monedas, alimentando así la liquidez internacional en euro-monedas (euro-marcos, euro-francos...). Con la creación de la moneda única se puede pensar que ésta, al abrirles un mercado mucho más amplio, va a ofrecer a los bancos europeos la posibilidad de valorizar su know-how. A partir de ello, los bancos europeos podrían consolidar sus posiciones respecto de los bancos estadounidenses y japoneses. La red internacional de los bancos de la zona euro será uno de los vectores de la circulación y del uso de la moneda única europea a escala mundial.

Cuadro 5
ACTIVOS INTERNACIONALES CONSOLIDADOS DE LOS BANCOS DECLARANTES

*(millones de dólares y porcentajes)
finales de diciembre de 2000*

	Total	Japón	Estados Unidos	Unión Monetaria Europea ^{a/}	Suiza	Reino Unido	Otros
Total	6 575.2	944.0	412.6	1 997.8	432.9	564.9	2 223.7
Países desarrollados	4 985.7	690.3	277.4	1 337.2	392.2	392.2	1 918.8
Países en desarrollo	875.8	76.8	97.3	429.5	73.0	73.0	167.2
Centros "Off Shore"	634.3	176.8	37.8	204.4	76.9	76.9	108.3
Otros	79.4	-	-	26.7	22.9	22.9	24.29
Total	100.0	14.4	6.3	30.4	8.6	8.6	33.8
Países desarrollados	100.0	13.8	5.6	26.8	7.9	7.9	38.5
Países en desarrollo	100.0	8.8	11.1	49.0	8.3	8.3	19.1
Centros "Off Shore"	100.0	27.9	6.0	32.2	12.1	12.1	17.1
Otros	100.0	0.0	0.0	33.6	28.9	28.9	37.0

Fuente: Cálculos de los autores a partir del BIS (2001^a).

^{a/} Intra-EMU excluido

2. Los principales factores de desarrollo del mercado financiero del euro

La creación del euro tiene dos efectos positivos directos e inmediatos sobre los mercados de capitales en Europa. Por un lado, el euro termina con la fragmentación de los mercados nacionales. Por otro, el euro suprime el riesgo de cambio entre las monedas europeas.

Al aumentar el tamaño de los mercados y al suprimir los obstáculos a la circulación de capitales, la moneda única va a incrementar la liquidez de los mercados de la zona euro, es decir la posibilidad de operar importantes transacciones sin perturbar significativamente el valor de los títulos.

El peso financiero del euro es bastante inferior a su peso económico; esto puede explicarse por la atomización de Europa. En el caso del dólar ocurre lo inverso: su peso financiero es muy superior a su peso económico. En la medida en que los pesos económicos de Estados Unidos y de Europa (medidos por tamaño del PBI o de la población) sean comparables, se puede avizorar una evolución – ciertamente, frenada por los factores de inercia– hacia el equilibrio a nivel de las finanzas, gracias a una expansión significativa de los mercados de capitales de la zona euro.

Varios factores que no están ligados directamente a la creación del euro, pero cuyos efectos serán amplificados por la aparición de la nueva moneda, deberían contribuir a un desarrollo intenso de los mercados de capitales de la zona euro. Por el lado de la oferta de capitales, el incremento del ahorro doméstico en Europa (por razones demográficas) y la transformación de los comportamientos patrimoniales de las familias (por ejemplo, la participación de los depósitos financieros en los patrimonios de los franceses se ha triplicado en los últimos 20 años). Por el lado de la demanda de capitales, tres factores deberían aumentar fuertemente las necesidades de financiamiento de las empresas en Europa: el crecimiento económico, el fortalecimiento esperado de la inversión y la reestructuración de las empresas. Desde este punto de vista, la creación del euro tendrá repercusiones estratégicas en todos los sectores de la economía y debería implicar para las empresas inversiones suplementarias que deberán ser financiadas de manera eficaz.

3. El impacto de la creación de la moneda única en los diferentes compartimentos de los mercados financieros de la zona euro

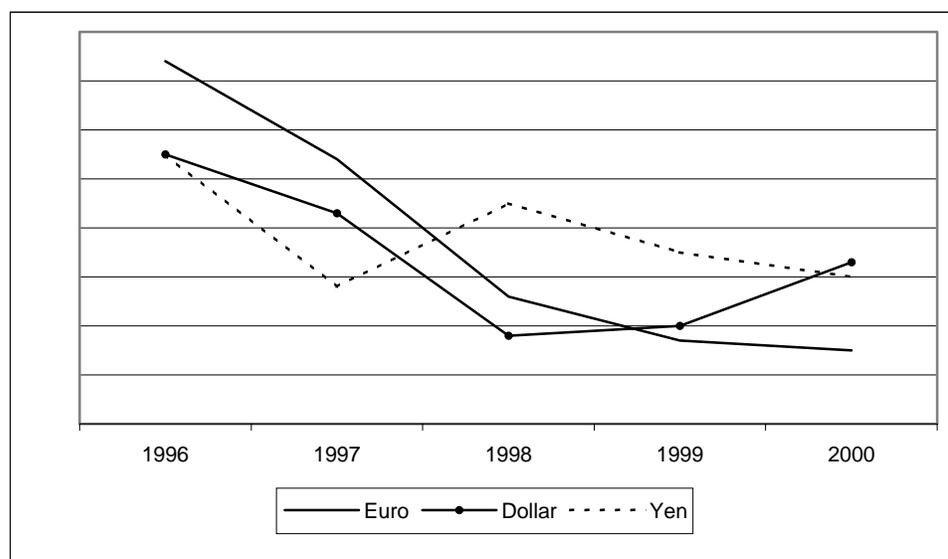
Los diferentes compartimentos del mercado financiero de la zona euro han sido afectados por la creación de la moneda europea en 1999. Hasta ahora, el mercado de obligaciones privadas ha sido, de lejos, el más dinámico (BCE, 2000).

a) Los mercados monetarios y cambiarios de la zona euro

La entrada en vigor de la moneda única europea y el nuevo marco de la política monetaria han suscitado un vasto proceso de integración y de uniformización en toda la zona euro. Así, con la introducción de la nueva moneda europea, los mercados monetarios e interbancarios comenzaron a funcionar de modo mucho más integrado. En el caso de los bancos localizados en el área del euro se observa una fuerte reducción de los spreads bid-ask de las tasas de interés a corto plazo. Esto constituye una medida indirecta del proceso de integración del mercado monetario del euro (gráfico 4).

La necesidad de redistribuir la liquidez entre los once países de la zona euro, incluida la liquidez provista por las operaciones de refinanciamiento del Eurosistema, favoreció el desarrollo de las transacciones transfronterizas a nivel de los mercados monetarios. Estas operaciones representan aproximadamente 50% de la actividad total en el conjunto de los compartimentos del mercado monetario. El sistema de pagos “en tiempo real” *Target*, utilizado por el sistema de bancos centrales, cumple una función clave en la distribución de la liquidez en la zona euro, así como en relación a las operaciones de arbitraje que contribuyen a estabilizar las tasas de interés de los mercados monetarios de la zona euro. No obstante, el grado de integración de estos diferentes compartimentos es todavía desigual. El mercado de pensiones (intercambio de liquidez contra títulos) está menos integrado debido a la falta de armonización, entre los diferentes países de la zona, del tratamiento jurídico y fiscal de la gestión de títulos que sirven de garantía.

Gráfico 4
DIFERENCIALES COMPRADOR VENDEDOR, TRANSACCIONES A TRES MESES PLAZO
(promedio en puntos básicos depósitos de euro moneda, cierre de Londres)



Fuente: Standard & Poor's DRI.

En cambio, los mercados de productos derivados a corto plazo en euros se han desarrollado rápidamente. El mercado de contratos de swaps de tasas de interés en euros se ha unificado

completamente, como lo confirma la existencia de una sola curva de rendimientos para el conjunto de la zona euro. Asimismo, la liquidez y la actividad progresaron fuertemente en los mercados de contratos a término y los contratos en Euribor –tasa de referencia única– han reemplazado a los antiguos contratos.

El pasaje a la unión monetaria ha sido uno de los principales catalizadores de la racionalización del mercado cambiario, emprendido gracias al proceso de fusiones entre bancos y a la utilización creciente de los sistemas de intermediación electrónica. La cantidad de operadores disminuyó, al igual que el volumen de transacciones, debido principalmente al efecto mecánico de la supresión de las transacciones cruzadas entre monedas europeas.

Así, el mercado cambiario ha sufrido transformaciones importantes al final de los años 90 que, en buena medida, no resultan sólo de la creación del euro (BIS, 2001b).

En primer lugar, el desarrollo de los sistemas de intermediación electrónica, dominados por EBS y Reuters: en 2000, 85% a 95% del negocio interbancario fue tratado electrónicamente, contra 50% en 1998 y entre 20% y 30% en 1995. Procurando automáticamente las mejores condiciones, la intermediación electrónica ha generado una reducción del volumen de transacciones y un acercamiento significativo de las cotizaciones de compraventa.

En segundo lugar, en los últimos años se ha asistido a un movimiento de concentración en el sector bancario que, como se indicó, ha contribuido a reducir el volumen de transacciones y el número de participantes en los mercados. Actualmente sólo una veintena de bancos se encuentra en condiciones de proveer cotizaciones de compraventa respecto de un amplio espectro de divisas.

En tercer lugar, el ya mencionado efecto mecánico de la desaparición de las once monedas de los países que han conformado inicialmente la zona euro ha incidido en la reducción del volumen de transacciones en los mercados europeos. A partir de ello se ha abierto un debate, todavía no resuelto, sobre el volumen de transacciones entre el euro y el dólar, el yen y la libra esterlina, comparado al volumen de transacciones registradas, en el pasado, entre el marco alemán y las divisas mencionadas. Según Portes (1999), que utiliza los datos de las pantallas Reuters, el volumen de las operaciones relativas al euro sería superior, en tanto que Hau y al. (2002) llegan al resultado contrario a partir del análisis de los spreads entre los precios de compra y de venta, que habrían aumentado. Otras estimaciones, realizadas a partir de encuestas a los operadores, sugieren que en sus comienzos el volumen de las transacciones cambiarias del euro sería bastante próximo del que caracterizaba al marco en el período anterior. Así, parece evidente que es todavía demasiado temprano para determinar cuál es el impacto de la creación del euro en el volumen de operaciones y, por ende, en los costos de transacción. Otro factor que incita a la prudencia en este campo es que las transacciones electrónicas y las concentraciones bancarias han afectado significativamente el volumen y la estructura de los mercados cambiarios en los últimos años.

b) El mercado de acciones

A diferencia de los mercados monetarios, los mercados de acciones (al igual que los mercados de títulos públicos) no están unificados a la escala europea (BIS, 2000). Puede sin embargo esperarse un desarrollo rápido de los mercados de acciones denominadas en euros durante los próximos años. Esta progresión podría resultar de varios factores.

En primer lugar, un efecto de “catch-up” respecto a los mercados competidores: en términos de porcentaje del PBI, la capitalización bursátil de la zona euro es, como vimos, muy inferior a la de Estados Unidos. La proporción de firmas que cotizan en bolsa, todavía baja en la zona euro, debería incrementarse en los próximos años, gracias a la próxima entrada en el mercado de numerosas empresas medianas.

En segundo lugar, la desaparición del riesgo país intraeuropeo en el segmento de las obligaciones debería atraer hacia los mercados de acciones a los inversores que buscan colocaciones riesgosas. Como en el caso del mercado de obligaciones privadas, la bolsa favorecerá la llegada de inversores extranjeros atraídos por los productos de la zona euro.

En tercer lugar, la creación del euro suscita iniciativas que deberían dinamizar los mercados bursátiles. Entre ellas se puede citar la creación del Nasdaq–Europe en 2000, que constituye una plataforma europea para la emisión de nuevas acciones de firmas con fuerte potencial de crecimiento, y el nacimiento de Easdaq, bolsa internacional con sede en Bruselas cuya función consiste en reunir las cotizaciones de empresas de tamaño y crecimiento intermedios que tengan una orientación europea o internacional.

En cuarto lugar, la creación del euro debería tener un impacto positivo sobre las cooperación interfronteras y paneuropea entre las plazas bursátiles, lo que permitirá el desarrollo de mercados más vastos, más líquidos y más diversificados. Varias alianzas se han comenzado a negociar en los últimos años, entre las principales plazas europeas.

No obstante, el fracaso de las negociaciones entre las plazas de Londres y Francfort muestra que, aun cuando la consolidación de una plataforma bursátil paneuropea es considerada como ineluctable por observadores y analistas, los obstáculos son importantes (Galati y Tsatsaronis, 2001). En el caso en que predomine una excesiva competencia entre las bolsas existentes y no se avance rápidamente en la cooperación paneuropea se hará difícil la reducción de los costos de transacción y el aumento de la liquidez de los mercados. Cabe señalar que una experiencia positiva de acercamiento entre plazas bursátiles europeas es la que involucra París, Amsterdam y Bruselas, que han concretado la implementación de Euronext. El éxito de esta experiencia de acercamiento se explica porque estas plazas financieras trabajarán, especializándose cada una en sus puntos fuertes, en red, lo que implica menos obligaciones y restricciones que una fusión.

c) El mercado de obligaciones

El auge de la emisión de obligaciones denominadas en la nueva moneda europea constituye la transformación más importante suscitada por la introducción del euro. Más precisamente, el segmento de las obligaciones privadas domésticas e internacionales ha conocido una expansión espectacular (Detken y Hartmann, 2000; BCE, 2000; Santillán, Bayle y Thygesen, 2000, BIS, 2000, BCE, 2001).

En lo que respecta a las emisiones soberanas, domésticas e internacionales, la evolución ha sido más moderada. Ciertamente, la conversión en euros de la deuda pública denominada en las antiguas monedas europeas generó un mercado más amplio que su homólogo japonés (BIS, 2000). Sin embargo, el rápido crecimiento de las emisiones del gobierno nipón ha hecho que, a fines de 2000, el stock de bonos gubernamentales de Japón sea superior al de la zona euro que es, a su vez, similar al de Estados Unidos.⁵ Como quiera que sea, el mercado de obligaciones soberanas domésticas no conocerá una fuerte expansión en Europa en los años venideros en la medida en que el tratado de Maastricht impone límites a los déficit fiscales y a los indicadores de endeudamiento de los países de la Unión Monetaria. En cuanto a los países emergentes, luego de las crisis financieras que tuvieron lugar después de 1997 se constata una desaceleración del ritmo de crecimiento de las emisiones soberanas.

⁵ Cabe señalar que el análisis en términos de valor de mercado procura una visión completamente diferente, ya que los bonos gubernamentales de Japón reflejan la persistente debilidad de la economía nipona y la inquietud que suscita el creciente endeudamiento público de ese país (Galati y Tsatsaronis, 2001).

En suma, la evolución reciente del mercado de obligaciones de la zona euro puede ser sintetizada de la siguiente manera:

- La estructura del mercado de obligaciones en euros se transforma: caída de la participación en la emisión de las obligaciones soberanas (como consecuencia de la disminución de los déficit públicos y de los programas de re-compra de deuda); aumento de la participación de las emisiones no soberanas, es decir las realizadas por las instituciones financieras y por las empresas (en particular el sector de telecomunicaciones para el financiamiento de las licencias UMTS).
- El mercado, tanto doméstico como internacional, de la deuda privada de obligaciones en euros es extremadamente dinámico. El desarrollo de las emisiones privadas de obligaciones denominadas en euros ha constituido uno de los hechos más comentados en relación con el primer año de existencia del euro. Aunque algunos analistas han puesto en duda que la expansión constatada en 1999 prosiga ulteriormente, el incremento en términos de stock del mercado de bonos no soberanos en euros, que fue de 16% durante el primer año de la moneda única europea, fue también importante en 2000 (respecto de 1999) : 12% (BCE, 2001).
- En este marco, las emisiones internacionales en euros se han desarrollado rápidamente: los montos netos de emisiones de títulos de deuda internacional en euro fueron prácticamente iguales a las emisiones netas en dólares en 1999 (cuadro 6). A pesar de su retroceso registrado en el segundo semestre de 2000, la recuperación evidenciada en el primer trimestre de 2001 confirma la fuerte dinámica de las emisiones internacionales en euros.

Ciertamente, si se consideran las emisiones por país o zona de emisión se advierte que el peso del euro en las emisiones internacionales ha aumentado significativamente en la zona euro, y no en el resto del mundo (Artus, 2000). No obstante, es indiscutible que el euro ha ganado terreno como moneda de endeudamiento internacional : en el período reciente los prestatarios privados no residentes en la zona euro han emitido 21% de su deuda internacional en la moneda europea, mientras que, entre enero de 1990 y julio de 1998, sólo 2% de su deuda internacional estaba denominada en las monedas que dieron lugar al euro (Galati y Tsatsaronis, 2001).

Cuatro factores principales explican el dinamismo de los mercados de obligaciones en euros.

En primer lugar, la caída en la intermediación financiera (Canals, 1999): las empresas de la zona euro utilizan crecientemente el mercado de obligaciones para endeudarse, y esto se traduce en una disminución de los financiamientos vía créditos bancarios (desintermediación). Las estructuras financieras de las empresas de la zona euro, cada vez más orientadas hacia la finanza directa, se aproximan a las de los países anglosajones.

Por otra parte, la importancia de la reestructuración de empresas: estas operaciones (fusiones, adquisiciones) implicaron una fuerte demanda de fondos de las empresas privadas que fue satisfecha en gran medida por la emisión de obligaciones denominadas en euros, por montos sin precedentes en la historia de los mercados financieros europeos. Las operaciones de fusión y adquisición relativas a empresas situadas en la zona euro como casa matriz o firma objetivo aumentaron fuertemente en los dos últimos años.⁶

⁶ En lo que respecta al sector bancario (+ 35% en 1999), el monto de las operaciones de reestructuración sobrepasó el registrado en Estados Unidos en 1999.

Cuadro 6

TÍTULOS DE DEUDA INTERNACIONAL: MONTOS NETOS POR MONEDA DE EMISIÓN
(en miles de millones de dólares de los Estados Unidos y en porcentaje)

	1996	1997	1998	1999	2000	1er trimestre 2000	1er trimestre 2001
En millones de dólares de Estados Unidos							
Dólar Estados Unidos	242.70	323.70	408.90	544.60	570.00	134.00	144.00
Yen	80.70	33.40	-25.30	-8.20	31.10	-1.50	-12.20
Euro (o monedas de la zona euro)	128.30	130.60	224.60	533.90	443.30	130.80	135.10
Otras monedas	36.60	59.80	66.60	93.20	103.00	21.80	17.10
Total	488.30	547.50	674.80	1 163.50	1 147.40	285.10	284.00
En % del total							
Dólar Estados Unidos	49.70	59.12	60.60	46.81	49.68	47.00	50.70
Yen	16.53	6.10	-3.75	-0.70	2.71	-0.53	-4.30
Euro (o monedas de la zona euro)	26.27	23.85	33.28	45.89	38.64	45.88	47.57
Otras monedas	7.50	10.92	9.87	8.01	8.98	7.65	6.02
Total	100.00	100.0	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00

Fuente: (BRI, 2001).

A su vez, el rol dinámico de los inversores, que se manifiesta de dos maneras. Por un lado, los inversores extranjeros (principalmente estadounidenses y asiáticos) incrementaron su presencia en los mercados de la zona euro para aprovechar su desarrollo. Por otro lado, se asiste, en la zona euro, a un aumento de la gestión colectiva del ahorro por parte de los inversores institucionales (fondos mutualistas, fondos de pensión, compañías de seguros). De esto resulta una demanda creciente de colocaciones bajo la forma de títulos negociables en euros. En principio, los inversores tienen un objetivo de diversificación. En este plano, las perspectivas que ofrecen los mercados europeos son contradictorias: la creación de un espacio monetario financiero unificado elimina las posibilidades de diversificación por país. Sin embargo, el desarrollo reciente de nuevos segmentos de los mercados en euros –en particular la deuda de rendimiento elevado y alto riesgo– contribuye a abrir el abanico de opciones de los inversores. Otro factor importante para los inversores extranjeros es la cuestión de la correlación de los rendimientos de los activos en euros y en dólares. Esto podría conducir –si seguimos lo que sugirieren numerosos trabajos recientes–, a una mayor sincronización de los ciclos económicos entre Estados Unidos y Europa.

Finalmente, la emergencia de nuevos instrumentos y segmentos contribuye a dinamizar el mercado de obligaciones. Es el caso del mercado de obligaciones a alto rendimiento (es decir de obligaciones emitidas por los establecimientos cuya calificación por parte de las agencias de rating es baja), reforzado por el aumento de las operaciones de fusiones–adquisiciones y por la demanda de obligaciones de rendimientos elevados por parte de los inversores institucionales. Este mercado, abierto también a las empresas de tamaño relativamente modesto, dispone de un gran potencial de desarrollo (su peso es significativamente inferior al que tienen los mercados estadounidenses de similares características).

III. Las relaciones económicas Europa–América Latina y el euro

Dada la importancia de sus relaciones con la Unión Europea, América Latina será seguramente afectada por la emergencia del euro. En la última década se han intensificado las relaciones económicas entre las dos regiones. En particular, en este período los flujos de inversiones directas europeas hacia América Latina alcanzaron niveles comparables a los provenientes de Estados Unidos y el compromiso de los bancos europeos en la región aumentó de modo considerable. Así, en el caso de Brasil, uno de los países latinoamericanos que se caracteriza por la importancia de sus relaciones comerciales y financieras con Europa, se han identificado algunos efectos favorables y desfavorables del surgimiento del euro, a corto y mediano plazo, en el plano de la inversión directa, de los intercambios comerciales y del financiamiento exterior (Baumann y Abreu, 2000).

Además, el hecho que las principales economías latinoamericanas hayan concluido (caso de México) o estén negociando (caso del Mercosur y de Chile) ambiciosos acuerdos de cooperación y de libre comercio con la Unión Europea debería reforzar los vínculos euro–latinoamericanos (IRELA, 1999).

Con el fin de analizar los canales a través de los cuales se ejercerá la influencia del euro en América Latina se examina la evolución reciente de las relaciones entre las dos regiones a nivel comercial y, sobre todo, financiero. En este plano se distinguen la inversión directa extranjera, los préstamos bancarios y los créditos resultantes de la emisión de bonos.

Por último, un peso creciente del euro en el endeudamiento total de la región debería llevar a considerar con más atención la gestión de la composición de la deuda externa por divisas.

A. Las relaciones comerciales euro-latinoamericanas: una dinámica insuficiente

América Latina realiza alrededor de 15 % de su comercio exterior con la Unión Europea. A lo largo de los años 90 las relaciones comerciales entre las dos regiones se han intensificado de modo asimétrico: las exportaciones latinoamericanas a Europa han aumentado levemente mientras que las importaciones latinoamericanas de productos europeos se incrementaron alrededor de 160%.

A nivel comercial, las consecuencias del euro en las relaciones entre Europa y América Latina pueden resultar de varios factores: por un lado, el impacto de la disminución de los costos de transacción y del incremento de la competitividad al interior de la zona euro, como resultado de la introducción de la moneda única y, por otro lado, el efecto de las variaciones de la tasa cambio del euro en el comercio entre las dos regiones.

Algunos autores consideran que, dado el bajo grado de apertura comercial de una buena parte de los países latinoamericanos (y, en particular, de algunos de los que presentan relaciones comerciales más fuertes con la zona euro), no parece, a priori, que los cambios inducidos por las variaciones de las tasas de cambio reales efectivas, por la disminución de los costos de transacción o por las fluctuaciones del nivel de actividad en los países europeos, tengan un impacto significativo en el crecimiento de las economías latinoamericanas (Levy Yeyati y Sturzenegger, 1999c). Además, la debilidad que ha caracterizado al euro desde su nacimiento no favorece la intensificación de las relaciones comerciales entre las dos regiones. Más aún, para los países latinoamericanos cuyas monedas están ligadas al dólar y que tienen relaciones comerciales importantes con Europa -es decir, 20% o más de las exportaciones y/o de las importaciones- (cuadro 7), la debilidad del euro respecto de la moneda estadounidense tiene efectos negativos en su competitividad-precio.

En todo caso, aun cuando los acuerdos de libre comercio en proceso de negociación pueden generar una nueva dinámica en el plano de las relaciones comerciales euro-latinoamericanas, lo cierto es que éstas han progresado a un ritmo muy lento en los últimos años. No es de esperar, por lo tanto, que el canal comercial acreciente la importancia del euro como moneda internacional para América Latina.

En cambio, las relaciones financieras euro-latinoamericanas han experimentado una notable intensificación en los últimos años. Por ello, existe un amplio consenso respecto a que la influencia del euro en la región latinoamericana se verificará de modo mucho significativo a través de los canales financieros.

Cuadro 7
ESTRUCTURA GEOGRÁFICA DE LAS EXPORTACIONES E IMPORTACIONES

	Exportaciones %				Importaciones %			
	Estados Unidos	Europa	Japón	Otros	Estados Unidos	Europa	Japón	Otros
Argentina	7.91	14.62	2.54	74.93	20.41	29.46	3.27	46.86
Barbados	11.50	20.21	0.35	67.94	42.18	16.66	5.85	35.30
Bolivia	22.95	23.64	0.23	53.18	17.35	17.35	12.20	45.17
Brasil	19.35	24.58	4.30	51.76	22.98	27.05	5.11	44.86
Chile	16.41	24.03	14.16	45.40	24.92	21.11	6.19	47.79
Colombia	38.82	24.23	2.45	34.50	34.98	19.14	7.20	38.68
Costa Rica	48.37	21.26	1.16	29.21	45.88	11.08	3.97	39.08
Dominica	13.64	86.36	0.00	0.00	4.92	31.15	0.00	63.93
Ecuador	36.53	20.12	3.62	39.74	31.08	16.37	7.20	45.35
El Salvador	57.60	15.03	0.90	26.47	42.08	9.46	4.68	43.79
Grenada	30.00	30.00	0.00	40.00	28.57	4.61	4.15	62.67
Guatemala	52.08	11.42	1.97	34.52	44.85	10.58	3.42	41.15
Guyana	24.10	24.96	1.20	49.74	27.87	7.87	3.31	60.95
Haití	87.07	10.54	0.34	2.04	59.64	10.68	4.35	25.32
Honduras	38.55	21.72	4.37	35.36	49.32	10.52	3.77	36.40
Jamaica	39.82	27.81	1.22	31.16	51.55	10.95	6.13	31.37
México	87.92	3.33	0.73	8.02	75.14	8.96	4.81	11.09
Nicaragua	45.21	16.54	0.53	37.72	32.11	10.19	6.39	51.30
Panamá	42.27	27.09	0.57	30.07	38.96	7.92	5.57	47.55
Paraguay	2.66	21.58	4.75	71.01	11.86	10.63	7.64	69.86
Perú	33.54	21.55	3.98	40.93	25.76	17.88	6.26	50.10
República Dominicana	87.11	4.87	0.41	7.61	60.24	8.84	3.30	27.62
Trinidad y Tobago	37.81	15.57	0.16	46.47	43.59	18.03	3.68	34.70
Uruguay	5.78	16.00	0.79	77.43	11.14	20.07	2.35	66.43
Venezuela	47.28	7.63	1.25	43.84	43.65	17.94	3.93	34.48

Fuente: DOTS (IMF, 2000).

Nota: 1998 o último año conocido, en porcentaje de las exportaciones e importaciones totales, respectivamente.

B. El auge de la IED europea en América Latina

A pesar del retroceso registrado en 2000, cuando los flujos estimados de IED hacia América Latina fueron de 74 mil millones de dólares (en 1999 fueron de algo más de 93 millones de dólares), las inversiones extranjeras directas han conocido un incremento sustancial durante los años 90. Los flujos netos de IED, que se triplicaron entre 1994 y 1999, fueron en 2000 tres veces más importantes que el promedio anual del período 1990-1994 (CEPAL, 2001).

En ese marco, las inversiones europeas crecieron fuertemente durante la década pasada, alcanzando a partir de 1997 un nivel similar al de las inversiones directas de origen estadounidense (SELA, 2000). Así, el incremento de la inversión proveniente de la Unión económica y monetaria

europea, que ha aportado una contribución decisiva al aumento de la IED total captada por la región latinoamericana, se acelera en el período 1994-1997 (cuadro 8). A su vez, los flujos de IED de origen español han sido los más importantes al interior de las inversiones europeas. Las inversiones españolas aumentaron sustancialmente en 1999 por la compra de la principal empresa petrolera argentina realizada por la empresa española Repsol, por un monto de casi 15 mil millones de dólares y en 2000 por la concreción de una operación de dimensiones inéditas en el sistema financiero latinoamericano: la adquisición de 33% del capital social de Banespa (Banco del Estado de Sao Paulo, Brasil) a través del pago en efectivo de más de 3,5 mil millones de dólares por parte del español Banco de Santander Central Hispano, que se consolida como el principal banco internacional en América Latina.

Como consecuencia del incremento de los flujos de IED europeos, de las diez empresas transnacionales más importantes implantadas en América Latina (según ventas consolidadas), siete son originarias del viejo continente. Asimismo, tres de los cinco bancos internacionales más importantes instalados en la región latinoamericana (en función de sus activos consolidados), son europeos (CEPAL, 2001).

Cuadro 8
INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA EN AMÉRICA LATINA
(En millones de dólares corrientes)

	Acumulado 1990-1993		Acumulado 1994-1997		Variación
	Monto	%	Monto	%	%
UEM	8 756.00	13.71	31 662.00	28.37	261.60
Inglaterra	5 909.00	9.26	10 571.00	9.47	78.90
Suiza	5 798.00	9.08	255.00	-0.23	-104.40
Japón	1 773.00	2.78	3 737.00	3.35	110.77
Estados Unidos	41 600.00	65.17	65 876.00	59.03	58.36
Total	65 836.00	100.00	100.00	100.00	74.81

Fuente : Cálculos propios a partir de datos IRELA / BID (1998) y SELA (2000).

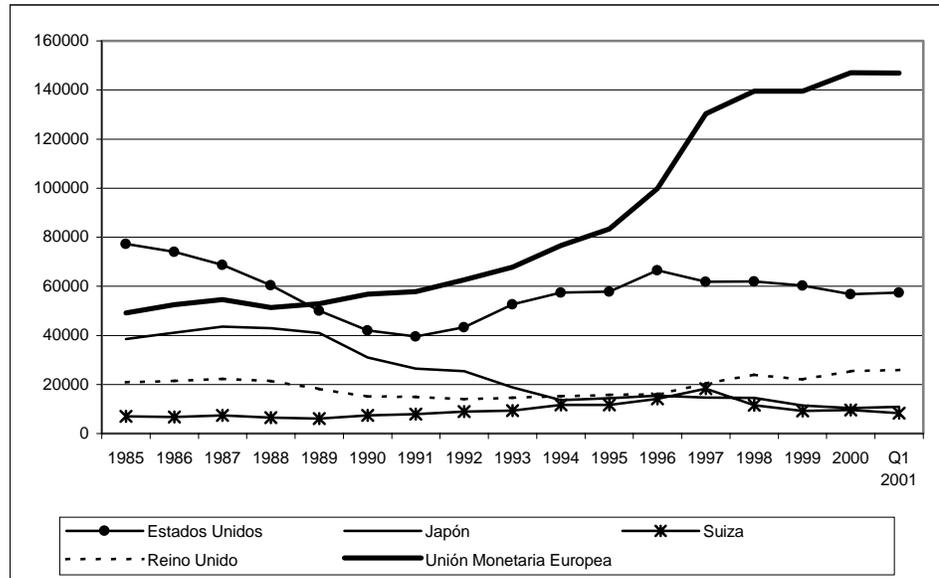
C. Una fuerte expansión de los créditos bancarios europeos hacia América Latina

1. La estrategia de internacionalización bancaria europea y América Latina

La implantación creciente de los bancos europeos en América Latina fue acompañada, durante la última década, por una fuerte expansión de los préstamos bancarios europeos. Esta expansión, que comienza a finales de los años 80 - cuando los créditos consolidados de los bancos de la zona euro sobrepasaron a los de los bancos estadounidenses- se acentuó entre 1994 y 1997.⁷ Así, en marzo de 2001, los saldos de créditos de los bancos europeos equivalen a más de dos veces los saldos correspondientes a los bancos estadounidenses (gráfico 5).

⁷ Así, como lo subrayan Levy Yeyati y Sturzenegger (1999c), los créditos bancarios originados en los países de la zona euro pasaron de 34% a 46% entre 1994 y 1997, mientras que los flujos de créditos provenientes de bancos estadounidenses, japoneses y canadienses cayeron de 39% a 32% del total de préstamos recibidos por la región latinoamericana.

Gráfico 5
ACTIVOS INTERNACIONALES DE ORIGEN LATINOAMERICANO Y
CARIBEÑO DE LOS BANCOS DECLARANTES
Por país del banco declarante
(millones de dólares)

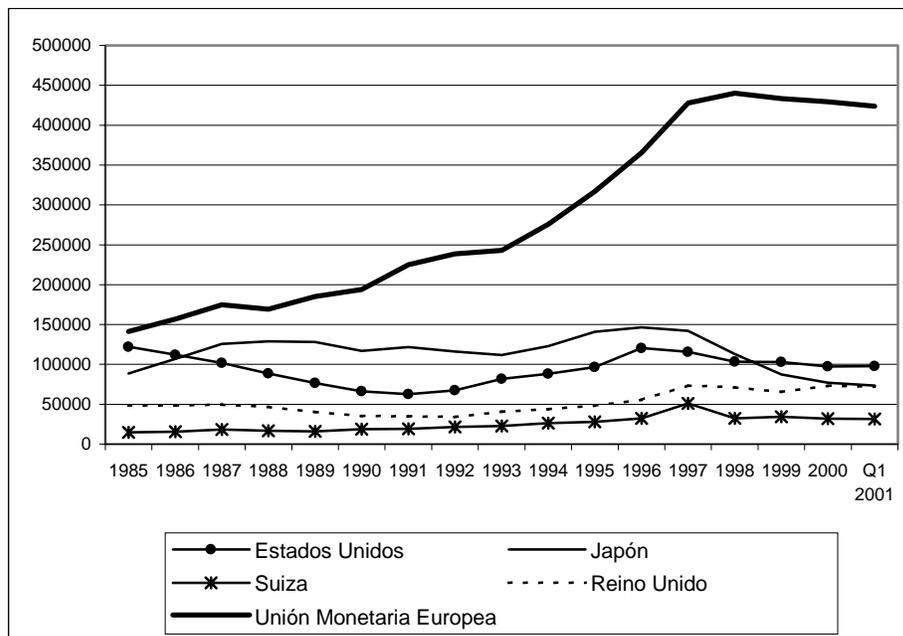


Fuente: BIS (2001c).

El incremento de los préstamos bancarios europeos a América Latina se inscribe en el proceso de expansión de los sistemas bancarios de los principales países de la zona euro que en la última década han estado muy activos en el mercado de las operaciones bancarias internacionales, llegando a ocupar, como ya se indicó, una posición dominante (cf. cuadro 5).

Este predominio global resulta aún más marcado cuando se analiza el peso de los bancos europeos en la oferta de fondos hacia los países en desarrollo. Mientras que los bancos estadounidenses e ingleses se caracterizan, desde la segunda mitad de los años 80, por un repliegue progresivo (flujos netos de préstamos negativos) respecto de los países en desarrollo, las instituciones financieras de la zona euro muestran una sostenida expansión de sus actividades, que se acelera fuertemente desde 1994 (gráfico 6).

Gráfico 6
ACTIVOS INTERNACIONALES DE LOS BANCOS DECLARANTES
SOBRE PAÍSES EN DESARROLLO
(Por país del banco declarante. Marzo 2001)



Fuente: BIS (2001c)

Una de las principales incitaciones para la expansión mundial de los bancos europeos ha sido la necesidad de diversificación (BIS, 1998). Esto implicaba no privilegiar las zonas en donde los bancos europeos han tenido tradicionalmente una posición dominante, esto es África, Europa Central y Oriental y Medio Oriente. Esta estrategia de diversificación se tradujo en resultados tangibles durante los años 90, cuando los establecimientos europeos alcanzaron una posición de preeminencia en América Latina y en Asia-Pacífico, en detrimento de los bancos norteamericanos y de los bancos japoneses, respectivamente.

Así, a comienzos de 2001 más de 34 % de los saldos de préstamos bancarios a la región Asia-Pacífico proviene de bancos de la zona euro, sobrepasando ampliamente la proporción de Japón en esta región (cuadro 9). Sin embargo, las instituciones bancarias europeas no se caracterizan por una especialización marcada hacia esta zona. En efecto, los préstamos otorgados a la región Asia Pacífico por los bancos de la zona euro son inferiores en 15 % al promedio de los préstamos otorgados a la totalidad de los países en desarrollo. Los bancos nipones, por el contrario, presentan una clara especialización en la región Asia-Pacífico: los préstamos otorgados por estos bancos en dicha región son, en promedio, superiores en un 11 % a los efectuados al conjunto del mundo en desarrollo. En términos de la composición geográfica del portafolio de préstamos, los bancos europeos destinan a esta región 22 % de sus préstamos. Esto representa una participación inferior en 9.8 puntos porcentuales a la composición del portafolio total mundial de los bancos declarantes al BIS, que está constituido, a nivel de 31.4%, por créditos a los países de Asia-Pacífico. En cambio, los bancos japoneses destinan más del 71 % de sus préstamos a la región asiática, lo que representa una diferencia de 40 puntos porcentuales por encima del peso de esta región en la cartera global del conjunto de los bancos declarantes respecto de los países en desarrollo.

En lo que atañe más específicamente a América Latina, a comienzos de 2001 51% de los préstamos bancarios recibidos provienen de instituciones de la zona euro, mientras que la participación de los bancos norteamericanos es de 20%. Sin embargo, en términos de

especialización geográfica, los créditos de las instituciones estadounidenses están más concentrados en la región latinoamericana. En efecto, el volumen de créditos destinado a América Latina es 8,6 puntos de porcentaje superior a la estructura promedio de los préstamos recibidos por los países en desarrollo de parte de los bancos estadounidenses. Además, los bancos estadounidenses destinan casi 59% de sus préstamos a la región latinoamericana, es decir 25 puntos de porcentaje por encima del peso de América Latina en el portafolio global “países en desarrollo” de los bancos declarantes.

Cuadro 9

ACTIVOS INTERNACIONALES DE LOS BANCOS DECLARANTES SOBRE PAÍSES EN DESARROLLO
(Porcentajes, por país del banco declarante, a marzo 2001)

	Total	Japón	Estados Unidos	Unión Monetaria Europea	Suiza	Reino Unido	Otros
Países en desarrollo	100.00	8.56	11.40	49.47	3.67	8.37	18.53
África y Medio Oriente	100.00	5.08	7.73	51.75	5.89	12.08	17.48
Asia y Pacífico	100.00	19.48	7.86	34.67	3.94	8.98	25.07
Europa	100.00	2.25	5.46	67.06	3.10	4.10	18.03
América Latina y el Caribe	100.00	3.77	20.01	51.19	2.87	9.01	13.15
Diferencias con respecto a la estructura promedio de los países en desarrollo							
África y Medio Oriente		-3.48	-3.67	2.28	2.22	3.71	-1.05
Asia y Pacífico		10.92	-3.54	-14.80	0.27	0.61	6.54
Europa		-6.31	-5.94	17.60	-0.57	-4.27	-0.50
América Latina y el Caribe		-4.79	8.61	1.72	-0.80	0.64	-0.38
Países en desarrollo	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
África y Medio Oriente	13.72	8.14	9.30	14.35	22.02	19.79	12.94
Asia y Pacífico	31.41	71.48	21.66	22.01	33.74	33.70	42.50
Europa	21.37	5.62	10.24	28.97	18.03	10.45	20.79
América Latina y el Caribe	33.50	14.76	58.81	34.67	26.21	36.05	23.77
Diferencias con respecto a la estructura geográfica del total de préstamos a los países en desarrollo							
África y Medio Oriente		-5.58	-4.42	0.63	8.30	6.07	-0.78
Asia y Pacífico		40.06	-9.75	-9.40	2.32	2.29	11.09
Europa		-15.75	-11.13	7.60	-3.33	-10.91	-0.58
América Latina y el Caribe		-18.74	25.30	1.17	-7.29	2.55	-9.73

Fuente: BIS (2001c)

^a Se consignan las diferencias positivas significativas

En virtud de la fuerte expansión de los créditos bancarios europeos a América Latina durante los años 90, la totalidad de los países grandes y medianos de la región (y una buena parte de los pequeños) presenta una estructura de endeudamiento bancario en la que predominan las instituciones de la zona euro. En efecto, tanto para la Argentina como para Brasil, México, Venezuela, Chile, Colombia o Perú, por ejemplo, las instituciones de la zona euro representan al menos 40% del total de la deuda bancaria en diciembre 2000 (cuadro 10).

Cuadro 10
ACTIVOS INTERNACIONALES DE LOS BANCOS DECLARANTES
SOBRE PAÍSES LATINOAMERICANOS
(% por país del banco declarante, diciembre 2000)

	Estados Unidos	Unión Monetaria	Japón	Otros
Cuba	0.00	79.87	3.08	17.05
Belize	2.17	75.85	0.00	21.98
Perú	9.71	75.50	1.12	13.67
Paraguay	6.74	74.59	0.00	18.68
Bolivia	18.18	71.79	0.08	9.95
Uruguay	16.56	65.90	0.20	17.34
Surinam	31.48	61.11	0.00	7.41
Argentina	16.21	57.77	2.66	23.36
Chile	16.55	57.15	5.24	21.06
Nicaragua	29.05	52.70	4.98	13.28
Haití	27.96	50.54	0.00	21.51
Venezuela	21.18	50.31	4.04	24.47
México	23.85	48.01	4.00	24.13
Colombia	20.59	47.17	9.69	22.56
Guyana	13.24	47.06	0.00	39.71
Trinidad y Tobago	11.86	47.03	2.74	38.37
Brasil	21.23	44.90	4.21	29.66
Dominica	0.00	43.06	0.00	56.94
República Dominicana	27.59	39.27	0.00	33.14
Honduras	34.65	37.91	0.00	27.44
Ecuador	33.37	36.31	4.12	26.20
El Salvador	38.39	30.04	0.00	31.58
Sta. Lucía	0.00	29.55	0.00	70.45
Costa Rica	30.37	28.98	1.53	39.12
San Vicente	0.00	26.71	0.00	73.29
Guatemala	51.18	25.79	0.00	23.03
Grenada	0.00	18.42	0.00	81.58
Jamaica	24.70	18.03	0.85	56.41
Residual	40.01	1.22	0.00	58.77
Total	19.88	51.50	3.56	24.97

Fuente: BIS (2001a)

Nota: Se destaca en negrita todas las diferencias significativas

2. Flujos bancarios e inversión extranjera directa de origen europeo

En el marco de la estrategia de diversificación geográfica implementada en los años 90, la expansión de los préstamos de las instituciones bancarias europeas a la región latinoamericana acompañó el auge de la inversión extranjera directa proveniente del viejo continente. Más precisamente, se advierte que la gran expansión de los créditos bancarios de origen europeo a América Latina coincide con una aceleración de las inversiones europeas en la región que, como ya se vio, se produjo en el período 1993-1997 (cuadro 11). En un informe del mes de agosto de 1998, el BIS subraya que la fuerte expansión de los bancos europeos en los mercados asiático y, sobre todo, latinoamericano, se explica tanto por las expectativas favorables en términos de crecimiento y de rendimiento financiero global como por el hecho que las instituciones bancarias europeas (los bancos ingleses excluidos) han seguido los grandes grupos europeos, industriales y comerciales (es decir sus principales clientes en Europa) en sus procesos de implantación en América Latina y, en menor medida, en Asia.

Cuadro 11

**CONTRIBUCIÓN POR REGIÓN AL AUMENTO DE LA IED
Y DE LOS FLUJOS BANCARIOS NETOS EN AMÉRICA LATINA (1) 1993-1997**
(en millones de dólares y en % del aumento total)

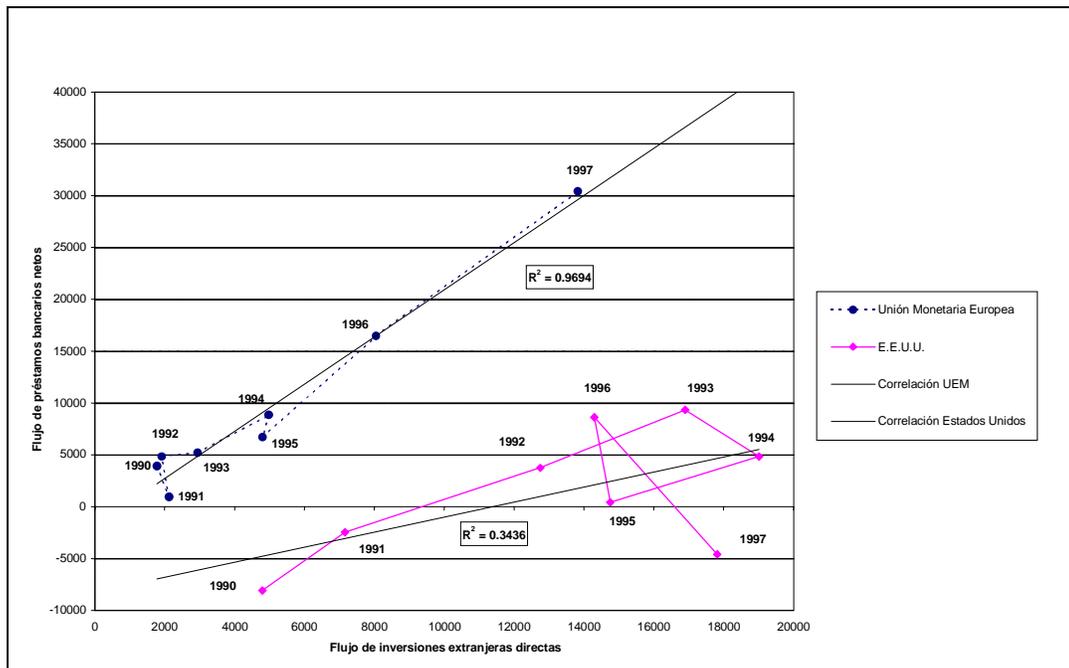
	Contribución a la IED		Contribución a los créditos bancarios	
	Montos	%	Montos	%
Unión Monetaria Europea	10 887	77.88	62 424	75.71
Estados Unidos	919	6.58	9 277	11.25
Suiza	-1 424	-10.19	8 991	10.91
Inglaterra	2 399	17.17	5 810	7.05
Japón	1 198	8.57	-4 040	-4.9

Fuente : Cálculos de los autores en base a datos BID / IRELA y BIS (2001a)
(1) Variación de los flujos. No tiene en cuenta los stocks preexistentes

Esta interpretación parece ser confirmada por la fuerte correlación existente entre el crecimiento de las inversiones extranjeras directas de origen europeo en América Latina y el notable incremento de los préstamos bancarios a la región latinoamericana, que es significativamente superior a la que se obtiene entre la evolución de la inversión extranjera de origen norteamericano y la de los flujos bancarios del mismo origen (gráfico 7).

Se advierte entonces una clara divergencia, entre Estados Unidos y los países de la zona euro, en el plano de las modalidades de su expansión financiera y productiva reciente en América Latina. Una explicación de este fenómeno tiene que ver con las diferencias institucionales existentes entre los sistemas financieros estadounidense y europeo. En Estados Unidos predomina el financiamiento directo de los agentes deficitarios a través del mercado de capitales -que tiene un peso y una influencia decisivos a nivel internacional -, en tanto que en Europa continental sigue siendo dominante -a pesar de la expansión reciente de la finanza directa- el financiamiento indirecto, a través de los sistemas bancarios. Esto permite comprender el gran desarrollo internacional de los sistemas bancarios europeos que es, como se advierte en América Latina, concomitante con el proceso de la internacionalización de las firmas europeas.

Gráfico 7
FLUJOS DE IDE Y DE PRÉSTAMOS BANCARIOS EN AMÉRICA LATINA UN ANÁLISIS EN
TÉRMINOS DE CORRELACIÓN
(millones de dólares)



Fuente: Cálculos propios a partir de BIS (2001a), SELA (2000).

Como quiera que sea, la fuerte expansión de las actividades internacionales de los bancos europeos puede contribuir al desarrollo del euro como moneda internacional.

El incremento de los préstamos hacia los países emergentes y en particular hacia América Latina durante los años 90 representa una nueva etapa en el proceso de internacionalización abierto en los años 70. En efecto, los bancos europeos vienen jugando un rol importante en el financiamiento de los países emergentes y en desarrollo desde hace tres décadas.

En un primer momento, los bancos europeos prestaban esencialmente en dólares, cumpliendo una función de transformación en beneficio de los agentes no residentes: préstamos a largo plazo de los euro-dólares tomados a corto plazo. Durante los años 90, la actividad crediticia hacia los países latinoamericanos ha seguido siendo, mayoritariamente, en dólares. Con la creación de la moneda única los bancos europeos podrían prestar en mayor medida en euros, lo cual implicaría un proceso de creación monetaria (y no sólo de transformación) que contribuiría a alimentar en liquidez "euro" los mercados internacionales.⁸ El canal del financiamiento bancario de la economía mundial podría favorecer una mayor utilización internacional del euro.

En lo que respecta al financiamiento bancario europeo hacia América Latina asociado a la IED de origen europeo, se pueden identificar dos implicaciones sumamente probables. Por un lado, el financiamiento bancario europeo es generador de deuda externa para los países de la región, lo cual se traduce en una doble aproximación entre Europa y América Latina, tanto productiva como financiera. Por otro lado, se puede esperar una mayor utilización del euro como moneda de relación

⁸ En ese caso se puede esperar que los países prestatarios en una moneda determinada detengan igualmente depósitos denominados en dicha moneda (Plihon, 1994).

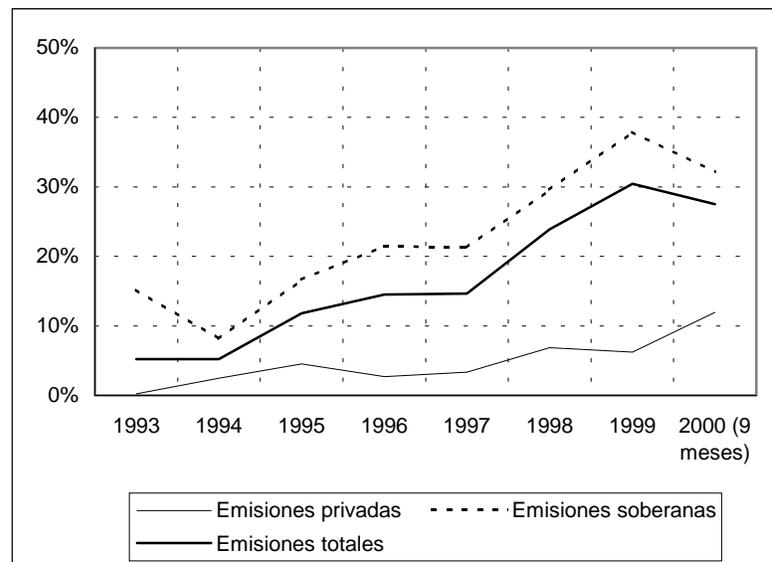
entre las casas matrices y las filiales y una mayor proporción de créditos en esa moneda, lo cual podría reducir o eliminar el riesgo de cambio para las empresas y bancos involucrados.

D. Un peso creciente de las emisiones de obligaciones denominadas en euros

La fuerte expansión de los créditos de la banca comercial europea hacia América Latina no es el único aspecto relevante en la dinámica reciente de las relaciones financieras euro-latinoamericanas. Estas se han caracterizado, también, por el incremento de las emisiones internacionales de bonos – importantísima fuente de financiamiento externo generador de deuda de la región latinoamericana en los últimos años–, en las que los empréstitos denominados en euros han experimentado una fuerte expansión.

Esta expansión es común al conjunto de los países en desarrollo que, en los últimos años, han participado de manera significativa en el crecimiento del mercado de obligaciones en euros. Como lo muestra el gráfico 8, la proporción de la moneda europea en las emisiones totales de estos países, que se incrementa sostenidamente desde 1994, continuó aumentando en 1999, aunque luego retrocedió ligeramente en el 2000. Sin embargo, a pesar de este retroceso, que resulta de la disminución de las emisiones de obligaciones soberanas en euros (que representan un tercio del total en 2000), prosigue la expansión de las emisiones de obligaciones privadas. La proporción de éstas se duplica en 2000, pasando de 6% a 12% del total, en detrimento de las emisiones en dólares (gráfico 9). En cuanto a las emisiones soberanas, el retroceso constatado en 2000 beneficia principalmente a las emisiones en yenes, dado que la proporción de las emisiones en dólares acusó una nueva caída. El porcentaje de éstas en el total de emisiones de los países en desarrollo registra así su punto más bajo desde 1993, si se excluye el año 1995 (gráfico 10).

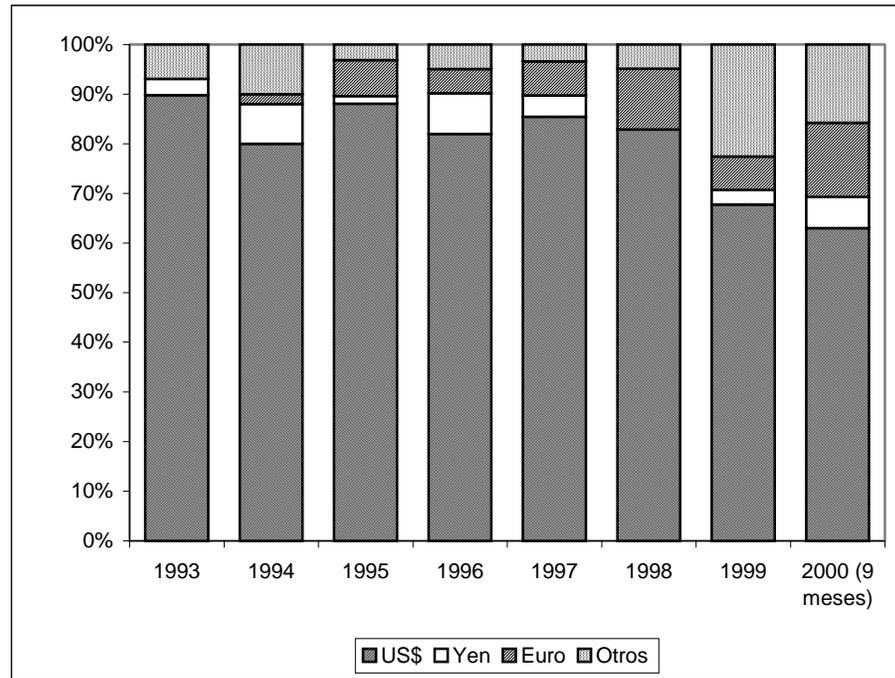
Gráfico 8
EVOLUCIÓN DE LA PARTICIPACIÓN DEL EURO EN LAS EMISIONES DE OBLIGACIONES DE LOS PVD
(en % de las emisiones totales, por tipo de deudor)



Fuente: Bondware

Gráfico 9

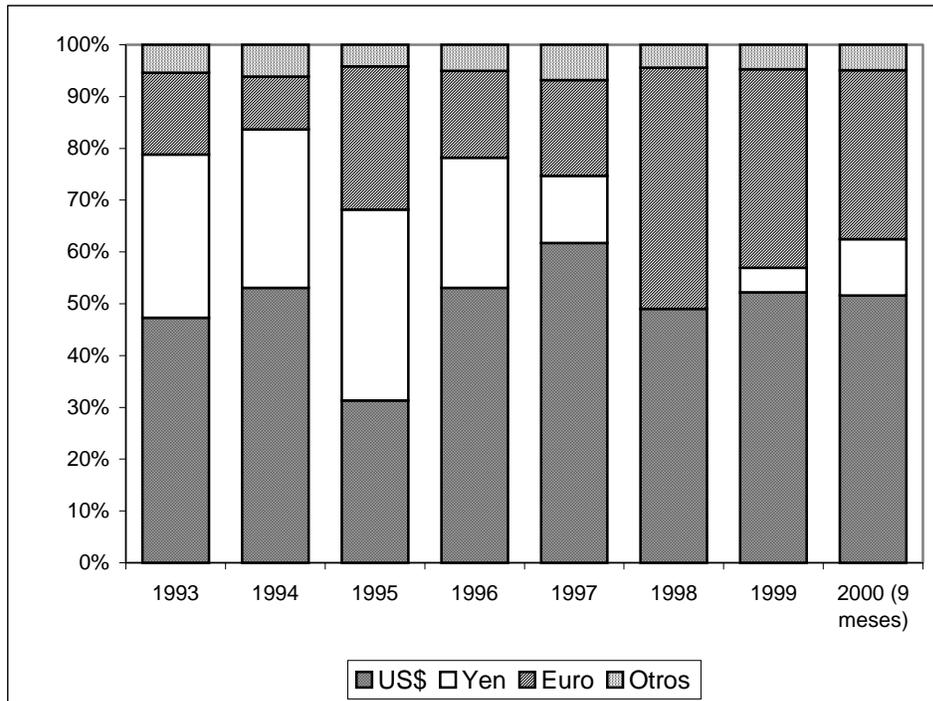
EVOLUCIÓN DE LAS EMISIONES DE OBLIGACIONES PRIVADAS



Fuente : CDC –Recherche risque pays, a partir de Bondware.

Gráfico 10

EVOLUCIÓN DE LAS EMISIONES DE OBLIGACIONES SOBERANAS

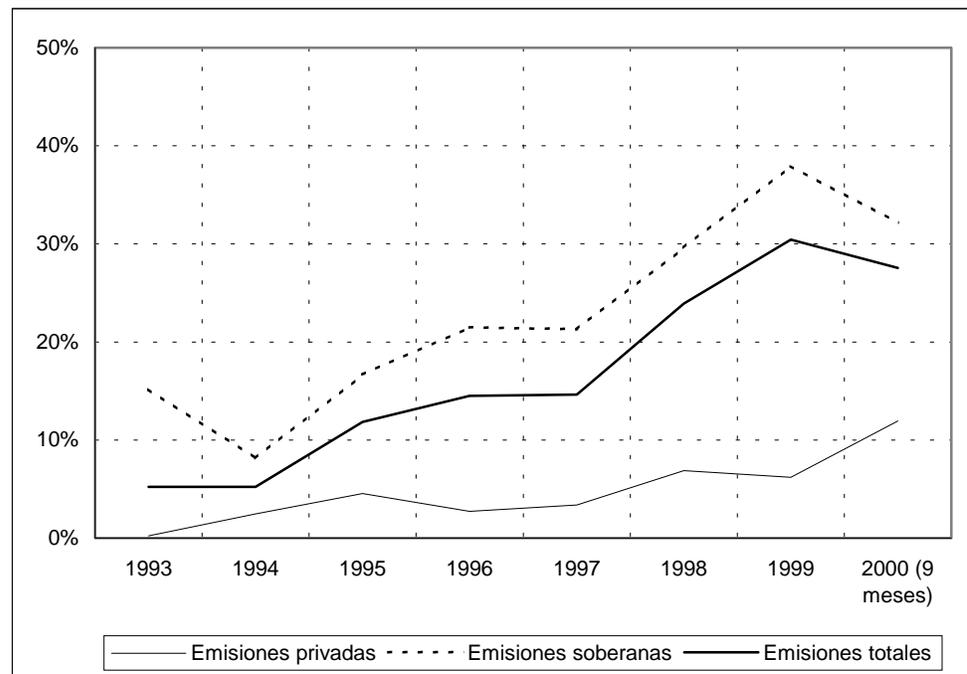


Fuente: CDC –Recherche risque pays, a partir de Bondware.

En este marco, América Latina se caracteriza, como ya se indicó, por el aumento de la participación de las obligaciones denominadas en euros en las emisiones totales desde 1994 (gráfico 11). Asimismo, en este gráfico se advierte que la proporción de bonos emitidos en euros por el sector público, en fuerte crecimiento desde 1994 (a pesar del retroceso registrado en 1997), cae levemente en el 2000. En cambio, prosigue el ascenso de la proporción de los bonos emitidos en euros en el total de las emisiones internacionales del sector privado latinoamericano. En suma, a partir de 1999 aumenta nuevamente la brecha entre la participación latinoamericana en las emisiones totales de los países en desarrollo y la parte que la región representa en las emisiones de obligaciones en euros de estos mismos países (gráfico 12). Con una proporción que en 2000 alcanzó 60 % de las emisiones de bonos denominados en euros de los países en desarrollo, América Latina participa activamente en el proceso de internacionalización de la divisa europea como moneda de endeudamiento.

Gráfico 11
EVOLUCIÓN DE LA PARTICIPACIÓN DEL EURO EN LAS EMISIONES LATINOAMERICANAS DE OBLIGACIONES

(en % de las emisiones totales, por tipo de deudor)

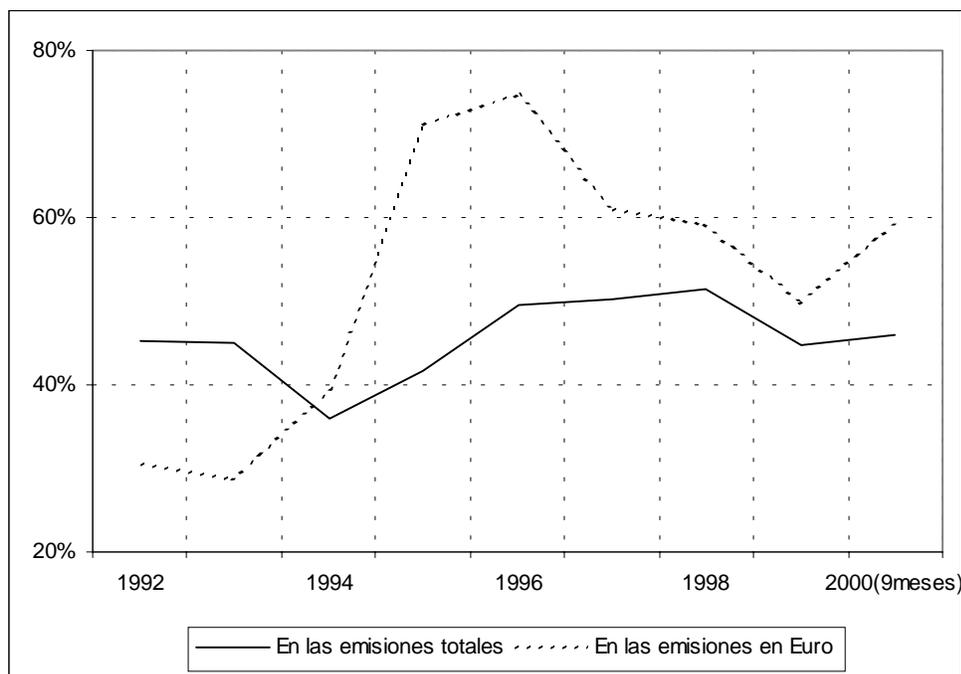


Fuente : CDC –Services des Etudes-Risque Pays a partir de Bondware.

Gráfico 12

EVOLUCIÓN DE LA PARTICIPACIÓN DE AMÉRICA LATINA EN LAS EMISIONES DE OBLIGACIONES

(en % de las obligaciones totales de los PVD)



Fuente: CDC –Services des Etudes- Risque Pays a partir de Bondware.

La prosecución de este proceso –un creciente endeudamiento en euros de los países emergentes y, en particular, de los países latinoamericanos– tiene implicaciones en dos planos diferentes pero interconectados: el de la liquidez en el compartimento emergente de los mercados de obligaciones en euros y el de la gestión de la composición por divisas de la deuda externa.

El crecimiento de las emisiones emergentes en euros ha dado lugar a la aparición de un mercado único que reemplaza a los mercados segmentados de las divisas preexistentes (marco alemán, franco francés, lira). Esto no puede sino favorecer la consolidación de un mercado más líquido y profundo. Sin embargo, este proceso se encuentra aún en sus inicios. La liquidez de los mercados de obligaciones emergentes en euros es todavía limitada por dos razones. Por un lado, en la zona euro, una proporción importante de los inversores en este tipo de papeles está constituida por instituciones administradoras de fortunas, lo que no favorece el desarrollo del mercado secundario de estos títulos. Más importante aún, por otro lado, el tamaño de las emisiones emergentes en euros es relativamente pequeño comparado con el de las emisiones en dólares. Aún cuando el 50% de las emisiones de obligaciones soberanas emergentes realizadas en 2000 y en 2001 está denominado en euros, el monto promedio de dichas emisiones es significativamente más bajo que el de las emisiones en dólares (cuadro 12). En el caso de América Latina, a su vez, los montos promedio son sistemáticamente superiores a los del total de los países en desarrollo. No obstante, como se observa en el cuadro 12, en ningún caso se verifica la existencia, hasta ahora, de emisiones “jumbo” en euros (superiores o iguales a mil millones de dólares). Así, el benchmark de estos mercados está constituido por los títulos denominados en la divisa estadounidense.⁹

⁹ Algunos operadores de mercado consideran que una operación de swap que involucre títulos denominados en euro, similar al mega-swap (en dólares) realizado por Argentina a comienzos de junio de 2001, podría crear un benchmark en la moneda europea y acelerar el desarrollo de la liquidez en los mercados de obligaciones emergentes en euros.

Cuadro 12

**NÚMEROS Y MONTOS DE LAS EMISIONES DE OBLIGACIONES SOBERANAS EMERGENTES
EN 2000 Y 2001 (1)**

(en millones de dólares y en %)

2000	Cantidad	Monto	Monto promedio	Monto máximo	Monto mínimo	Cantidad %	Monto %
Total	82	40 949.32	499.38	1 500.00	43.44	100.00	100.00
Dólar	29	20 075.00	692.24	1 500.00	100.00	35.37	49.02
Euro	41	15 727.43	383.60	991.08	43.44	50.00	38.41
Yen	12	5 146.89	428.91	573.96	140.00	14.63	12.57
América Latina	42	23 351.00	555.98	1 500.00	85.32	100.00	100.00
Dólar	15	11 475.00	765.00	1 500.00	100.00	35.71	49.14
Euro	22	9 174.00	417.00	991.08	85.32	52.38	39.29
Yen	5	2 702.00	540.40	573.96	471.16	11.90	11.57
2001							
Total	54	20 123.00	372.65	1 500.00	45.91	100.00	100.00
Dólar	21	9 900.00	471.43	1 500.00	50.00	38.89	49.20
Euro	27	8 397.00	311.00	939.85	45.91	50.00	41.73
Yen	6	1 826.00	304.33	651.78	167.04	11.11	9.07
América Latina	33	12 899.00	390.88	1 500.00	45.91	100.00	100.00
Dólar	14	6 950.00	496.43	1 500.00	100.00	42.42	53.88
Euro	16	4 797.00	299.81	939.85	45.91	48.48	37.19
Yen	3	1 152.00	384.00	651.78	241.86	9.09	8.93

Fuente: CDC IXIS-Departamento de Estudios-Riesgo País

(1) Emisiones hasta el 09/07/2001
Se excluyen los swaps

Por otro lado, el peso creciente de los compromisos externos denominados en euros lleva a considerar con más atención el impacto en el servicio de la deuda del comportamiento de las tasas de interés en la zona euro, así como la política de gestión del endeudamiento por divisas. Esta última cuestión, que tiene que ver con la composición monetaria óptima de la deuda externa, se aborda a continuación.

E. La gestión de la deuda externa: composición por monedas

El dólar es la principal moneda de emisión de la deuda exterior de todos los países de América Latina y el Caribe (cuadro 13). No obstante, si el euro sigue desarrollándose como moneda de endeudamiento internacional su peso en la estructura de los compromisos externos tendería a aumentar, lo cual debería llevar a considerar con más atención la gestión de la composición de la deuda exterior por divisas.

En principio, la gestión de la composición de la deuda por divisas consiste en considerar simultáneamente la balanza comercial y los costos financieros resultantes del endeudamiento externo con el fin de minimizar las pérdidas resultantes de las fluctuaciones cambiarias entre las monedas internacionales. Obviamente, el problema no se presentaría si existiera una única moneda de transacción y de financiamiento internacional.

Cuadro 13
ESTRUCTURA DE LA DEUDA LATINOAMERICANA, POR MONEDA
(1999, en % de la deuda total)

	Dólar	Euro	Yen	Otras
Argentina	64.10	11.30	5.70	18.90
Barbados	46.80	0.00	0.00	53.20
Bolivia	46.90	9.50	4.40	39.20
Brasil	70.80	4.30	5.30	19.60
Chile	83.20	1.70	6.50	8.60
Colombia	77.60	2.60	4.80	15.0
Costa Rica	72.30	0.70	5.60	21.40
Dominica	71.80	8.20	0.80	19.20
República Dominicana	72.60	2.40	6.60	18.40
Ecuador	83.00	2.00	6.10	8.90
El Salvador	68.30	4.70	5.60	21.40
Grenada	65.10	1.30	0.00	33.60
Guatemala	75.30	4.40	2.60	17.70
Guyana	65.50	1.00	0.00	32.50
Haití	80.60	2.30	0.00	17.10
Honduras	62.90	4.20	9.40	23.50
Jamaica	57.70	2.50	8.40	31.40
México	77.30	5.40	8.50	8.80
Nicaragua	70.60	7.60	2.40	19.40
Panamá	90.40	0.10	2.20	7.30
Paraguay	46.60	5.10	20.80	27.50
Perú	72.60	4.10	11.70	11.60
Trinidad y Tobago	61.00	0.80	4.90	33.30
Uruguay	76.80	4.10	4.60	14.50
Venezuela	80.40	7.90	3.00	8.70

Fuente: Banco Mundial

El problema de la gestión de la composición de la deuda por monedas tampoco existiría si el endeudamiento externo total de un país pudiese ajustarse en permanencia en función de los cambios de paridades internacionales con el fin de obtener un perfil de deuda que garantice un mínimo de pérdidas en razón de la inestabilidad cambiaria. Sin embargo, el costo financiero de este tipo de estrategia es teóricamente más elevado (riesgos de liquidez y costos de transacción resultantes de un *swap* permanente) que el beneficio que puede obtenerse de una gestión de la deuda externa a corto plazo. Con más razón si los montos involucrados equivalen, como ocurre en la mayoría de los casos, a una proporción elevada del producto bruto interno de un país.

Una primera aproximación al problema de la composición monetaria óptima de la deuda externa (selección de un portafolio compuesto por deuda en dólares y en euros, por ejemplo) puede ser realizada a partir de la determinación de una estructura de endeudamiento que minimice las fluctuaciones en los ingresos del comercio exterior netos del pago de intereses -como lo hacen Levy Yeyati y Sturzenegger (1999c), a partir de la estimación de un modelo propuesto por Claessens (1992).

En este enfoque, que supone un marco de invariabilidad del régimen cambiario, la estrategia de optimización implica necesariamente la existencia de relaciones estables entre balanza

comercial y costos financieros. Sin embargo, la existencia de fuertes fluctuaciones internacionales de las variables nominales y reales durante los años 90 no han ofrecido un contexto estable para implementar una gestión óptima del endeudamiento. Así, los cálculos de Levy Yeyati y Sturzenegger realizados para el período 1992-1998 (utilizando un portafolio compuesto por deudas en dólares, marcos y yenes) no muestran una estructura estable de relaciones entre comercio y endeudamiento que haya permitido una minimización de las pérdidas que resultan de fluctuaciones en las divisas internacionales. En realidad, lo que se advierte es que el proceso de diversificación del endeudamiento responde más a las condiciones puntuales de emisión de deuda en los diferentes mercados (costos de transacción diferentes, profundidad y liquidez de los diversos mercados, spreads) que a una estrategia definida de optimización de la composición por divisas.

Existe otra manera de abordar la problemática de la composición de la deuda por divisas y su relación con la estructura geográfica del comercio exterior. Para Bénassy-Quéré y Lahrèche-Revil (1999), la cuestión es, dada una estructura geográfica del comercio exterior y una estructura de endeudamiento heredada de decisiones pasadas, cuál es la canasta de anclaje óptima, que permite minimizar las pérdidas resultantes de las fluctuaciones entre las monedas internacionales.

En el análisis realizado por estos autores se busca completar el enfoque en términos de tipo de cambio de equilibrio fundamental a la Williamson (1994). Este enfoque sugiere que las autoridades monetarias deben buscar un nivel de tipo de cambio real que asegure un saldo corriente compatible con las necesidades en términos de financiamiento exterior y de pleno empleo. Una vez que la paridad alcanza su nivel de equilibrio fundamental, la política cambiaria debería estar centrada en la estabilización de un tipo de cambio efectivo. Como consecuencia de ello, se debería anclar la moneda nacional en términos reales respecto de una canasta de monedas ponderada por los intercambios comerciales.

Sin embargo, si el endeudamiento exterior de un país está denominado en divisas diferentes a las utilizadas en las transacciones comerciales, las necesidades de financiamiento no dependen exclusivamente de su competitividad externa. Así, para Bénassy-Quéré y Lahrèche-Revil (1999), las autoridades deberían definir un objetivo de tipo de cambio real que responda a una doble finalidad: por un lado, competitividad comercial externa y, por el otro, minimización de los costos ligados a las fluctuaciones en el servicio de la deuda exterior.

Si consideramos que el escenario más probable es la evolución hacia un sistema monetario internacional bipolar asimétrico (dólar y euro como monedas de financiamiento, dólar como moneda de transacción y de facturación) de fuerte volatilidad y que, por razones de diversificación, el endeudamiento externo en euros de los países en desarrollo tenderá a aumentar, las fluctuaciones dólar/euro tendrán un fuerte impacto nominal y real sobre las economías de estos países.

Este tipo de enfoque, que supone una discusión teórica y normativa sobre la gestión del régimen cambiario, va más allá de la sola cuestión de la optimización de la composición por divisas del endeudamiento externo. Esta discusión es pertinente para los países latinoamericanos, en particular para aquellos que presentan una mayor diversificación geográfica y monetaria de sus estructuras de comercio y de endeudamiento.¹⁰

¹⁰ Este podría ser el caso de Argentina, que antes de abandonar el currency board, en enero 2002, había decidido incluir el euro como moneda de anclaje a partir del momento en el que la divisa europea alcance la paridad unitaria con respecto al dólar.

IV. La emergencia del euro y la función de unidad de cuenta. Implicaciones para América Latina

Los estudios sobre la creación del euro y sus perspectivas de desarrollo como moneda internacional se han centrado, en su gran mayoría, en las funciones de medio de pago y de financiamiento y endeudamiento. Además, desde hace poco tiempo, también comienzan a ganar terreno los trabajos sobre la gestión de las reservas internacionales y el rol prospectivo del euro como moneda de reserva (Alogoskoufis y Portes, 1997 y, sobre todo, Eichengreen y Mathieson, 2000).

En cambio, la función de unidad de cuenta es a menudo descuidada, probablemente porque la fijación de los precios en divisas del comercio internacional está particularmente sometida a las inercias resultantes de la existencia de externalidades de red. Otro factor explicativo que se suele avanzar a este respecto es que las divisas de facturación parecen derivar su uso de las otras funciones de la moneda (Bénassy-Quéré y Cœuré, 2000).

Como ya se señaló, la función de unidad de cuenta tiene que ver no solamente con la cuestión de la fijación de precios en el comercio internacional; ella concierne también la utilización de monedas internacionales como divisas de referencia (ancla), una de las funciones cruciales en el proceso de internacionalización.

A corto plazo, al euro le será muy difícil competir con el dólar como moneda de anclaje mundial, dado que las decisiones en este ámbito están ligadas al tipo de integración comercial (orientación geográfica de los flujos de comercio exterior) y financiero (monedas de endeudamiento, origen de la IED) y a las prácticas comerciales (como ya se dijo, el comercio de la mayor parte de las materias primas está denominado en dólares). En particular, la existencia de fuertes inercias en el plano de las prácticas comerciales y financieras impide la rápida difusión del euro como divisa internacional. De todas formas, a mediano y largo plazo se puede esperar una mayor utilización del euro como moneda de anclaje de terceros países.

En primer lugar se abordará la cuestión de la determinación de facto de los anclajes monetarios, definidos por oposición a los anclajes declarados en tanto que regímenes oficiales, es decir los publicados por el F.M.I. (en el Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions). Luego se estudiarán los determinantes reales y financieros de las opciones adoptadas por los países en desarrollo en materia de anclaje de facto a partir de un análisis econométrico realizado para 93 economías. A partir de ello se construirá una tipología de los países analizados. Por último, se explorarán de manera prospectiva los canales de generalización de la utilización del euro como moneda de anclaje en América Latina.

A. Los regímenes de anclaje de facto: la metodología

Siguiendo el enfoque de Bénassy-Quéré y Cœuré (2000), se presenta una estimación de los regímenes cambiarios de facto a través de la utilización de ecuaciones econométricas basadas en el método de los momentos generalizados (ver Anexo 1). Los anclajes implícitos de 111 monedas han sido estimados a partir de datos semanales antes y después de las crisis financieras en los países emergentes (1997–1998).

Los resultados muestran que la proporción de las monedas ancladas de facto al dólar es mucho más elevada (50%) que lo que permiten entrever los regímenes oficiales publicados por el F.M.I. (ver Cuadros 14 y 15). Este fenómeno también prevalece después de la crisis asiática, lo que sugiere que, al menos en el corto plazo, el sistema actual no ha sufrido cambios tan sustanciales como los que habitualmente se señalan (es decir, retroceso de las políticas de anclaje a una divisa de referencia y generalización de las políticas de flotación libre). Por consiguiente, la flotación pura es mucho menos frecuente de facto (4%) que de jure (30%).

Estos resultados son en parte convergentes con los obtenidos por Levy Yeyati y Sturzenegger (1999b), que observan numerosos anclajes de facto. Asimismo, un análisis de las transiciones entre regímenes cambiarios no revela un retroceso de los llamados regímenes intermedios (una de cuyas características es el anclaje a una canasta de monedas).

Cuadro 14

LOS REGÍMENES OFICIALES DE CAMBIO Y SU EVOLUCIÓN (1983-1999)
(En % del total de monedas de los países miembros del F.M.I., a diciembre de cada año)

Regímenes de cambio	1983	1988	1994	1999
Cantidad de monedas	146	152	181	187
Anclaje fijo a una moneda (currency boards incluidos)	35.60	38.30	26.00	30.00
Dólar	23.30	25.70	13.80	15.00
Franco, marco, euro	8.90	9.20	8.30	12.30
Otras	3.40	3.40	3.90	2.70
Anclaje fijo a una canasta de monedas	27.40	25.70	13.30	9.60
DEG	8.90	5.30	1.70	3.20
Ecu	0.70	0.70	0.60	0.00
Otros	17.80	19.70	11.00	6.40
Flexibilidad limitada	11.0	7.20	7.20	5.90
Mecanismo europeo de cambios	4.80	4.60	5.00	1.10
Otros	6.20	2.60	2.20	4.80
Flotación limitada	19.90	17.80	19.90	23.00
Flotación libre	6.10	11.20	33.70	31.60
Total	100.00	100.00	100.00	100.00

Fuente: F.M.I., Annual Report on Exchange Arrangements And Exchange Restriction, varios números.

Cuadro 15

LOS REGÍMENES DE CAMBIO DE FACTO
(En % del total de monedas analizadas)

	Abril 1995- Junio 1997 (antes de la crisis asiática)	Octubre 1998- Diciembre 1999 (después de la crisis asiática)
Cantidad de monedas	107	107
Anclaje unitario a una moneda	61.80	59.80
Dólar	50.60	49.50
Euro	10.30	10.30
Yen	0.90	0.00
Anclaje parcial a una moneda	13.00	9.30
Dólar	12.10	6.50
Euro	0.90	1.90
Yen	0.00	0.90
Anclaje a una canasta de monedas	20.50	27.10
Dólar / euro	12.10	14.00
Dólar / yen	5.60	2.80
Euro / yen	1.90	2.80
Euro / dólar / yen	0.90	7.50
Flotación libre	4.70	3.70
Total	100.00	100.00

Fuente: Bénassy-Quéré y Benoît Coeuré (2000)

Nota: los 14 países africanos de la zona franco son considerados como un solo país.

En suma, según el enfoque adoptado en este trabajo, el sistema monetario internacional no parece evolucionar hacia la flotación generalizada. Asimismo, Bénassy-Quéré y Coeuré (2000) subrayan que el SMI se encuentra aún lejos de una configuración en diferentes bloques monetarios de tamaños comparables.

B. Los determinantes financieros y comerciales de los regímenes de anclaje de facto

A partir de los resultados presentados en la sección anterior, nos concentraremos ahora en los determinantes reales y financieros de las opciones efectivamente adoptadas en materia de regímenes de anclaje de facto por los 93 países considerados. El cuadro 16 presenta las correlaciones entre los coeficientes de anclaje y las variables comerciales, financieras y geográficas.¹¹

Cuadro 16
COMERCIO, DEUDA Y REGÍMENES DE ANCLAJE DE FACTO

Cuadro de correlaciones

	Dólar	Euro	Yen	Dolbin	Eurobin	Yenbin
Dólar	1.000	-0.969	-0.612	0.911	-0.937	-0.589
Euro	-0.969	1.000	0.396	-0.859	0.884	0.393
Yen	-0.612	0.396	1.000	-0.634	0.649	0.927
Dolbin	0.911	-0.859	-0.634	1.000	-0.865	-0.602
Eurobin	-0.937	0.884	0.649	-0.865	1.000	0.652
Yenbin	-0.589	0.393	0.927	-0.602	0.652	1.000
Estructura de la deuda por moneda						
En dólares	0.019	-0.044	0.069	-0.032	-0.021	0.096
En euros	-0.272	0.197	0.378	-0.356	0.292	0.350
En yens	0.205	-0.144	-0.292	0.213	-0.142	-0.251
Grado de dolarización de las economías						
Dolarizados	0.089	-0.016	-0.276	0.166	-0.154	-0.206
Exportación de petróleo						
Petroleros	0.140	-0.129	-0.104	0.144	-0.202	-0.155
Estructura del comercio exterior						
Con Estados Unidos	0.355	-0.352	-0.195	0.370	-0.371	-0.198
Con Japón	0.251	-0.240	-0.164	0.226	-0.222	-0.178
Con Europa	-0.451	0.458	0.211	-0.465	0.439	0.159
Geografía y regímenes de anclaje						
Distancias geográficas						
km US	0.017	-0.019	-0.005	-0.032	0.020	-0.043
km Japón	-0.089	0.017	0.274	-0.143	0.092	0.241
km Europa	0.446	-0.468	-0.162	0.454	-0.415	-0.174
Zonas geográficas						
América Latina	0.341	-0.331	-0.208	0.398	-0.360	-0.179
Central	0.202	-0.199	-0.112	0.276	-0.195	-0.032
Del Sur	0.245	-0.234	-0.162	0.240	-0.278	-0.210
Asia	0.312	-0.284	-0.252	0.299	-0.287	-0.261
Medio Oriente	0.153	-0.132	-0.146	0.139	-0.161	-0.122
Europa	-0.358	0.456	-0.127	-0.129	0.273	-0.087
África	-0.364	0.253	0.539	-0.506	0.424	0.481
África-CFA	-0.532	0.365	0.805	-0.668	0.578	0.765
África-NCFA	0.047	-0.029	-0.805	0.001	-0.017	-0.118

Fuente: Comercio : DOTS-IMF (2000), Deuda : World Bank (WDI 2000), Dolarización : IMF 174 (1998).

Regímenes de cambio : Bénassy-Quéré (2000).

Notas: Las cifras en negrita indican correlaciones estadísticamente significativas.

De este cuadro se desprende, principalmente, que los coeficientes de anclaje están correlacionados con las variables comerciales y financieras. En efecto, la utilización del euro como moneda de anclaje de facto está significativamente correlacionada con la uso de la moneda europea como divisa de endeudamiento (0.197) y con la orientación geográfica del comercio exterior

¹¹ Los coeficientes de anclaje son tomados de Bénassy-Quéré y Cœuré (2000). A dichas variables se han asociado las variables binarias siguientes: Dolbin= 1 si el coeficiente es igual o superior a 0.5, 0 si es inferior; Eurobin= 1 si el coeficiente es igual o superior a 0.3, 0 si es inferior; Yenbin= 1 si el coeficiente es igual o superior a 0.1, 0 si es inferior. La variable binaria "petroleros" se asigna a los países cuyas ventas de petróleo representan más del 10 % de las exportaciones totales. La variable binaria "dolarizados" se atribuye a los países donde la participación del dólar en M3 es elevada, según la tipología realizada por el FMI. Las distancias geográficas se miden en km entre puertos o capitales.

(0.458), es decir los casos en los que Europa es predominante como cliente y proveedor de los países considerados. Por lo tanto, no resulta sorprendente constatar que los países de Europa (Central, Oriental y del Sur), al igual que los países de África pertenecientes a la zona franco, tengan una fuerte correlación con la utilización del euro como moneda de anclaje de facto (ya sea como única moneda o como moneda dominante en las canastas de anclaje).

Un estudio econométrico en términos de probabilidades permite completar el análisis (cuadro 17).

Cuadro 17
LA PROBABILIDAD DE ADHERIR A UNA MONEDA INTERNACIONAL
(Ecuaciones Probit)

	Dólar			Euro			Yen		
	Coefficiente	Z-Stat	Probabilidad	Coefficiente	Z-Stat	Probabilidad	Coefficiente	Z-Stat	Probabilidad
Constante	1.397	1.220	0.222	-0.322	-0.363	0.716	-0.657	-0.571	0.568
Dirección del comercio									
Con Japón	0.269	2.299	0.022	-0.191	-2.644	0.008	-0.026	-0.353	0.724
Con Europa	-0.044	-3.037	0.002	0.026	2.201	0.028	-0.031	-2.108	0.035
Con USA	0.037	2.120	0.034	-0.043	-2.525	0.012	-0.091	-3.592	0.000
Composición de la deuda por moneda									
En dólares	0.001	0.034	0.973	-0.006	-0.440	0.660	0.064	2.423	0.015
En euros	-0.099	-3.441	0.001	0.063	2.702	0.007	0.159	3.566	0.000
En yenes	0.124	3.501	0.001	-0.062	-2.332	0.020	-0.904	-3.752	0.000
Otros determinantes									
Petroleros	1.817	2.787	0.005	-1.264	-2.149	0.032	-1.781	-2.067	0.039
Dolarizados	0.208	0.432	0.666	-0.192	-0.461	0.645	-1.697	-2.427	0.015
Restr. Log likelihood		-19.550			-25.440			-13.657	
Probability (LR Stat)		0.000			0.000			0.000	
Obs with Dep=0		27			58			68	
Obs with Dep=1		63			31			18	
Included observations		90			89			86	
McFadden R-squared		0.644			0.558			0.690	
% Correct		92.06%			83.87%			72.22%	

Fuente: cálculos de los autores

Notas : Las cifras en negrita indican variables significativas a (al menos) 90%. Debido a la presencia de problemas de multicolinealidad entre las variables comerciales y las variables representativas de las distancias geográfica, éstas últimas no han sido incluidas en la estimación econométrica.

En efecto, de las estimaciones econométricas realizadas se deduce que la probabilidad de utilizar el dólar como moneda de anclaje aumenta cuando Estados Unidos constituye un socio comercial importante del país en cuestión. De manera simétrica, esta probabilidad disminuye cuando Europa es un socio dominante en el comercio de los países considerados.

En lo que respecta al predominio de una moneda en el plano del endeudamiento, cuando un país está endeudado principalmente en la moneda estadounidense, la probabilidad de utilizar el dólar como divisa de anclaje no es significativa. Esto se explica por el hecho que la totalidad de los países de la muestra están endeudados principalmente en esta moneda. Además, la probabilidad de anclar una moneda al dólar disminuye significativamente cuando una parte importante de la deuda externa del país considerado está denominada en euros. Por otra parte, los países petroleros tienen una fuerte probabilidad de anclar sus monedas al dólar debido a que en el comercio internacional las transacciones se expresan en esta divisa.

Si se considera el caso del yen, los resultados de las ecuaciones econométricas relativas a la probabilidad de anclar una moneda a la divisa japonesa se revelan mediocres. Así, ser un socio comercial importante de Japón no aumenta la probabilidad de utilizar el yen como moneda de

anclaje. Más aún, la probabilidad de utilizar el yen como ancla disminuye significativamente cuando la deuda exterior de un país está denominada en esta moneda. Por último, como era de esperar, los países petroleros y los que se caracterizan por un alto grado de dolarización de sus economías ven disminuir la probabilidad de anclar sus monedas al yen. Varios factores permiten explicar estos resultados econométricos. Uno de ellos es la crisis que caracteriza a Japón desde 1990, así como las fuertes fluctuaciones nominales y reales de corto plazo experimentadas por el yen en los últimos años. La desconfianza respecto de la economía japonesa y la volatilidad del yen aumentan los costos de transacción y el riesgos de cambio. Por otra parte, también puede jugar como factor explicativo la ausencia de una voluntad política –incluso el rechazo–, por parte de las autoridades japonesas, en cuanto a la perspectiva de desarrollo del yen como moneda internacional.

En lo que atañe al euro, la probabilidad de que un país utilice la divisa europea como moneda de anclaje disminuye cuando el comercio de un país se lleva a cabo de manera dominante con Japón o con Estados Unidos y aumenta si se realiza con los países de la zona euro, siempre y cuando éstos sean socios comerciales importantes. Igualmente, el ejercicio realizado confirma que la probabilidad de que se utilice la divisa europea como moneda de anclaje aumenta cuando una parte importante de la deuda exterior del país considerado está denominada en euros. Por otra parte, e inversamente a la ecuación que analiza la utilización del dólar como ancla, la probabilidad de anclar la moneda nacional al euro disminuye significativamente en el caso de los países exportadores de petróleo.

C. Una tipología de países

Las consideraciones realizadas hasta aquí pueden ser profundizadas con el fin de identificar el posicionamiento de los países de la muestra. Para ello, se realiza un análisis factorial en componentes principales (ver Anexo 2), que permite reagrupar los países con características comerciales, financieras y geográficas homogéneas. Veamos en primer lugar como se organiza la información tratada (cuadro 18).

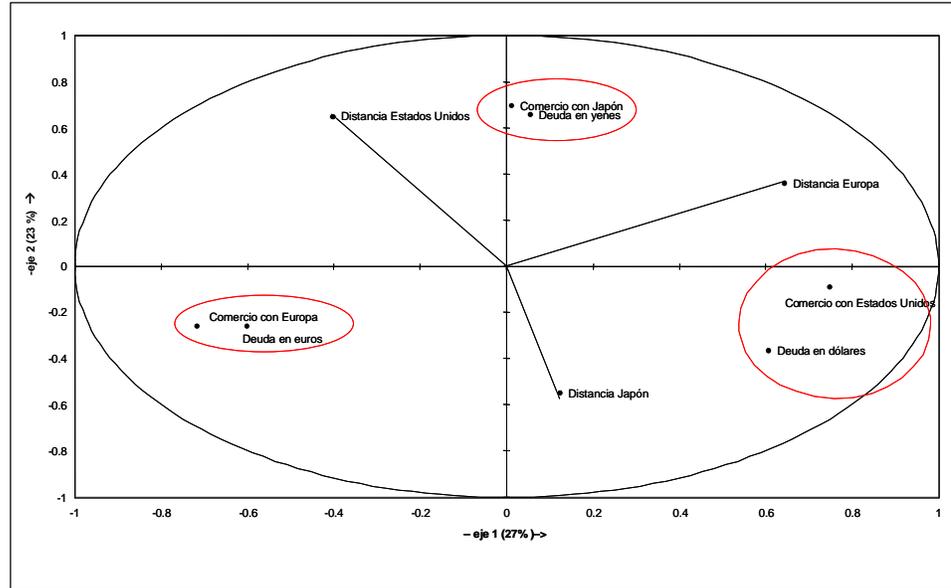
Cuadro 18
VALORES PROPIOS Y CORRELACIONES ENTRE VARIABLES Y FACTORES PRINCIPALES
Para los cuatro primeros ejes significativos

Valores propios	1	2	3	4
Valor	2.3966	2.0471	1.1904	1.0214
% de variabilidad	26.63	22.75	13.23	11.35
% acumulado	26.63	49.37	62.60	73.95
	Factor 1	Factor 2	Factor 3	Factor 4
Comercio USA	0.748	-0.089	-0.001	0.453
Comercio Japón	0.012	0.698	-0.031	-0.353
Comercio Europa	-0.179	-0.257	-0.029	-0.278
Deuda en dólares	0.606	-0.364	-0.220	-0.390
Deuda en yenes	0.055	0.658	-0.131	0.383
Deuda en euros	-0.601	-0.257	0.297	0.517
Distancia USA	-0.403	0.651	0.417	-0.146
Distancia Japón	0.122	-0.548	0.713	-0.141
Distancia Europa	0.641	0.362	0.593	-0.078

Fuente: cálculo de los autores

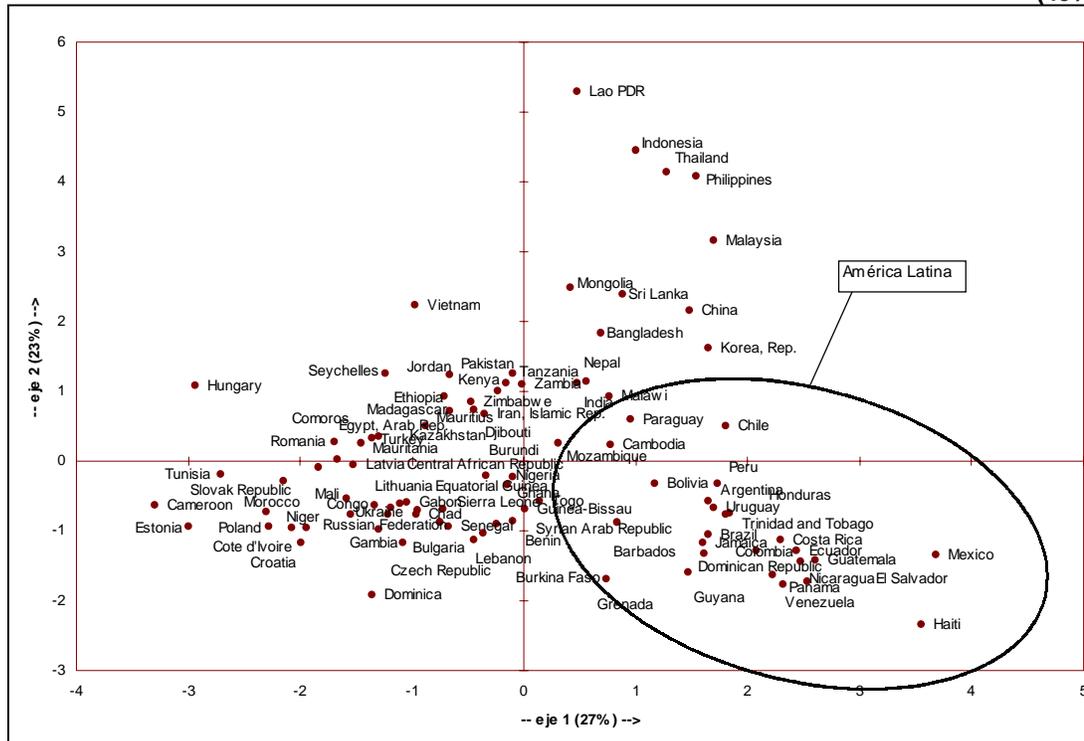
Las cuatro ejes principales representan el 74% de la variabilidad acumulada. En otras palabras, aproximadamente $\frac{3}{4}$ de la información total contenida en las variables puede ser resumida en los cuatro ejes principales. El gráfico 13 permite identificar la oposición entre las variables más ligadas al dólar respecto de las que están más bien relacionadas con el euro.

Gráfico 13
CÍRCULO DE CORRELACIONES : EJES 1 Y 2 (49% DE LA VARIACIÓN TOTAL)



Fuente: cuadro 18

Gráfico 14
PROYECCIÓN DE LOS PAÍSES EN EL ESPACIO FACTORIAL DEFINIDO POR LOS EJES 1 Y 2 (49%)



Fuente: cuadro 18

El gráfico 14 presenta la proyección de los países en el espacio factorial definido por los dos ejes principales, que resumen aproximadamente el 50% de la información total contenida en las variables utilizadas. De modo previsible, los países de la región latinoamericana se sitúan, en su gran mayoría, en la región sudeste del espacio factorial dominado por el comercio con Estados Unidos y el endeudamiento principalmente denominado en dólares.

A partir de una clasificación de los países considerados de acuerdo con sus coordenadas respectivas en el espacio factorial definido por los cuatro ejes principales se pueden identificar 5 grupos diferentes (cuadro 19).

Cuadro 19
TIPOLOGÍA DE PAÍSES A PARTIR DE LOS RESULTADOS DEL AFCP
Clasificación de las observaciones / Cantidad de países

Grupo 1 /15	Grupo 2 /26	Grupo 3 /16	Grupo 4 /22	Grupo 5 /22
Bulgaria	Benín	Bangladesh	Argentina	Camerún
Croacia	Burkina Faso	Camboya	Barbados	Rep. Del Congo
República Checa	Burundi	China	Bolivia	Costa de Marfil
Dominica	Rep.Centroafricana	India	Brasil	Egipto
Guinea Ecuatorial	Chad	Indonesia	Chile	Estonia
Grenada	Comores	Jordania	Colombia	Gabón
Kazakastan	Djibouti	Corea	Costa Rica	Hungría
Latvia	Etiopía	Laos	Rep. Dominicana	Mali
Líbano	Gambia	Malasia	Ecuador	Marruecos
Lituania	Ghana	Mongolia	El Salvador	Níger
Polonia	Guinea-Bissau	Nepal	Guatemala	Nigeria
Rumania	Irán	Pakistán	Guyana	Rusia
Eslovaquia	Kenia	Filipinas	Haití	Tunisia
Siria	Madagascar	Sri Lanka	Honduras	Turquía
Ucrania	Malawi	Tailandia	Jamaica	
	Mauritania	Vietnam	México	
	Mauricio		Nicaragua	
	Mozambique		Panamá	
	Paraguay		Perú	
	Senegal		Trinidad y Tobago	
	Seychelles		Uruguay	
	Sierra Leona		Venezuela	
	Tanzanía			
	Togo			
	Zambia			
	Zimbawe			

Fuente: a partir de los cálculos de los autores.

Un segundo ejercicio econométrico que toma en cuenta las coordenadas de los países en el plano factorial (que resumen la información de las variables utilizadas para calcular los ejes factoriales) confirma que el hecho de exportar petróleo aumenta la probabilidad de anclar la moneda nacional al dólar y disminuye significativamente la probabilidad de anclarla al euro. A su vez, un grado elevado de dolarización de la economía aumenta fuertemente la probabilidad de anclar la moneda nacional al dólar y disminuye sensiblemente la probabilidad de anclarla al euro (cuadro 20).

Cuadro 20
LA PROBABILIDAD DE ADHERIR A UNA MONEDA INTERNACIONAL
Ecuaciones Probit sobre las coordenadas factoriales

	Dólar			Euro			Yen		
	Coefficiente	Z-Stat	Probabilidad	Coefficien.	Z-Stat	Probabilidad	Coefficient e	Z-Stat	Probabilidad
Constante	1.351	2.824	0.005	-0.452	-1.480	0.139	-1.285	-3.044	0.002
Dirección del comercio									
Eje 1	1.453	3.645	0.000	-1.018	-4.497	0.000	-0.261	-2.125	0.034
Eje 2	2.273	3.379	0.001	-1.350	-3.355	0.001	-1.257	-3.296	0.001
Eje 3							0.830	2.790	0.005
Otros determinantes									
Petroleros	1.556	1.874	0.061	-1.668	-2.410	0.016	-0.751	-1.380	0.168
Dolarizados	1.828	2.742	0.006	-0.989	-2.117	0.034	-0.356	-0.859	0.391
Rest.log likelihood		-54.104			-57.682			-49.159	
Probability(LR stat)		0.000			0.000			0.000	
Obs with Dep=0		27			57			70	
Obs with Dep=1		63			31			21	
Included observations		90			88			91	
McFadden R-squared		0.701			0.597			0.378	
% Correct		95.31			81.25			57.14	

Fuente: cálculo de los autores

Nota : Las cifras en negrita indican variables significativas a (al menos) 90%

Más importante aún, un último ejercicio econométrico que relaciona los agrupamientos de países y las monedas de anclaje de facto muestra que los grupos 3 y 4 presentan una relación estadísticamente significativa con el dólar. Al mismo tiempo, los grupos 1 y 2 aparecen como zonas de anclaje a una canasta (dólar-euro en el caso del grupo 1, euro-yen en el caso del grupo 2), mientras que el grupo 5 se caracteriza por una relación estadísticamente significativa con el euro. Los países latinoamericanos y del Caribe, incluidos mayoritariamente en el grupo 4, forman parte de modo inequívoco de la zona dólar (cuadro 21).

Cuadro 21
GRUPOS GEOGRÁFICOS Y MONEDAS
Ecuaciones Probit a partir de la tipología

	Dólar			Euro			Yen		
	Coefficiente	Z-Stat	Probabilidad	Coefficiente	Z-Stat	Probabilidad	Coefficiente	Z-Stat	Probabilidad
Constante	1.351	2.824	0.005	-0.452	-1.480	0.139	-1.285	-3.044	0.002
Grupos resultantes de la tipología									
Grupo 1	1.228	2.275	0.006	0.873	1.805	0.071	0.517	1.006	0.315
Grupo 2		Referencia		2.558	4.402	0.000	1.338	2.177	0.030
Grupo 3	9.555	22.738	0.000		Referencia		0.079	0.140	0.889
Grupo 4	9.662	22.892	0.000	-1.477	-0.749	0.454	-7.284	-14.886	0.000
Grupo 5	0.615	0.976	0.329	1.564	2.698	0.007		Referencia	
Otros determinantes									
Petroleros	0.473	1.105	0.269	0.392	-1.101	0.271	-0.326	-0.908	0.364
Dolarizados	1.071	2.069	0.039	-1.510	-2.681	0.007	-1.083	-2.455	0.014
Restr.log likelihood		43.556			37.859			24.049	
Probability(LR stat)		0.000			0.000			0.000	
Obs with Dep=0		28			59			70	
Obs with Dep=1		65			34			23	
Included observations		93			93			93	
McFadden R-squared		0.383			0.310			0.231	
% Correct		87.69			82.35			21.74	

Fuente: cálculo de los autores

Nota : Las cifras en negrita indican variables significativas a (al menos) 90%

D. Implicaciones para América Latina

A pesar de su aparente obviedad, los resultados obtenidos no están exentos de interés. La “radiografía” presentada permite confirmar que, lógicamente, la preeminencia del dólar como moneda de anclaje es favorecida por los factores inerciales. Además, el grado de dolarización de las economías consideradas, así como la intensidad de las relaciones financieras y comerciales con Estados Unidos, son factores que refuerzan el rol del dólar como moneda de anclaje. De este modo, prácticamente ningún país de la región latinoamericana escapa a la zona dólar. En el marco de este análisis, los “clivages” que a menudo se evocan para distinguir México y los países de América Central, por un lado, de los países de América del Sur, por otro, no parecen relevantes.

Por otra parte, resulta evidente que la utilización del euro como única moneda de anclaje parece limitada a los países cuyas relaciones comerciales y financieras con la unión monetaria europea son muy fuertes (grupo 5 de nuestra tipología, constituido por países africanos y europeos del centro y del este, principalmente). Como lo muestran por ejemplo Boone et Maurel (1999) el euro constituye, para estos países, una moneda regional de anclaje más “natural” que el dólar. En particular, los países de Europa central y oriental y los del norte de África, que efectúan una buena parte de su comercio exterior con la zona euro, presentan ciclos de actividad bastante coincidentes con los de Europa y estructuras de especialización relativamente próximas a la europeo-occidental.

No obstante, de los ejercicios realizados se desprende también que el euro participa, en numerosos casos (grupos 1 y 2 de nuestra tipología), en canastas de anclaje de facto. Este punto es importante: en una perspectiva de mediano-largo plazo, no debe desdeñarse el potencial del euro para incrementar su participación en las canastas de anclaje. En efecto, otro de los resultados de este estudio es que la probabilidad de anclar una moneda nacional al dólar disminuye fuertemente cuando aumenta la participación de las deudas denominadas en euros.

Ahora bien, como ya se vio, en el caso de los países latinoamericanos se constata, desde 1997, un incremento en la participación de la emisión de obligaciones denominadas en euros en las emisiones totales. El cuadro 22 muestra que, para un grupo de países seleccionados –las economías más grandes de la región–, la utilización del euro como moneda de endeudamiento se desarrolla rápidamente. Más precisamente, la participación del euro en la emisión de títulos públicos alcanzó niveles muy elevados en el caso de Argentina, Brasil, Colombia y Venezuela. Se constata además que, a pesar del aumento registrado en los últimos dos años, la proporción de las emisiones en euros en las emisiones privadas totales es todavía reducida (excepto el caso mexicano en 2000).

Por otro lado, como se puso de manifiesto en la segunda parte de este trabajo, el compartimento internacional de las obligaciones privadas en euros se caracteriza por una fuerte expansión. No es por lo tanto improbable que las firmas latinoamericanas se orienten cada vez más hacia la emisión de deuda denominada en euros. La creciente penetración de los bancos europeos en América Latina, el incremento sostenido de los préstamos de las instituciones bancarias europeas a los países latinoamericanos y el auge de la inversión extranjera de origen europeo en la región podrían reforzar esta tendencia.

De esta manera, los países latinoamericanos que participen más activamente en el proceso de desarrollo de la moneda única europea como divisa de endeudamiento podrían considerar, a mediano-largo plazo, el uso del euro como moneda de anclaje en el marco de canastas. Obviamente, el dólar seguiría ocupando un lugar preponderante en esas canastas de monedas, habida cuenta del estatuto de la divisa estadounidense en la región latinoamericana.

Cuadro 22
EVOLUCIÓN DE LA PROPORCIÓN DE LAS EMISIONES EN EURO

	Argentina	Brasil	Chile	Colombia	México	Venezuela
Total de obligaciones privadas						
1993	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	0.0%
1994	0.0%	12.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
1995	21.0%	6.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
1996	7.5%	2.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
1997	8.6%	3.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
1998	5.8%	3.6%	0.0%	0.0%	5.4%	0.0%
1999	29.2%	4.5%	4.5%	0.0%	0.0%	0.0%
2000	20.9%	16.8%	0.0%	0.0%	40.1%	0.0%
Total de obligaciones públicas						
1993	28.2%	0.0%	0.0%	0.0%	4.5%	14.4%
1994	22.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
1995	37.8%	34.7%	0.0%	21.1%	12.8%	48.8%
1996	47.2%	30.5%	0.0%	11.0%	18.7%	68.6%
1997	28.4%	29.1%	0.0%	0.0%	33.1%	0.0%
1998	57.0%	35.5%	0.0%	16.0%	16.1%	26.0%
1999	56.1%	58.3%	0.0%	0.0%	13.9%	54.3%
2000	51.7%	25.3%	0.0%	36.1%	19.9%	68.5%
Total de obligaciones públicas y privadas						
1993	10.7%	0.0%	0.0%	0.0%	2.3%	13.8%
1994	9.9%	11.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
1995	33.3%	15.7%	0.0%	8.8%	11.1%	48.8%
1996	39.2%	13.6%	0.0%	9.7%	15.7%	68.6%
1997	22.8%	16.6%	0.0%	0.0%	22.5%	0.0%
1998	44.3%	17.7%	0.0%	16.0%	11.9%	26.0%
1999	52.9%	43.2%	12.7%	0.0%	8.3%	54.3%
2000	47.7%	24.4%	0.0%	36.1%	23.7%	68.5%

Fuente: CDS. IXIS.

Esta hipótesis es consistente con los análisis efectuados en la literatura tanto teórica como aplicada sobre la elección de las monedas de anclaje. Para Bénassy-Quéré y Lahrière-Révil (1999) por ejemplo, la orientación relativamente diversificada –en el plano geográfico– del comercio exterior de algunos de los grandes países de América Latina (con la excepción de México) podría justificar la adopción de una canasta que incluya al euro. Estos autores sugieren incluso la hipótesis de la creación de uniones monetarias regionales ligadas a una canasta de monedas que incluya al euro. A partir de nuestro enfoque se puede agregar que el factor clave que podría reforzar la perspectiva de la adopción de canastas que incluyan a la moneda europea es la intensificación de las relaciones financieras euro-latinoamericanas.

Por supuesto, el anclaje a una moneda única, en este caso el dólar, constituye una alternativa muy atractiva en América Latina. Con respecto a la perspectiva de las uniones monetarias regionales, la decisión unilateral de vincularse exclusivamente con el dólar es una solución de facilidad que supone una menor exigencia en términos de coordinación y de cooperación regional. Además, la participación plena en la zona dólar puede aumentar las inversiones extranjeras atraídas por la diversificación del riesgo de cambio (Bénassy-Quéré, Fontagné y Lahrière-Révil, 1999). Más importante aún, una política de anclaje a una sola divisa clave es fácilmente comprobable por los operadores de mercado; la transparencia contribuye así a reforzar rápidamente la credibilidad de los países que adoptan este tipo de política (Frankel y alii, 1999). A su vez, en América Latina, donde el grado de dolarización de hecho es elevado y la cuestión de la credibilidad es crucial para muchos países, la problemática de la vinculación con el dólar va más allá de la discusión sobre el anclaje respecto de la divisa estadounidense. El debate planteado abiertamente desde 1999 está cada vez más centrado en las ventajas y los inconvenientes de una dolarización total, es decir el reemplazo –a priori irreversible– de las monedas nacionales por el dólar, que han implementado recientemente Ecuador y El Salvador.

En la medida en que la credibilidad esté asociada en América Latina al establecimiento de una relación estrecha con el dólar (en el marco de anclajes de jure o de regímenes de flotación que impliquen anclajes de facto a la moneda estadounidense) y, de alguna manera, con la Reserva Federal, la posibilidad de adoptar canastas en las que el euro participe se verá limitada. Cabe sin embargo formular dos argumentos que permiten matizar esta observación.

Por un lado, como lo señalan Levy Yeyati y Sturzenegger (1999c), con el lanzamiento del euro, el Banco Central Europeo podría ofrecer, si su política se revela exitosa, una nueva alternativa –en el mediano o largo plazo– a los países en búsqueda de credibilidad. Aun cuando, evidentemente, tanto la Reserva Federal como el BCE son extremadamente reticentes a cualquier propuesta que implique compartir el manejo de la política monetaria con terceros países, este último podría ser, según estos autores, menos reacio a la idea de establecer algún tipo de acuerdo cambiario con ciertos países de la región latinoamericana. El llamado Sistema Monetario Europeo bis (SME bis), acuerdo cambiario que liga la Unión Europea con otros países del viejo continente que son candidatos a la adhesión, constituye un antecedente interesante en este sentido aunque, por supuesto, no sea en principio trasplantable a otros países o regiones.

Por otro lado, los factores ya señalados que actúan en favor de la perspectiva de la adopción de canastas de anclaje podrían verse potenciados por el escenario internacional de mediano-largo plazo que se privilegia en este trabajo. En efecto, un SMI cada vez más bipolar pero asimétrico supone una elevada volatilidad entre las dos principales monedas internacionales. En este contexto, un anclaje exclusivamente centrado en el dólar podría revelarse nefasto para los países caracterizados por relaciones comerciales y financieras importantes con la zona euro. Por el contrario, el anclaje a una canasta en la que esté incluido el euro sería un elemento decisivo para reducir la vulnerabilidad –y, por ende, acrecentar la credibilidad– respecto de los bruscos cambios en la paridad de las principales divisas de referencia.

Conclusión de la primera parte

El proceso de internacionalización del euro está en sus inicios y resulta por lo tanto difícil sacar conclusiones definitivas sobre su alcance y sobre sus implicaciones para América Latina. En efecto, como ya se señaló al comienzo de este estudio, el proceso de emergencia de una moneda de uso internacional es lento y está sometido a fuertes inercias. Sin embargo, varias conclusiones bastante robustas se desprenden del análisis realizado en este trabajo.

En primer lugar, en lo que respecta a la evolución del SMI, el escenario de mediano–largo plazo que parece más plausible, habida cuenta de los primeros pasos del euro en la escena internacional y de las enseñanzas de la teoría económica, es el de un duopolio asimétrico. Esto significa que el euro compartirá con el dólar el rol de moneda financiera, en tanto que la moneda estadounidense seguirá siendo ampliamente dominante a nivel de las transacciones comerciales.¹² Aun cuando esta hipótesis es por supuesto discutible, parece verosímil considerar que el dólar conservará su posición hegemónica por un buen tiempo en el marco de una evolución gradual hacia una bipolarización creciente del SMI. En una configuración de déficit de cooperación monetaria internacional, este escenario supone una

¹² Esta configuración de duopolio asimétrico supone una perspectiva de rivalidad entre el dólar y el euro que tiene implicaciones no sólo económicas sino también políticas (Cohen, 2000). Por otra parte, como lo proponen algunos trabajos recientes (Artus, 2001), el desarrollo del rol internacional del euro -y por ende, su fortaleza- supone un reforzamiento substancial del potencial de expansión económica de la zona euro. Esta expansión dependerá esencialmente de la demografía y del stock de capital de la zona, lo que implica una ampliación de ésta que incluya países jóvenes y subcapitalizados.

elevada volatilidad entre las dos principales monedas internacionales, lo cual constituirá un poderoso factor de desestabilización para los terceros países.

En segundo lugar, los dos primeros años de existencia de la moneda europea confirman que su uso creciente en las operaciones financieras –que tienen actualmente un peso mucho más importante que las operaciones de bienes y servicios- constituirá un vector decisivo (aunque insuficiente a largo plazo) en su proceso de internacionalización. A su vez, la expansión que caracteriza a los mercados de bonos en euros no es neutra en términos de efectos sobre los mercados de capitales de la zona de emisión. El desarrollo de los compartimentos de obligaciones debería incrementar, junto con otros factores, la presión para que el mercado financiero del euro sea cada vez más amplio, líquido y profundo. Esto debería favorecer el desarrollo de mejores condiciones de plazo, de refinanciamiento, de cobertura y de arbitraje, tanto para los operadores europeos como para los operadores de terceros países.

En tercer lugar, una consecuencia importante del creciente uso financiero de la moneda única europea y del desarrollo de los mercados de capitales del “Euroland” es que esto debería inducir, a mediano y largo plazo, una mayor diversificación, en favor del euro, en materia de reservas internacionales oficiales. En un contexto de liberalización financiera, la composición por divisas de las reservas internacionales parece fuertemente afectada por el grado de desarrollo de los mercados financieros de las zonas de emisión de las principales monedas de referencia. Si esta tendencia no es contradecida por los hechos, una mayor diversificación a favor del euro en el plano de las reservas internacionales debería revalorizar la función de unidad de cuenta de la divisa europea. No obstante, a corto plazo, no es de esperar que la moneda europea gane terreno como activo de reserva: los bancos centrales de los países en desarrollo seguirán adoptando una actitud expectante (Galati y Tsatsaronis, 2001). Esta situación podría verse modificada si, entre otros factores, la credibilidad del Banco Central Europeo se refuerza. Este es, a su vez, uno de los elementos decisivos del proceso de internacionalización del euro.

En cuarto lugar, uno de los aspectos más relevantes en la dinámica reciente de las relaciones financieras euro–latinoamericanas –que se han intensificado fuertemente a partir de los años 90- es la expansión de los préstamos bancarios europeos a América Latina. En el marco de la estrategia de diversificación geográfica implementada por los bancos europeos, esta expansión acompañó el auge de la inversión extranjera directa proveniente del viejo continente. El canal del financiamiento bancario podría favorecer una mayor utilización internacional del euro. Hasta ahora, el grueso de los préstamos internacionales se ha otorgado en dólares. Sin embargo, la articulación entre el financiamiento bancario y la IED originados en Europa podría traducirse en una mayor utilización del euro. En efecto, se puede esperar un mayor uso del euro como moneda de relación entre las casas matrices y las filiales y una mayor proporción de créditos en esa moneda, que podría reducir o eliminar el riesgo de cambio para las empresas y bancos involucrados.

En quinto lugar, el incremento sostenido de la proporción de las emisiones internacionales de bonos en euros, sobre todo del sector público latinoamericano, es otro de los rasgos distintivos de la dinámica reciente de las relaciones euro-latinoamericanas. A su vez, las emisiones en euros del sector privado latinoamericano, pese a su aumento considerable en los últimos años, son todavía incipientes. Estos fenómenos, que forman parte del auge de los mercados de obligaciones denominadas en euros, tienen varias consecuencias importantes. Por un lado, favorecen el aumento de la liquidez y de la profundidad de los mercados de obligaciones emergentes en euros, aunque, como se vio, este proceso está en sus inicios. Por otro lado, el peso creciente de los compromisos externos denominados en euros lleva a considerar la política de gestión del endeudamiento por divisas.

En sexto lugar, el estudio de los canales de generalización de la utilización de las divisas clave como moneda de anclaje demuestra que la probabilidad de anclar una moneda nacional al

dólar disminuye cuando aumenta la proporción de la deuda externa denominada en euros. Si los países latinoamericanos continúan incrementando su endeudamiento en euros y esto se traduce luego en una mayor diversificación de sus reservas internacionales, algunos de ellos podrían considerar la posibilidad de utilizar la divisa europea en canastas de anclaje, sobre todo en los casos en que la zona euro es un socio comercial importante. No obstante, el dólar debería seguir teniendo un papel preponderante en dichas canastas, dado el estatuto de la divisa estadounidense en la región latinoamericana. Por otra parte, las consecuencias a mediano-largo plazo que se extraen en el plano de los regímenes cambiarios deben ser resituadas en el nuevo escenario internacional que se perfila con la creación del euro. Los factores ya señalados que actúan en favor de la perspectiva de la adopción de canastas de anclaje, por lo menos en el caso de algunos países latinoamericanos, podrían verse potenciados por el escenario internacional de mediano-largo plazo que se privilegia en este trabajo. En efecto, un SMI cada vez más bipolar pero asimétrico supone una elevada volatilidad entre las dos principales monedas internacionales. En este contexto, un anclaje de facto o de jure exclusivamente centrado en el dólar, que en principio permite obtener importantes ganancias en términos de credibilidad, podría revelarse nefasto para los países caracterizados por relaciones comerciales y financieras importantes con la zona euro.

En síntesis, la importancia de la moneda única europea para América Latina dependerá principalmente de la velocidad a la que se intensificarán los lazos financieros entre América Latina y la zona euro. Un punto crucial tiene que ver con la evolución futura del financiamiento en euros del sector privado de los países latinoamericanos. Como se vio, este financiamiento es aún bajo en términos absolutos y, en principio, generado por la emisión de bonos. La prosecución del dinamismo de la inversión extranjera directa y de los préstamos bancarios de origen europeo destinados a América Latina podría jugar en un sentido favorable a la intensificación en las relaciones financieras entre las dos regiones y a un mayor uso del euro. Los factores que pueden obstaculizar esta progresión tienen que ver con los comportamientos inerciales que refuerzan los vínculos con la zona dólar (establecimiento de los balances en dólares y según las normas contables estadounidenses, acceso al financiamiento en el mercado bursátil de Estados Unidos) y con la posibilidad de un desarrollo más lento que el previsto actualmente de los mercados de capitales de la zona euro. Obviamente, la intensificación de las relaciones financieras entre Europa y América Latina dependerá también de las expectativas en materia de costos financieros y de riesgo cambiario del euro. En este marco, un tema que merecería ser profundizado es el de las monedas de endeudamiento en los préstamos bancarios europeos al sector privado latinoamericano. Otro tema que debería tratarse es el del comportamiento de los grandes grupos europeos implantados en América Latina en relación al uso y a la difusión del euro.

Anexos

Anexo I:

El método de cálculo de los regímenes de facto y sus resultados

El método más utilizado para identificar un régimen de facto consiste en la estimación de una ecuación que explica las variaciones del tipo de cambio de cada moneda a través de las fluctuaciones de los tipos de cambio de las grandes monedas de referencia (dólar, yen, marco, euro, etc.):

$$\dot{e}_{ikt} = a_0 + a_1 \dot{e}_{\$kt} + a_2 \dot{e}_{Ekt} + a_3 \dot{e}_{Ykt} + u_t \quad \text{en donde,}$$

\dot{e}_{ikt} = designa la tasa de variación del tipo de cambio de la moneda i en relación con la moneda k entre t y $t-1$. \$, E y Y designan respectivamente el dólar, el euro y el yen.

La constante a_0 es positiva si i se deprecia (o se devalúa) regularmente para compensar un diferencial de inflación positivo (caso de los anclajes reales o del crawling peg). Los coeficientes a_j se interpretan como el peso de cada moneda de referencia en la canasta implícita del país i .

Los casos que se pueden presentar son: $a_{ij} = 1$ que corresponde al anclaje unitario respecto de una moneda (un solo coeficiente significativo e igual a la unidad); $0 < a_{ij} < 1$ que corresponde al anclaje respecto de una canasta de monedas (al menos dos coeficientes significativos donde la suma es igual a la unidad); $a_{ij} = 0 \forall j$, que corresponde al caso de flotación libre (ningún coeficiente es diferente de cero).

Como la estimación directa de esta ecuación presenta el problema de definir el numerario k (una moneda que fluctúe independientemente de las grandes monedas explicativas), Bénassy-Quéré y Coeuré utilizan:

$$\alpha_i' X_{it} = \beta_i + u_{it} \quad \text{en donde:}$$

$X_{it} = (\dot{e}_{i\$t}, \dot{e}_{iEt}, \dot{e}_{iYt})$; α_i corresponde al vector de ponderaciones; y β_i es un escalar.

La ecuación se estima como una condición de ortogonalidad usando el método de los momentos generalizados, con la restricción:

$$\sum_{j=1}^3 \alpha_{ij} = 1$$

La estimación fue realizada para 111 monedas, sobre tipos de cambio semanales y para dos períodos: abril de 1995 a junio de 1997 (antes de la crisis asiática) y octubre de 1998 a diciembre de 1999 (después de la crisis). El euro fue asimilado al Ecu antes de enero de 1999. De los 111 países utilizados por Bénassy-Quéré y Coeuré, los 93 que han sido retenidos este trabajo se indican a continuación.

ACUERDOS DE TIPO DE CAMBIO: PAÍSES INCLUIDOS EN LA MUESTRA

Argentina	Costa Rica	Guinea-Bissau	Malasia	Federación Rusa
Bangladesh	Cote d'Ivoire	Guyana	Mali	Senegal
Barbados	Croacia	Haití	Mauritania	Seychelles
Benin	República Checa	Honduras	Mauritius	Sierra Leona
Bolivia	Djibouti	Hungría	México	República Eslovaca
Brasil	Dominica	India	Mongolia	Sri Lanka
Bulgaria	República Dominicana	Indonesia	Marruecos	Siría, Rep. Arabe
Burkina Faso	Ecuador	Iran, Rep. Islamic	Mozambique	Tanzania
Burundi	Egipto, Rep. Arab..	Jamaica	Nepal	Tailandia
Camboya	El Salvador	Jordan	Nicaragua	Togo
Camerún	Guinea Ecuatorial	Kazajstán	Niger	Trinidad y Tobago
República Central Africana	Estonia	Kenya	Nigeria	Tunisia
Chad	Etiopía	Korea, Rep.	Pakistán	Turquia
Chile	Gabon	Lao PDR	Panamá	Ucrania
China	Gambia	Latvia	Paraguay	Uruguay
Colombia	Ghana	Lebanon	Perú	Venezuela
Comoros	Granada	Lithuania	Filipinas	Vietnam
Congo, Rep.	Guatemala	Madagascar	Poland	Zambia
		Malawi	Rumania	Zimbabwe

Anexo II:**El análisis factorial en componentes principales (AFCP)**

El análisis factorial en componentes principales permite representar numerosas relaciones entre variables en un pequeño número de factores. Las observaciones (o individuos) pueden ser representados (proyectados) en un plano definido por los ejes factoriales.

Este método cuantitativo es el más adaptado para el análisis de un conjunto de variables heterogéneas, es decir expresadas en unidades *a priori* diferentes. La arbitrariedad que resulta de la utilización de escalas de medida diferentes, que se expresa en una dispersión no comparable, se suprime normalizando cada variable. Por consiguiente, cada variable posee una varianza igual a 1. Para J variables, la varianza total (que mide la dispersión global de los individuos, que resulta de todas las variables) es igual a J .

Geoméricamente, las variables son representadas por puntos situados sobre una esfera. El ángulo entre dos variables ilustra su correlación (coeficiente de correlación lineal de Bravais-Pearson): ésta es el coseno del ángulo. La correlación es más fuertemente positiva cuando el ángulo es agudo, y más fuertemente negativa cuando el ángulo es obtuso. La correlación es nula cuando las dos variables forman un ángulo recto.

El AFPCP provee un conjunto ordenado de ejes y de valores propios correspondientes. El valor propio $n^{\circ} \alpha$ es la varianza del factor correspondiente al eje α . La suma de los valores propios es siempre igual a la varianza total. Si las variables originales tienen todas una varianza igual a 1 (por construcción), los primeros factores tendrán una varianza notablemente superior a 1: cada uno de ellos materializa la disparidad de las observaciones imputable a un conjunto de variables. A partir de un cierto rango, los factores se asocian a valores propios inferiores a 1. Así, estos últimos factores expresan entonces menos de disparidad entre individuos que cualquier variable original. Se puede considerar entonces que la información que ellos aportan en términos de disparidad entre individuos es residual y, por ende, eliminarlos en el proceso de interpretación de los resultados.

Las coordenadas factoriales de los individuos (proyecciones sobre los ejes factoriales) pueden ser utilizadas como nuevas variables (compuestas) en ecuaciones econométricas. Dichas variables, que resumen la información contenida en el conjunto original de variables, presentan la orthogonalidad como característica fundamental, es decir, anulan todo riesgo de multicolinealidad.

2. Segunda Parte. Comentarios

1. Impacto del euro: aspectos estáticos y dinámicos

Alicia García Herrero¹³

Dos partes claramente diferenciadas presenta el documento de Miotti, Plihon y Quenan (MPQ): un resumen de todos los aspectos relacionados con el papel de euro, *estáticos* y *dinámicos*; y un análisis *estático* acerca del impacto del euro, en especial de su *función de unidad de cuenta*, sobre América Latina.

Un primer comentario, de carácter general, es que el tipo de análisis efectuado en la segunda parte del estudio de MPQ determina en buena medida los resultados y recomendaciones. Es evidente que se trata de un problema de prácticamente toda la literatura económica, pero, aun así, siempre es útil analizar de qué manera los resultados dependen de las hipótesis.

De hecho, si el análisis empírico se hubiera concentrado en otra de las funciones esenciales de una moneda de uso internacional, la de ser *depósito de valor*, los resultados habrían podido ser más favorables al euro, a la vista del enorme aumento de las emisiones de renta fija en euros por no residentes. Otro cambio importante de enfoque

¹³ Al momento de redactar estos comentarios, la autora se desempeñaba en el Banco Central Europeo. Las opiniones expresadas en este documento son de responsabilidad exclusiva de los autores y no necesariamente coinciden con la de las instituciones en las que laboran.

habría consistido en introducir un *análisis más dinámico*, utilizando datos posteriores a la introducción del euro y realizando simulaciones sobre distintos escenarios, como hacen Portes y Hey (1998). En mi opinión, existe una serie de variables cruciales para definir los escenarios de un análisis dinámico de esa naturaleza.

La primera variable es el grado de éxito de la UEM en términos de impacto (positivo o negativo) sobre el crecimiento europeo potencial. La segunda es el peso de la zona del euro en la economía mundial, en términos no sólo de PIB, sino también financieros. Dicho peso aumentaría de manera más o menos gradual no sólo si el crecimiento de la zona del euro se acelerara por encima del de otras regiones del mundo, sino también en el caso de que adhirieran a la nueva moneda los restantes países de la Unión (Dinamarca, Suecia y, en especial, Reino Unido) y los 13 países candidatos a incorporarse al bloque.

Una tercera variable importante para esbozar los escenarios necesarios para el análisis dinámico tiene que ver con el área probable de influencia del euro. Ella estará determinada no sólo por las relaciones comerciales que los países mantengan con la zona del euro, sino también por la influencia de Europa sobre la política macroeconómica de los mismos. Un escenario inicial podría incluir los países candidatos – que sucesivamente pasarían a ser parte de la zona euro – y el Norte y el Oeste de África.

Por último, la infraestructura financiera de la zona del euro en los próximos años configura una variable que contribuirá claramente a determinar el papel internacional del euro. La sustitución de los actuales sistemas de pagos y de liquidación por un modelo más centralizado reduciría de manera sustancial los costes de transacción como bien señala Hartmann (1996), favoreciendo, en consecuencia, al mercado financiero europeo. Es importante destacar que la centralización no es el único modelo posible para alcanzar ese resultado. Lo importante no es el modelo elegido, cuya implementación puede seguir siendo descentralizada, sino la magnitud de la rebaja de los costes de transacción y de los distintos tipos de riesgo a los que están expuestos los sistemas de pagos y de compensación.

Paso ahora a un segundo comentario, más puntual, sobre la mayor volatilidad de los tipos de cambio entre las principales monedas desde la introducción de euro. La literatura está claramente dividida en este punto. Thygesen (1995) y Bergestein (1997) defienden la tesis de una mayor volatilidad de los tipos de cambio en un sistema monetario internacional con más de una moneda dominante. McCaulay (1997) y Benassy-Queré y Mojon (1998) argumentan exactamente lo contrario. Aunque la evidencia que presentan MPQ apunta a una mayor volatilidad, parece claro que para llegar a una conclusión rotunda sería necesario un espectro temporal más amplio, en el que el euro estuviera realmente desplazando al dólar en algunas de sus funciones como moneda internacional. Además, no debe olvidarse que la preocupación principal de los economistas no es la volatilidad de corto plazo que aparece en el estudio, sino los posibles “misalignments” de largo plazo entre las principales monedas. En este ámbito, la cooperación entre los países resulta esencial. Hasta ahora, el foro donde se discute dicha cooperación es principalmente el G7, con las dificultades que conlleva la cooperación entre tantos miembros. La existencia de la UEM y del euro exige que la coordinación entre los tres países del G7 que pertenecen a la zona del euro (tres de los siete) sea perfecta, de modo que facilite la cooperación global.

En la sección del documento de base que analiza el impacto del euro sobre América Latina en particular se abordan dos temas fundamentales y que se entrelazan. El primero es el papel del euro como depósito de valor y unidad de cuenta para las transacciones comerciales con la zona del euro, esforzándose los autores, pese a la escasez de datos tras el cambio estructural de enero 1999, por mostrar las posibilidades que tiene esta moneda.

El segundo es el papel del euro como moneda de referencia en América Latina, que evidentemente se amplía hasta la elección de las políticas monetarias y cambiarias. El documento de base (MPQ) muestra que prácticamente no existe en la región ningún país cuya estructura económica y financiera se vea favorecida con la adopción del euro como moneda de referencia. Sin embargo, el trabajo tampoco justifica la elección del dólar como moneda de referencia para un número tan elevado de países como el que existe en la realidad. Esto nos lleva a pensar que la elección de la moneda de referencia -y más en general de la estrategia cambiaria- se basa en motivaciones adicionales a los fundamentos macro-financieros, relacionadas principalmente con la necesidad de adquirir credibilidad externa a través de un ancla cambiaria.

El extremo de esta necesidad de adquirir credibilidad lo constituye la dolarización. Es interesante notar que únicamente países latinoamericanos han optado por esta opción. A pesar de las dificultades que han sufrido otros países, especialmente durante las crisis asiática y rusa, en ningún momento han pensado en dolarizar. Otra nota destacable es que en Latinoamérica no se ha dolarizado sólo para salir de graves problemas, que sería el caso de Ecuador, sino también tras procesos muy exitosos de estabilización con un ancla cambiaria, que tal puede ser el caso de El Salvador. Ello refuerza el argumento de que la elección de la estrategia cambiaria y monetaria, e incluso de la moneda de referencia, no está tan relacionada con los “fundamentales” que es lo que nos sugiere la literatura económica y, también el documento de base, sino más bien con la necesidad de obtener la credibilidad que otorgue estabilidad y en último término facilite el acceso a una financiación más barata.

Así las cosas, quizás la pregunta clave sea qué estrategia monetaria y cambiaria quiere seguir cada país latinoamericano en los años venideros, teniendo en cuenta eso sí que el euro va a adquirir un papel internacional, proceso cuya velocidad y envergadura dependerá de cuál de los escenarios considerados en nuestro análisis prevalezca. Antes de responder esta pregunta es importante que los países latinoamericanos tomen en cuenta el componente regional, al igual que lo hizo Europa en su momento. Esto es, de qué manera les afecta la elección de políticas cambiarias y monetarias por parte del resto de países latinoamericanos (o al menos a los principales socios) y, también, de la Reserva Federal, en la medida en que el dólar siga siendo la moneda de referencia de la región. Es probable que, de haber tenido en cuenta la variable regional, algunos países hubiesen elegido estrategias distintas de las actuales. De allí la importancia de crear foros de discusión y, en caso necesario, de coordinación de políticas a escala regional.

2. El papel del euro: una perspectiva desde Argentina

Daniel Heymann¹⁴

En el momento de la creación del euro se manifestaron expectativas de un rápido crecimiento del uso internacional de la nueva moneda. Esas previsiones parecen haberse moderado, tal vez como reacción a la debilidad que mostró el valor del euro frente al dólar. De todas maneras, es claro que el euro será un fuerte competidor en la función de moneda internacional.

El documento base de MPQ (véase la primera parte de este documento) ofrece una discusión detallada y útil de las perspectivas del euro desde el punto de vista de su papel en América Latina. Parte de una clasificación de las funciones internacionales de una moneda, ejercicio que distingue entre los tradicionales usos como medio de pago, unidad de cuenta y depósito de valor, sea por parte del sector privado (p.ej. el empleo de la divisa para denominar y/o pagar operaciones de

¹⁴ CEPAL, Buenos Aires. Este comentario fue redactado antes de la devaluación del peso argentino.

comercio exterior) o por parte del gobierno (p.ej. la utilización de la moneda como referencia para la política monetaria o para intervenciones en el mercado de cambios). En el documento base, MPQ señalan que las prácticas referidas al uso de “monedas clave” en transacciones internacionales pueden estar sujetas a economías de escala y a efectos de red y que muestran un significativo grado de inercia. Considerando además la moderada intensidad de los flujos de comercio entre Europa y América Latina (la que, por otro lado, varía de país a país), concluyen que una eventual difusión del empleo del euro en el intercambio de bienes de las economías latinoamericanas sería en todo caso un proceso lento (y que tal vez proceda “de a saltos”).

Un punto que podría merecer mayor atención es el efecto potencial de las operaciones comerciales de empresas europeas instaladas en la región. De cualquier modo, el discurso del documento base coincide con la de otros autores (p. ej. Levy Yeyati y Sturzenegger, 2000) en cuanto a poner énfasis en las consecuencias financieras de la aparición del euro, al margen del reconocimiento de la predominancia del dólar en las transacciones internacionales de crédito (y, a veces, aun en las locales) de los países latinoamericanos.

El documento base nota varios aspectos destacados de las relaciones financieras entre Europa y América Latina en años recientes: los grandes flujos de IED europea, con participación importante de entidades bancarias que se instalan en Latinoamérica o que incrementan su actividad en la región; una suba significativa, asociada al proceso mencionado antes, de los créditos de bancos europeos hacia América Latina, con lo que Europa se ha convertido holgadamente en la principal fuente de financiamiento bancario hacia la región; y un incremento, si bien con altibajos, en la ponderación de las monedas europeas dentro de las obligaciones emitidas por los sectores privados y públicos de América Latina.

Estos desarrollos indican un crecimiento apreciable en la intensidad de las transacciones financieras de diverso tipo entre las dos regiones, favorecido posiblemente por el efecto de la creación del euro en los mercados crediticios en Europa. Sin embargo, el documento base señala que la integración de esos mercados financieros y la expansión de las transacciones en títulos en euros emitidos por economías “emergentes” son fenómenos que están todavía en sus inicios.

Por otro lado, el incremento de los flujos de financiamiento europeos tuvo lugar en un período en que el crédito internacional dirigido a América Latina se amplió en forma considerable, y a grandes rasgos (aun teniendo en cuenta las fluctuaciones típicas de esos procesos) prevaleció una actitud proclive a la oferta de recursos hacia la región. No es obvio que vaya a haber continuidad en esos comportamientos, y menos todavía que la generalidad de los países latinoamericanos puedan acceder al crédito en condiciones comparables con las de años pasados. De hecho, algunos indicadores presentados por el documento base, como el volumen de préstamos bancarios europeos a América Latina, muestran un estancamiento o, al menos, una neta desaceleración desde fines de los años noventa. Al igual que en otras instancias, no es necesariamente fácil discriminar aquí entre fenómenos tendenciales y fluctuaciones cíclicas.

Esto parece particularmente relevante para el caso de las relaciones financieras entre la Argentina y Europa. La presencia europea (y, particularmente, española) en la economía argentina se incrementó, especialmente a raíz de inversiones de alta visibilidad, en áreas como los servicios públicos (telecomunicaciones y aeronavegación, en particular), la industria del petróleo y los bancos. Ello elevó la magnitud de las tenencias europeas de activos cuya rentabilidad es muy sensible ante cambios en las condiciones económicas de Argentina.¹⁵ Quedó abierta la pregunta respecto de la conducta de los gobiernos y operadores financieros europeos ante la perspectiva de

¹⁵ Es posible que en algunos momentos, la evolución del mercado español de valores haya sido influida por noticias referidas a la economía Argentina. Por otro lado, el gobierno de España participó a fines de 2000 en una operación de financiamiento a la Argentina.

un agravamiento de la crisis económica del país. El episodio de la convocatoria de acreedores y posterior venta de la principal compañía de aviación, que era propiedad de un consorcio estatal español, generó tensiones. Sin embargo, hacia octubre de 2001 la cuestión estaba formulada en términos más generales, dada la extrema fragilidad que mostraba la situación económica argentina.

Prevalecía entre los inversores una fuerte inquietud, reflejada en altísimas primas de “riesgo país”, en lo tocante al servicio de la deuda pública, preocupación que se hacía extensiva, por cierto, a los papeles colocados en los mercados europeos. Desde el punto de vista de los futuros flujos de crédito, era presumible que el gobierno argentino vería fuertemente restringido su acceso a los mercados internacionales. En cuanto al sistema financiero local, estaban en marcha trabajosas negociaciones referidas a la reprogramación de sus tenencias de títulos públicos. Por otro lado, hacia mediados de 2001 se había registrado un masivo retiro de depósitos, que posteriormente se frenó; las perspectivas inmediatas resultaban inciertas, toda vez que la recesión y la misma suba de las tasas de interés venían deteriorando la calidad de las carteras y, de otro lado, la oferta de crédito se había restringido considerablemente. Pese a ello, no había habido crisis de liquidez en los bancos, ni caída de entidades. Ante el riesgo de que la crisis financiera se acentuara, se planteaba un interrogante acerca de la respuesta de los bancos extranjeros, en función del valor que le asignaran al mantenimiento de una operación normal de sus filiales en el país. Con las especificidades determinadas por las diferentes características de las firmas y los sectores, se observaba también incertidumbre respecto de las estrategias que seguirían las empresas multinacionales productoras de bienes y servicios.

Así, de una manera u otra, se estaba frente a una re-definición del conjunto de las operaciones que relacionaban financieramente al país con Europa. En virtud del cambiante estado de la economía argentina, parecía probable que un conjunto importante de decisiones ocurriera en plazos bastante cortos y, al mismo tiempo, que una variedad de estas decisiones tuvieran cierto grado de irreversibilidad, pudiendo anticiparse entonces que afectarían las condiciones de aquella relación financiera sobre un horizonte temporal bastante extenso. Es decir, las perspectivas dependían crucialmente de la evolución inmediata y, a su vez, las características de esa evolución no eran fácilmente previsibles.

En una situación de rasgos extremos, se ilustraba un punto al que hace referencia el documento base a propósito de la existencia de elementos de incertidumbre a mediano plazo sobre efectos relevantes para la determinación del papel del euro. En este caso, tal incertidumbre se vinculaba con una posible “bifurcación” de comportamientos según el escenario que se configurase en el futuro próximo.

El documento base efectúa una interesante discusión genérica acerca del potencial del euro para actuar como unidad de denominación de activos y pasivos con el propósito de diversificar riesgos macroeconómicos. Aunque en principio se podría argumentar que la unificación de las diversas monedas en el euro y el movimiento hacia la convergencia de rendimientos de los instrumentos financieros en esa área monetaria han reducido las oportunidades de diversificación, parece claro que las ganancias en términos de liquidez, costos de transacción de los activos en esa moneda tenderían a promover su emisión y tenencia. De todas maneras, el documento base señala, sobre la base del análisis de Levy Yeyati y Sturzenegger (op. cit.) que incluso respecto de un período relativamente breve (1992-1998), habría resultado difícil para un conjunto de países latinoamericanos (Argentina, Brasil, Chile y México) recurrir a la composición por moneda de su deuda para compensar la variabilidad de los ingresos de exportación, porque la estructura de pasivos debería con el tiempo haber cambiado de una forma que probablemente no habría sido sencillo prever.

En lo tocante a la gestión de reservas internacionales, el documento base observa que los bancos centrales tienden a mantener bastante estables las participaciones de diferentes monedas en

sus activos, sugiriendo que el comportamiento muestra inercia y no responde a estrategias complejas de administración de cartera, y que si un país usa como anclaje monetario a una divisa internacional, sus reservas suelen denominarse predominantemente en esa moneda.

De otro lado, el documento base dedica una parte sustancial de su análisis a discutir la elección de sistemas monetario/cambiarioros en diferentes economías. Para tal propósito los autores utilizan el criterio de basarse sobre “hechos y no palabras” (cf. Levy Yeyati y Sturzenegger, 1999; Bénassy-Quéré y Coeuré, 2000), es decir, concentrarse en las variaciones efectivas de las paridades de una moneda frente a otras, en lugar de referirse sólo a la calificación formal que el país establece para su política. Los resultados indican que hacia fines de la década de los noventa, el grueso de los países (del orden de 60% sobre un conjunto de alrededor de 100 economías) anclaba de hecho a una única moneda (una gran mayoría, superior a 80%, de esos “anclajes unitarios” era al dólar), en circunstancias de que los adscritos oficialmente a un régimen de esas características representaban una fracción mucho menor. En correspondencia con lo anterior, las monedas que efectivamente fluctuaban de manera independiente constituían una pequeña proporción del total (menos de 5%), muy inferior a la de las monedas definidas en términos formales como flotantes.

Por otro lado, el documento base da cuenta de que la mayoría de los países latinoamericanos mantiene un comercio relativamente intenso con los EEUU, y un endeudamiento que tiende a estar denominado en dólares, condiciones estadísticamente asociadas (cuestiones de causalidad al margen) con anclajes de facto al dólar. Desde este punto de vista, no se detectarían diferencias apreciables entre México y América Central, por un lado, y América del Sur, por otro. En esta clasificación la Argentina no se destaca en cuanto a su ubicación en el área dólar, pese al rígido anclaje del sistema de convertibilidad. La explicación es que los datos considerados en el análisis de el documento base no contienen al grado de dolarización de las transacciones financieras internas, factor de primera magnitud para la persistencia del esquema cambiario argentino.

El énfasis en los sistemas de anclaje de facto es útil para determinar el comportamiento concreto de la política monetaria y para comprobar que en buena parte de los países el tipo de cambio con una moneda internacional (o, a veces, con un conjunto de éstas) constituye una referencia importante en las decisiones de los bancos centrales, incluso en ausencia de un criterio explícitamente establecido al respecto. Sin embargo, las dos formas de anclaje (de hecho y formal) no son equivalentes, dado que implican grados muy distintos de reversibilidad: en el caso de facto, la política no adquiere compromisos sobre el tipo de cambio y se mantiene flexible, dejando espacio para la pregunta respecto a la existencia de una “función de reacción” fija en el tiempo. Entonces, una modificación del criterio de política, por ejemplo, la introducción de una moneda adicional en una “canasta de referencia”, o una variación del peso relativo que se le asigna al precio de diferentes divisas, no requiere decisiones de gran impacto o rango institucional, y puede hacerse de manera más o menos “continua”, en función de objetivos o información cambiantes.

En contraste, una revisión de un esquema de anclaje formal suele ser una decisión que implica una discontinuidad en las políticas (en variedad de instancias, como resultado de crisis de algún tipo) y que surte efectos sobre horizontes más o menos largos. Aunque es posible que una transición de régimen ocurra sin que medie una urgencia, y constituya un “ajuste fino” del esquema de administración monetaria, en general las acciones de ese tipo representarían cambios en las características básicas de la política, como la existencia o no de un anclaje explícito. En estos términos, la referencia al euro en las políticas monetarias de la región parecería más probable en países sin un anclaje formal. Dado que la introducción en 2001 de la “convertibilidad ampliada” en la Argentina es un ejemplo en sentido opuesto, el caso merece una breve discusión específica.

Un análisis del funcionamiento del sistema de convertibilidad y de los dilemas monetarios de la Argentina en los tiempos recientes excede con mucho los alcances de este comentario. Lo relevante aquí es que la rígida fijación del tipo de cambio con el dólar se asoció con una definida

estabilización de precios, luego de varios episodios de hiperinflación, y con un fuerte crecimiento de las operaciones financieras denominadas en dólares. La convertibilidad se convirtió en un elemento central del entorno económico, de manera que se generó en el público un fuerte rechazo a la posibilidad de una modificación del régimen, causado en medida importante por el temor a un incremento en el valor de las deudas en moneda extranjera. La aversión a una salida de la convertibilidad se manifestó nítidamente en la crisis de 1995 y también en la larga y costosa recesión que comenzó en 1998: el hecho de que el tipo de cambio se mantuviera inalterado frente a la caída de los precios de exportación, a la fuerte suba del tipo de cambio real en Brasil, a la apreciación del dólar y al empeoramiento de las condiciones del financiamiento externo revela el valor que se le asignaba al mantenimiento del esquema monetario.

Sin embargo, el deterioro del desempeño de la economía puso en cuestión la sostenibilidad del régimen, haciendo surgir crecientes dudas sobre la permanencia del tipo de cambio fijo. En esta situación, a mediados de 2001 el gobierno decidió modificar a futuro la unidad de anclaje, manteniendo las demás reglas del sistema vigente, en particular los requerimientos de cobertura en divisas de la base monetaria. La reforma estableció por ley que cuando el valor del euro se equiparara al del dólar, el valor del peso argentino se fijaría a una canasta compuesta por mitades de esas dos monedas; por decisión administrativa se adelantó la aplicación de la canasta para la liquidación de operaciones de comercio exterior.

La “convertibilidad ampliada” fue definida de forma que no implicara en su inicio una depreciación del peso frente al dólar. Las autoridades argumentaron que el nuevo sistema de determinación del tipo de cambio reflejaría mejor la estructura del comercio del país y amortiguaría el impacto de las fluctuaciones en el valor internacional del dólar, evitando una discontinuidad en la paridad del peso que perjudicara a los contratos vigentes. De hecho, la evidencia de los años recientes sugería que la aplicación de la canasta podía atenuar la varianza de los precios del comercio exterior expresados en moneda nacional. Sin embargo, este efecto potencial se diluía netamente en un contexto de inquietudes respecto de las características básicas del sistema cambiario en el futuro.

Aunque el establecimiento de la convertibilidad a la canasta buscó alejar los temores de devaluación abrupta, la medida parece haber contribuido a incrementar la incertidumbre, porque parte del público (y diversos analistas y operadores financieros) la interpretaron como el comienzo de un proceso que podía llevar a cambios mucho más drásticos. Es decir que, más allá de las propiedades comparativas del anclaje al dólar y a la canasta en condiciones normales, en un estado de crisis primó un efecto de señalización desfavorable. Por otro lado, no se observó ningún incremento de la demanda de activos financieros en euros, pese a que los bancos podían crear depósitos y otorgar préstamos en esa moneda.

En todo caso, a octubre de 2001, la discusión sobre políticas cambiarias se refería a los grandes rasgos del sistema y estaba planteada sobre un amplio abanico de alternativas, desde la dolarización formal a la flotación, pasando por la defensa del esquema en vigencia. En una situación de esa naturaleza, el empleo del euro como moneda de anclaje pasaba a un difuso segundo plano. En este aspecto también, el comportamiento futuro se condicionaba a la evolución que tuviera la crisis. Sin embargo, era claro que a más largo plazo, el surgimiento de una divisa de la entidad del euro gravitaría sobre las condiciones monetarias y financieras.

3. El euro y Brasil: expectativas originales y hechos recientes

Renato Baumann¹⁶

La creación del euro fue saludada como un hecho positivo por la mayoría de los países de América Latina. A diferencia de los temores en relación al surgimiento de una ´fortaleza europea, marcadamente proteccionista, característicos de los análisis de las medidas derivadas del Relatório Delors de fines de la década de los 80, ahora la percepción generalizada era de que una moneda única para países de gran presencia en los mercados mundiales de bienes, servicios y divisas tendría repercusiones favorables para el conjunto de países en desarrollo.

Buena parte de los analistas esperaban que la introducción del euro se tradujera, entre otros aspectos, en: a) la generación de nuevas posibilidades de negocios para las empresas europeas de tamaño pequeño y mediano, al reducir los costos de contratación y las barreras cambiarias; b) un aumento de la importancia del euro como moneda de reserva; c) el fortalecimiento del mercado europeo de capitales; d) la modernización del sistema bancario europeo, en términos de una mayor integración y fusiones de grandes bancos, así como de la adecuación de los sistemas regulatorios y de fiscalización. Ello redundaría en una ampliación de la liquidez en el mercado continental y en un uso más difundido del euro a escala mundial.

Los países de América Latina se verían enfrentados al menos a tres consecuencias principales (IRELA/BID (1997): la creación de un mercado adicional para exportaciones; la consolidación de un mercado de capitales con mejores oportunidades para conseguir recursos financieros; y, no menos importante, el surgimiento de una nueva voz, más activa, en los organismos multilaterales proveedores de recursos (sobre todo en el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial), que sirviera de algún contrapeso al área del dólar estadounidense.

En lo tocante, en particular, a los efectos sobre las captaciones financieras, las expectativas se relacionaban con la obtención de tasas de interés más bajas, una mejor aceptación para los papeles emitidos por los países de la región, y la vigencia de condiciones más favorables para el financiamiento de la deuda externa pública, todo lo cual permitiría aliviar las presiones sobre el mercado cambiario local. Las expectativas relacionadas con las exportaciones hacia la unión monetaria suponían la creación de nuevas oportunidades, asociadas principalmente a la reducción de los costos de transacciones con la zona euro. No se trataba de ilusionarse en cuanto a la rápida reducción de las barreras comerciales impuestas por la Comunidad europea al resto del mundo.

En el caso específico de Brasil se visualizaban al menos cuatro elementos adicionales (Baumann y Abreu, 2000). El mercado brasileño había figurado tradicionalmente entre los principales destinos de las inversiones directas externas por parte de los países miembros de la Unión. En consecuencia, se pensaba que la conformación de un área monetaria común consolidaría su atractivo, intensificando los flujos de inversión. Las facilidades para fusiones y adquisiciones de empresas de distintos países del área del euro reforzaban dicha expectativa. Por otro lado, y a diferencia de buena parte de los restantes países de América Latina, las exportaciones brasileñas, al igual que las de los otros países del Cono Sur, tenían desde hacía tiempo como importante mercado de destino el continente europeo. Se esperaba entonces que la disminución de los riesgos cambiarios entre los países participantes y los estímulos a nuevas actividades generaran oportunidades adicionales de negocios.

¹⁶ Oficina de CEPAL en Brasilia y Universidade de Brasilia.

Otra característica brasileña estaba relacionada con las tratativas entre el Mercosur y la Unión. Una aproximación entre los dos grupos de países, facilitada, en principio, por el dinamismo derivado de la nueva moneda, tendería a intensificar los negocios.

Por último, dado que la divisa brasileña tiene como referente el dólar, el surgimiento de una moneda con las características del euro, que involucra a socios comerciales importantes para el país, provoca efectos importantes sobre la competitividad de la producción interna. Dichos efectos se manifiestan en términos tanto de posibilidades de beneficios, como de pérdidas, en razón de alteraciones en las paridades entre el dólar el euro,¹⁷ una variable por supuesto fuera de control de las autoridades locales.

Al cabo de un año y medio desde la entrada en operaciones del euro, ¿qué puede decirse al evaluar el grado de satisfacción de las expectativas originales?

Ciertamente, la adopción del euro como unidad de reserva no ha tenido, en el caso de los países que lo adoptaron, la intensidad prevista, manteniéndose la significación (del orden de 12% del total) registrada en los años anteriores (Bank of England, 2001). Sin embargo, el euro se ha erigido en un referente para la política cambiaria de 25 países o territorios, que vinculan sus monedas al DES, del cual el euro es parte importante.

Contrariando las expectativas, tampoco el euro ha podido reemplazar al dólar en su condición de moneda de comercio. En el año 2000, apenas 16% de los contratos fueron denominados en euro. De otro lado, su significación como activo bancario disminuye: a fines de 2000 la participación del euro en el total de los activos internacionales de los bancos acusaba un nivel inferior (-17%) al de principios de 1999 (comparado con 62% para el dólar y 8% para el yen).

En otras palabras, el euro ha evolucionado muy por debajo de las expectativas iniciales en cuanto a las pretensiones de que se convirtiera en moneda universal. Los análisis tienden a considerar que ése es el aspecto más difícil y, por ende, aquel cuya consolidación resultará más demorosa. Pero, de un modo general, se mantiene la expectativa de que –si bien en un horizonte de tiempo más largo que el previsto inicialmente – es casi inevitable que la moneda de la segunda área más importante del planeta vaya asumiendo una importancia creciente en las transacciones internacionales.

El aspecto que más llamativo cuando se evalúa el desempeño del euro lo constituyen los efectos que ha provocado sobre la ampliación de un mercado de capitales de dimensiones significativas.

En primer lugar, ha aumentado la emisión de títulos en moneda extranjera denominados en euro. Su significación, de apenas 26% en el año 2000, subió a 37% en el primer trimestre de 2001. Los principales beneficiarios han sido las empresas con matrices europeas: en la primera mitad de 2001, el 60% del total de los contratos de derivados se suscribieron en euros, en circunstancias de que en 1998 el 80% había sido en dólares.

Segundo, el efecto negativo que la consolidación de los bancos tuvo sobre la liquidez en el mercado de divisas, que era uno de los temores iniciales, ha sido más que compensado por las ganancias en términos de eficiencia y la creación de nuevas oportunidades por concepto de mejoras tecnológicas. En consecuencia, la liquidez y los márgenes (“spreads”) han permanecido estables en ese mercado.

El gradual aumento de los préstamos en euros ha ido de la mano del desarrollo del mercado de “euroloans”, el cual se ha expandido en términos de escala, amplitud y complejidad. El euro ha generado un mercado crediticio que es hoy el más grande, de mayor liquidez y el más barato del mundo.

¹⁷ Sin perjuicio de las diferencias, hay paralelos con la situación del won surcoreano respecto del dólar estadounidense o del yen japonés.

Por último, el aumento de fusiones y adquisiciones entre empresas europeas, proceso que supuestamente tendría efectos sustanciales sobre las inversiones en los países en desarrollo, no ha cobrado la intensidad prevista. Se percibe, claro, un crecimiento de las fusiones y adquisiciones en el área, pero éste exhibe mayor intensidad entre empresas europeas y estadounidenses (41%) y entre empresas de un mismo país (35%) que entre empresas de distintos países europeos (24%). Raíces históricas y culturales parecen explicar al menos en parte este fenómeno. El impacto efectivo sobre las inversiones europeas en América Latina constituye un tema que sigue abierto a las investigaciones empíricas.

Desde una perspectiva latinoamericana, los efectos del euro se han concentrado hasta aquí en el ámbito financiero, sobre todo en el aprovechamiento de las mejores condiciones de financiamiento alcanzadas por los países de la región en el mercado europeo de capitales.

A modo de ilustración, cabe señalar que en el año 2000 los países de América Latina fueron responsables del 65% de las emisiones de bonos por parte de las economías emergentes. El 60% de esas emisiones latinoamericanas fueron denominadas en dólares, y apenas 29% en euros (11% en yenes). Ya en el primer trimestre de 2001, los países latinoamericanos generaron el 77% de las emisiones totales de los países emergentes, en tanto que la proporción de títulos en euro aumentaba de 25% en enero a 41% en marzo (ECLAC, 2001 y 2001a).

En términos de relaciones comerciales, el interés europeo por fortalecer el papel del euro ha sido insuficiente para estimular las negociaciones comerciales entre la Unión y los países latinoamericanos. La aproximación entre ella y el Mercosur, por ejemplo, continúa signada por la cautela, debido en especial a las dificultades que involucra el desmantelamiento de las barreras al comercio de productos agrícolas.¹⁸

En otras palabras, las autoridades europeas tienen al parecer la percepción de que la importancia del euro en las transacciones crecerá, pero a su propio ritmo, por lo que se han abstenido de imprimir un impulso vigoroso a favor de nuevas corrientes de comercio. Una explicación plausible es el hecho mismo de que la unión monetaria se está dando a doble velocidad en Europa, lo que hace con que la política comercial de la Unión sea aplicada a 15 países, en tanto que la suerte del euro afecta en lo inmediato a tan sólo 11 de ellos.

Tampoco las transacciones intra-regionales a nivel hemisférico se han visto afectadas por cambios en la moneda en la que se firman los contratos. Ni siquiera el hecho de que el stock de capital extranjero en los países del Cono Sur sea sobre todo de origen europeo ha sido suficiente para alterar la “dependencia” respecto del dólar, la que es determinada sobre todo por las operaciones comerciales con el resto del continente americano.

Si bien los efectos directos del euro para América Latina se han concentrado en el ámbito financiero, no es cierto que los flujos comerciales de mediano plazo no se vayan a ver afectados de forma indirecta. Se ha mencionado antes que la concentración de transacciones comerciales con el continente europeo impone un cierto dilema a los países cuya paridad cambiaria utiliza como referente el dólar, con posibles pérdidas o ganancias asociadas a los movimientos (por completo exógenos) entre el dólar y el euro. En efecto, Brasil, al igual que otros países de la región, como Argentina, son claros ejemplos de pérdida de competitividad en el mercado europeo a causa de la relativa debilidad del euro frente al dólar.

Otra dimensión importante tiene que ver con las características de los primeros años de operación de la nueva moneda, un período de aproximación de los países emergentes del Este a la

¹⁸ Se trata, por cierto, de una barrera no exclusivamente europea. Tanto en las negociaciones con la Unión europea como aquellas que han tenido lugar en el ámbito del ALCA, el argumento para postergar las discusiones sobre barreras agrícolas ha sido que el foro adecuado para tal efecto es la OMC.

Unión (euroland). Un hecho que puede (debe) afectar la competitividad de los latinoamericanos por (al menos) cuatro vías:

- a) diferencias de costos de transporte a favor de los países más cercanos al mercado de la Unión.
- b) Diferencias en el acceso al mercado europeo occidental de bienes y servicios (si tales países se convierten en miembros plenos de la Unión o si alcanzan el “status” de asociados, diferenciándose de alguna forma en relación a terceros países).
- c) Diferenciales de paridad entre las monedas. Cabe esperar que los países que buscan un acercamiento a la Unión tengan una tendencia más fuerte que los latinoamericanos a utilizar el euro como referente para sus respectivas monedas, de modo de reducir su vulnerabilidad ante efectos indirectos de la evolución de las paridades relativas.
- d) Disminución del riesgo cambiario, en la hipótesis de que esos países sean agregados al área común o si adoptan algún tipo de tasa de cambio fija en relación a la moneda común

En otras palabras, cabe esperar que a mediano plazo las implicaciones de la vigencia del euro para los países de América Latina se tornen más significativas. Pero, a menos que las autoridades europeas adopten una acción más decidida en tal sentido, parece ilusorio suponer que en el corto plazo el dólar va a ser reemplazado como unidad de cuenta en los contratos comerciales y como reserva de valor.

Lo anterior no significa discordar de la posición –crecientemente consensuada– de que el euro es candidato natural a convertirse en moneda universal, por la importancia de las economías que lo adoptan. Sólo intenta calificar la forma en que ello puede darse, como tan acertadamente se aventura en el texto de Miotti, Plihon y Quenan acerca las relaciones financieras entre América Latina y Europa.

4. Implicaciones del euro para la Comunidad Andina de Naciones

Rodrigo Suescún¹⁹

4.1. Aspectos generales

A semejanza de otros trabajos sobre el tema del surgimiento del euro como moneda internacional (Hamour, 2000; Bekx 1998), la columna vertebral del documento base de Miotti, Plihon y Quenan presentado en la primera parte se estructura en torno a la presentación y discusión de las funciones que la nueva divisa podría desempeñar y las necesidades que satisfaría en el caso particular de los países de América Latina.

Una moneda de aceptación internacional debe desempeñar algunas o todas las funciones que se atribuyen a una moneda propiamente dicha: medio de pago, depósito de valor y patrón de cuenta. Adicionalmente, la literatura especializada suele distinguir entre los servicios que dicha moneda presta al sector privado y su uso por parte del sector público.

Numerosos analistas consideran que la unificación monetaria europea constituye el hito más importante que registra el sistema monetario internacional desde el colapso de los acuerdos de Bretton Woods. La tarea que han emprendido los autores, evaluar el desempeño futuro y el

¹⁹ Consultor de CEPAL y Profesor e Investigador Asociado, Centro de Estudios sobre Desarrollo Económico, CEDE, de la Universidad de los Andes, Bogotá, Colombia.

desarrollo prospectivo de la moneda única europea, no es por cierto fácil, entre otras razones porque todos los efectos y desarrollos sugeridos son inciertos.

El ejercicio realizado en el documento base trata de anticipar los efectos de un evento sin precedentes en la evolución del sistema monetario internacional. En favor de los desarrollos previstos por los autores no hay un respaldo empírico sólido ni, tampoco, evidencia o argumentos sólidos en contra. Por consiguiente, no cabe calificarlos de correctos ni de incorrectos. A lo sumo podríamos calificar de más o menos persuasivos los argumentos esgrimidos para justificar las tendencias que aquí se esbozan. Qué tan importante resultará ser el euro o qué tan lejos están el “mediano” y “largo” plazos para verificar las tendencias proyectadas por los autores son preguntas cuyas respuestas son puramente conjeturales.

Es persuasivo el argumento general de que, atendido el tamaño de las economías que conforman el mercado único europeo, sea que se lo mida en términos de actividad económica o bancaria, participación en el comercio internacional o potencial para crear el mercado financiero más grande del mundo, y dado el hecho palpable de que el dólar norteamericano está sobre representado en las transacciones financieras internacionales, es de esperar el surgimiento del euro como una moneda internacional alternativa, sea para propósitos de transacción, financiamiento, endeudamiento, inversión, facturación o para propósitos exclusivos de uso público como moneda de reserva o inclusive como ancla nominal. También es persuasivo el argumento de que estos cambios se producirán gradualmente, habida cuenta de la inercia y el “path dependence”, fenómenos que han sido identificados en diversos estudios históricos acerca de la aparición de monedas internacionales.

Sin embargo, habría que anotar que esta visión “optimista” de los efectos de un mercado monetario unificado en Europa no es generalmente aceptada. Por ejemplo, Eichengreen (1998) argumenta que la función del euro como moneda de reserva, aspecto que el documento base aborda extensamente y considera una área muy promisoría para la efectiva internacionalización de la moneda europea, puede verse fuertemente limitada por el diseño institucional del Banco Central Europeo (BCE), al que el Tratado de Maastricht no le asigna la función de prestamista de última instancia. Según Eichengreen, el BCE, a semejanza del Bundesbank, se comprometería muy limitadamente en este ámbito, dificultándose así el manejo de la liquidez del día-a-día, indispensable para asegurar la estabilidad y profundidad del mercado monetario. En consecuencia, es probable que cambios abruptos en la liquidez se reflejen en alteraciones de igual carácter en las tasas de interés y que los instrumentos financieros del mercado europeo no exhiban las propiedades de estabilidad que podrían mostrar sus contrapartes en el mercado americano.

4.2. Comunidad Andina

Es difícil generalizar los efectos que la emergencia del euro podría acarrear sobre la Comunidad Andina de Naciones. El documento base analiza extensamente las razones por las cuales el euro podría erigirse en una alternativa para el dólar. Es decir, se concentra en el lado de la oferta, dejando de lado las razones por las cuales los países individuales estarían interesados en los servicios de la nueva moneda. En principio, es posible anticipar que el impacto del euro sobre ellos dependerá en gran medida de la estructura económica de cada cual. El efecto resultará, pues, diferenciado, en función de los lazos comerciales y financieros con la zona del euro, el grado de apertura económica y de integración con los mercados financieros internacionales, el tipo de bienes de exportación y de importación, los arreglos cambiarios y monetarios, etc.

Obviamente, mientras mayores los lazos comerciales y financieros con los países europeos, más probable es que el euro pase a ser utilizado sea como moneda de facturación, medio de pago, moneda de endeudamiento, moneda de reserva o ancla nominal. Si el país se especializa en la exportación de bienes primarios, el efecto de la creación del euro tendrá menor impacto, debido a que los mercados

donde se transan estos bienes pertenecen a la órbita del dólar. Si las importaciones se concentran en petróleo o en bienes primarios, habrá un incentivo para continuar bajo la influencia del dólar, lo mismo que si el país ha renunciado a su moneda nacional y decidido dolarizar.

En el documento base se argumenta que el canal de transmisión de los efectos de la introducción del euro sobre América Latina es el mercado financiero, y no tanto el canal comercial. De acuerdo con los autores, el bajo grado de apertura comercial amortiguaría los efectos de la creación de la moneda única sobre los costos de transacción y la tasa de cambio real efectiva del euro. En el aspecto puramente comercial, el documento no examina el lado de la demanda, es decir, el interés de los países de la región por los servicios del euro. En este aspecto el documento ignora los desarrollos y las iniciativas recientes, las cuales están dirigidas a fortalecer la influencia del dólar y, por lo tanto, a limitar las posibilidades de desarrollo del euro.

En los años sesenta y setenta, las iniciativas de integración en Latinoamérica buscaron la liberación regional de los flujos comerciales entre los países de la región, mientras ésta se mantenía relativamente cerrada al exterior. En los noventa surge el llamado regionalismo abierto, en virtud del cual los esfuerzos de liberalización unilateral del comercio que emprenden numerosos gobiernos son acompañados de la suscripción de 14 acuerdos importantes de libre comercio o uniones aduaneras, proceso en el que la participación de la Unión Europea es muy débil. Más importante aún, muchos países de la región han manifestado su interés de participar en la construcción de una zona hemisférica de libre comercio junto con Estados Unidos. Si bien es cierto que esta nación es en términos generales bastante abierta, el tratado le daría mayor certidumbre a los países de la región para el acceso a ese mercado, de manera que la materialización de la iniciativa redundaría en el fortalecimiento de la influencia del dólar.

El documento de base sostiene que el desarrollo del euro como moneda internacional ejercerá su influencia sobre los países de la región vía el mercado financiero. Una de las funciones cruciales en el proceso de internacionalización del euro es, de acuerdo a los autores, su utilización como divisa de referencia. Los autores dedican la última sección del trabajo a la evaluación econométrica de la decisión de terceros países de anclar sus variables nominales a una moneda internacional. Si bien es cierto que los resultados son interesantes, el ejercicio no tiene en cuenta la nueva tendencia que en materia de anclaje nominal han venido adoptando numerosos países, no sólo de la región, sino de diversas partes del mundo, la cual, sin duda, afectará la adopción del euro para dicho papel.

Varios países en desarrollo han venido abandonando los regímenes cambiarios relativamente inflexibles, entre ellas las bandas cambiarias, las tasas de cambio fijas o las cajas de convertibilidad, en favor del arreglo nominal denominado “inflación objetivo” (inflation targeting). Brasil, Chile y Colombia han descartado el uso de la tasa de cambio como el ancla nominal de su sistema monetario. También Venezuela desechó recientemente su esquema de banda cambiaria, en tanto que Argentina hizo lo propio con su caja de convertibilidad. Estos dos países han permitido la flotación de sus monedas y probablemente en un futuro cercano adopten, con el auspicio del FMI, el esquema de inflación objetivo. Esto simplemente significa que las monedas internacionales tendrán mucho menos importancia explícita en el diseño de la política monetaria de los países en desarrollo y, por lo tanto, su papel como variable de anclaje será menos visible.

5. Percepción del euro en la región y lecciones para Centroamérica

Oswaldo Martínez²⁰

El objetivo de este capítulo es evaluar en términos generales los efectos del euro en Centroamérica e identificar algunos tópicos especiales para la región en lo tocante al surgimiento del euro como moneda de uso internacional. De manera particular, analizaremos las perspectivas del uso del euro como ancla nominal en Centroamérica.

El ensayo se han estructurado en cuatro partes. En la primera se explica por qué el tema del euro como moneda internacional ha cobrado actualidad en América Latina y Centroamérica. En una segunda parte se analizan las perspectivas del euro en las relaciones comerciales y financieras de Centroamérica. La tercera incluye algunas lecciones de la adopción de una moneda fuerte a manera de ancla nominal. La cuarta parte contiene algunas reflexiones finales.

5.1. Vigencia del euro como moneda internacional

Las crisis que han sufrido los países emergentes en años recientes, caracterizadas por una significativa depreciación de las monedas nacionales y un importante repunte inflacionario, han llevado a los responsables de la política económica (“policy makers”), lo mismo que a los ciudadanos, a priorizar la necesidad de disponer de una moneda fuerte que resguarde el valor real de ingresos, ahorros y pensiones.

Esta legítima preocupación de los agentes económicos ha conducido automáticamente al tema de qué arreglo monetario-cambiarío es el más adecuado para cada país: i) un régimen cambiario flexible, donde prevalece la confianza en la moneda nacional para la realización de las transacciones domésticas y se utiliza(n) la(s) moneda(s) extranjera(s) en las transacciones internacionales; ii) un régimen cambiario fijo o caja de convertibilidad, con una fijación explícita del valor externo de la moneda nacional; ó iii) un régimen cambiario ultra-fijo, que implica el abandono de la moneda nacional por una moneda fuerte de uso internacional.

En América Latina, tal discusión cabe en dos frases: “Se busca moneda fuerte. Recompensa: ¿el desarrollo económico?”. Las alternativas se reducen así a cuatro: i) la moneda nacional, ii) el dólar de EUA, iii) el euro, y iv) el yen. Cómo se demostrará más adelante, la región se encuentra en el área de influencia del dólar de EUA. Sin embargo, hoy día la posibilidad de adoptar el euro como moneda nacional ha adquirido mayor relevancia, por dos razones:

- i) Argentina decidió modificar en 2001 el plan de convertibilidad para anclar el peso a una canasta de dos monedas: el dólar de EUA y el euro;²¹ y
- ii) En El Salvador entró en vigencia el 1º de enero del 2001 la Ley de Integración Monetaria (LIM), que da curso legal al dólar, euro, libra esterlina, yen, etc.

El Considerando IV de la LIM establece que “con el fin de preservar la estabilidad económica que propicie condiciones óptimas y transparentes que faciliten la inversión, y de garantizar el acceso directo a mercados internacionales, se vuelve necesario autorizar la circulación de monedas extranjeras que gocen de liquidez internacional”. El artículo 2 de la LIM permite “la contratación de obligaciones monetarias expresadas en cualquier moneda de legal circulación en el extranjero, las cuales deberán ser pagadas en la moneda contratada, aun cuando su pago deba

²⁰ Consultor de CEPAL y diversos organismos internacionales. Director de “Consultores en Economía y Finanzas , CEF” de El Salvador.

²¹ Los comentarios fueron redactados antes de la devaluación del peso argentino (nota de los editores).

hacerse por la vía judicial”. El artículo 6, permite al sistema financiero adquirir activos y pasivos en cualquier moneda. El artículo 8 autoriza a las instituciones públicas a emitir y contratar obligaciones en cualquier moneda.

5.2. Perspectivas del euro en las relaciones comerciales y financieras de Centroamérica

Según Tavlas (1991), para que una moneda se internacionalice, el país emisor debe tener un peso importante en el comercio internacional y disponer de mercados financieros libres, amplios y profundos, que garanticen su liquidez y permitan que la divisa juegue un papel de reserva de valor para los actores privados y públicos. Además, Kenen (1992) sostiene que el uso de dicha divisa debe reducir los costos de transacción y generar economías de escala y externalidades positivas.

De acuerdo con el documento base, el rol internacional del euro está asociado a la evolución de la tasa de cambio de la moneda europea: si se deprecia de modo permanente, se puede crear un clima de desconfianza en su paridad, lo que desalentaría su utilización. Los autores comparten también la previsión de que el rol financiero del euro en tanto moneda internacional por parte de los actores privados (es decir, como moneda de endeudamiento y préstamo) se desarrollará más rápidamente que su función comercial (es decir, como moneda de facturación del comercio internacional). Al mismo tiempo, los autores consideran que la utilización pública del euro en tanto unidad de cuenta (es decir, moneda internacional de referencia o ancla nominal para implementar políticas monetarias-cambiarías) dependerá de la importancia de la zona euro en el comercio internacional y la denominación de la deuda externa de los países.

A continuación se analizará la perspectiva del euro en Centroamérica a dos niveles: i) en términos generales, a objeto de verificar los criterios de Tavlas y revisar la evolución de la tasa de cambio en el mercado spot y de futuros; y ii) específicamente, para determinar la probabilidad de utilizarlo de ancla nominal.

Desde una perspectiva general, los autores del documento base demuestran fácilmente que Europa cumple con los criterios básicos de Tavlas para que el euro se internacionalice. Es decir, el grado de apertura de Europa (Exportaciones/PIB) es del 12.09%, equivalente al 42% de las exportaciones conjuntas de EUA, Europa y Japón; y la capitalización bursátil de sus mercados accionarios representa el 21% de la capitalización conjunta de EUA, Europa y Japón (cuadro 23). Además, las autoridades europeas no se oponen a una internacionalización creciente del euro.

Cuadro 23
IMPORTANCIA RELATIVA DE EUROPA EN EL COMERCIO INTERNACIONAL Y MERCADOS DE
CAPITALES
(porcentajes)

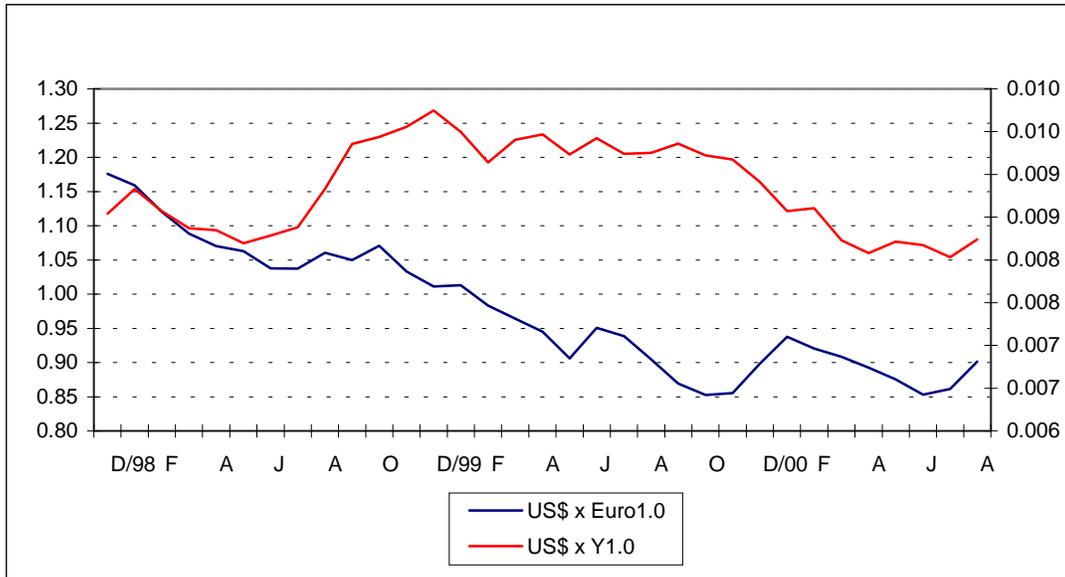
	Exportaciones	Capitalización bursátil
1. Europa (11)	42	21
2. Estados Unidos de América	41	67
3. Japón	17	12
Total (1+2+3)	100	100
Miles de millones de US\$	2 441.35	20 179.69

Fuente: Elaborado con base en cuadro 1, primera parte.

Sin embargo, el examen de la evolución de la tasa de cambio de la moneda europea puede suscitar desconfianzas para utilizarla de moneda internacional de resguardo de valor (gráfico 15 y cuadro 24). Desde su aparición el euro ha perdido en promedio un 11% de su valor comparado con

un 15% del yen; y su volatilidad, medida por el coeficiente de variación, ha sido de 5%, comparada con 6% para el caso de la moneda nipona. Esto significa que el euro se encuentra en desventaja con respecto al dólar de EUA, pero en mejor posición que el yen.

Gráfico 15
TIPO DE CAMBIO EURO Y YEN



Fuente: FMI

Cuadro 24
EVOLUCIÓN DE LA TASA DE CAMBIO DEL EURO Y YEN, DICIEMBRE 1998-AGOSTO 2001
(porcentajes)

	Euro	Yen
Cambio en el período	-11	-15
Coeficiente de variación	5	6

Fuente: Elaboración propia, con información de la Reserva Federal de EUA.

Las perspectivas de los operadores de divisas en el mercado de futuros indican que hasta marzo la situación del euro de 2003 no cambiará significativamente (cuadro 25), mientras que el yen mostrará una leve apreciación.

Cuadro 25
FUTUROS DEL EURO Y DEL YEN, 25 OCTUBRE 2001

	US\$ x Euro1.0	US\$ x Yen1.0
Dic-01	0.8896	0.08177
Mar-02	0.8894	0.08204
Jun-02	0.8876	0.08248
Sep-02	0.8867	0.08299
	US\$ x Euro1.0	US\$ x Yen1.0
Dic-02	0.8865	0.08362
Mar-03	0.8868	0.08431

Fuente: Elaboración propia, con información de la Reserva Federal de EUA.

Para dar credibilidad a su política monetaria (valor interno y externo de la moneda nacional), las autoridades han constituido Bancos Centrales independientes del poder político y del sector privado, fórmula que busca evitar la emisión de dinero para financiar déficits fiscales o salvar a bancos comerciales privados con problemas de solvencia. Si no es posible implementar esta medida en forma administrativa, la credibilidad se obtiene utilizando anclas nominales, entre las que destacan: i) el tipo de cambio fijo; ii) definición de objetivos explícitos de inflación; y iii) uso de una moneda extranjera fuerte.

El tipo de cambio fijo ha sido utilizado tradicionalmente a manera de ancla nominal de precios de bienes y servicios transables internacionalmente, lo mismo que de costos de los bienes y servicios no transables que utilizan insumos importables. Cuando la inflación doméstica apunta a la convergencia con la internacional, la moneda doméstica se fortalece y se hace más confiable como reserva de valor.

Los objetivos explícitos de inflación (“inflation targeting”) descansan en cinco pilares: i) compromiso institucional con la estabilidad de precios; ii) equilibrio fiscal; iii) ausencia de otras anclas nominales; iv) independencia de instrumentos de política; y v) política de transparencia y responsabilidad (“accountability”).

La factibilidad de utilizar el euro como moneda de anclaje en Centroamérica dependerá de si Europa se convierte en un socio dominante en el comercio de la región y de si la proporción de la deuda externa denominada en Euros llega a ser alta.

El análisis de la información suministrada en el documento base (cuadro 26) comprueba que América Latina es una zona de influencia del dólar. Europa es el socio comercial predominante en el MERCOSUR+Chile (20.2% de las exportaciones en el año 2000), incluso superior a EUA (10.4%). En aquel ámbito comercial los países que tienen un mayor comercio con Europa son Brasil (24.6%) y Chile (24%). En el Mercado Común Centroamericano (MCCA) y México, el socio comercial predominante es EUA (48.4% y 87.9%, respectivamente, de las exportaciones del año 2000), quien supera por amplio margen a Europa (3.3% y 17.2%). Los países centroamericanos cuyo comercio con Europa alcanza niveles de participación más elevados son Honduras (21.7%) y Costa Rica (21.3%).

La importancia del euro en las relaciones financieras con América Latina es inferior a la de las relaciones comerciales. Los países del MERCOSUR+Chile son los que poseen una mayor proporción de la Deuda Externa expresada en Euros (8% en el año 2000), destacando Argentina con 12.9% y Paraguay con 9.6%. Nicaragua, con 9.2%, y El Salvador, con 6.3%, encabezan el grupo de naciones centroamericanas.

Cuadro 26
FUNCIÓN COMERCIAL Y FINANCIERA DEL EURO EN AMÉRICA LATINA

Función comercial (Estructura geográfica de las exportaciones, año 2000)				
	EUA	Europa	Resto	EUA/Europa
México	87.9	3.3	8.8	26.4
MCCA	48.4	17.2	34.4	2.8
MERCOSUR+Chile	10.4	20.2	69.4	0.5
Argentina	7.9	14.6	77.5	0.5

Función financiera (Estructura de la deuda externa por moneda, año 2000)				
	Dólar	Euro	Otras	EUA/Europa
México	65.9	6.2	27.9	10.7
MCCA	58.7	5.6	35.6	10.4
MERCOSUR+Chile	54.9	8.0	37.1	6.9
Argentina	63.1	12.9	24.0	4.9

Fuente: Elaborado a partir de los cuadros 4 y 5 del documento base.

La significación de la deuda externa de los países centroamericanos expresada en euros es más baja, debido que en este caso el grueso de los recursos proviene de organismos multilaterales (Banco Interamericano de Desarrollo, Banco Mundial y Fondo Monetario Internacional) y bilaterales de crédito (Agencia Internacional para el Desarrollo de EUA).

Los mercados de capitales centroamericanos son muy incipientes y se concentran en operaciones monetarias (reportos) y colocación de títulos de deuda pública. Muy pocas empresas nacionales han iniciado el proceso de internacionalización de la financiación de sus operaciones a través de “debentures” y acciones (“ADR’s”); los bancos comerciales, a su turno, prefieren contratar deuda en dólares de EUA.

Estos resultados permiten concluir que el euro encara mayores probabilidades de convertirse en ancla nominal en el MERCOSUR+Chile, que en Centroamérica y México. Dentro del primer espacio, las probabilidades son superiores en Brasil (comercial) y Argentina (financiera); y dentro del segundo, en Honduras (comercial) y Nicaragua (financiera). Los exportadores centroamericanos podrían obtener beneficios si para compensar la apreciación real fijaran el precio de sus productos en euros, buscando financiamiento en la misma moneda a objeto de reducir los costos crediticios.

5.3. Lecciones de la adopción de una moneda fuerte como ancla nominal

La adopción de una moneda externa fuerte no garantiza *per se* la felicidad ni el desarrollo económico, pero otorga tiempo suficiente para introducir las reformas de mercado, fiscales y laborales necesarias para evitar una crisis financiera. Bajo este esquema, déficit fiscales continuos y crecientes se traducen en incrementos sostenidos de la deuda pública interna y externa y aumentos del riesgo-país y de las tasas de interés domésticas (expresadas en moneda extranjera), lo

cual termina desalentando la inversión, la producción y el empleo, al tiempo que agudiza la vulnerabilidad de la economía a “shocks” externos.

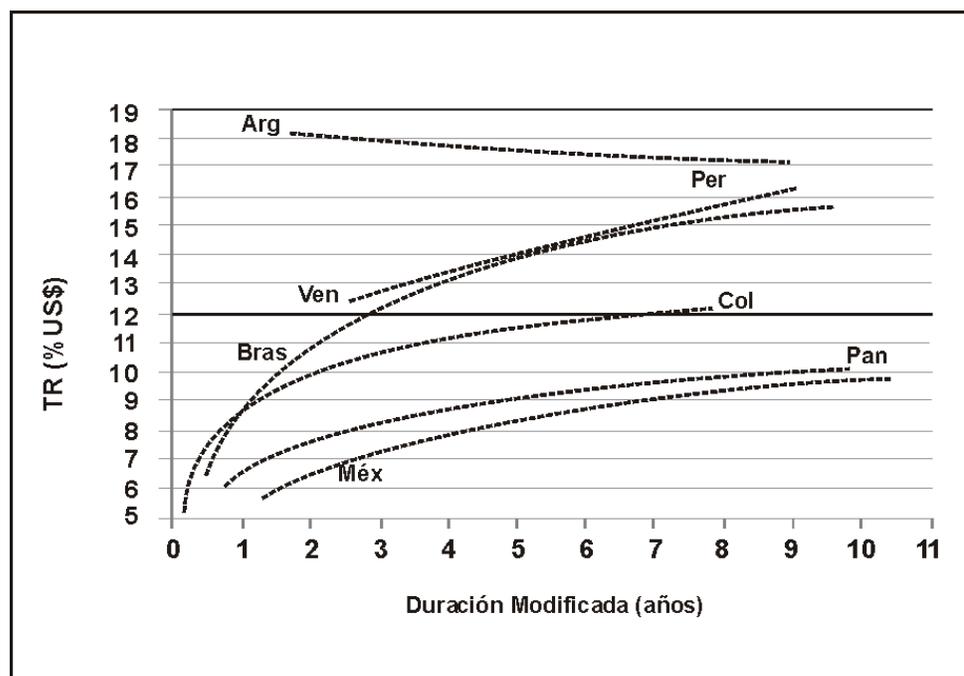
En economías con moneda propia, el efecto real de una política fiscal laxa combinada con una estricta política monetaria es el mismo: la tasa de interés sube por encima de la internacional y el tipo de cambio real se aprecia, fenómenos ambos que erosionan la competitividad internacional; desincentivan la inversión, el crecimiento y el empleo; y postergan la superación de la pobreza en que se debaten amplias capas de la población

Esto significa que ningún ancla nominal (incluida la adopción de una moneda externa fuerte) puede funcionar en ausencia de una estricta disciplina fiscal. El proceso de eurización puso sobre la mesa los requisitos para ser exitosos al adoptar una moneda fuerte: i) disciplina fiscal (el superávit o equilibrio presupuestario debe ser la norma para enfrentar mejor los períodos de “vacas flacas”); ii) baja deuda pública, a objeto de reducir las tasas de interés reales y promover la inversión y el crecimiento económico; iii) reducida tasa de inflación; y iv) introducción de reformas de mercado.

Argentina constituye un buen ejemplo en América Latina de una economía que adopta una moneda fuerte (fija el peso con el dólar bajo la Ley de Convertibilidad), pero se abstiene de acometer otras reformas indispensables. En mayo de 1999, *The Economist* indicaba que “más de adoptar el dólar, Argentina necesita reformas estructurales y una política fiscal creíble”. En ese período, Argentina, cuyo déficit fiscal entre 1995-1998 había significado en promedio 2.5% del PIB, ya era castigada por los inversionistas internacionales con una prima por riesgo país de casi 1 100 puntos base, inferior en todo caso a los casi 1 600 puntos base de Venezuela y Brasil, que se encontraban en plena crisis financiera (gráfico 16). La catástrofe a que se precipitó Argentina a fines de 2001 ahorra comentarios adicionales.

Gráfico 16

CURVAS DE RENDIMIENTO DE LA DEUDA SOBERANA DE LATINOAMÉRICA. 24 DE ABRIL DE 2001



Fuente: cálculo del autor

5.4. Reflexiones finales

Si Europa desea promover la internacionalización del euro en Centroamérica, es importante que promueva Tratados de Libre Comercio al estilo del suscrito con México para incrementar el comercio bilateral. Por su parte, las instituciones financieras europeas (bancos, compañías de seguro, administradoras de pensiones) deberían examinar las posibilidades de incursionar en los sistemas financieros de Centroamérica a fin de promover la emisión y colocación de títulos de renta fija en euros.

Los países centroamericanos que exhiben mayores posibilidades de adoptar el euro como ancla nominal son Honduras y Costa Rica, desde el punto de vista comercial; y Nicaragua y El Salvador, desde una perspectiva financiera. La Ley de Integración Monetaria de este último país permite la libre circulación de todas las monedas internacionales fuertes, incluido el euro.

De todos modos, para asegurar el éxito del proceso de adopción de una moneda externa fuerte es necesario avanzar en los siguientes aspectos: i) diseño de una política fiscal anticíclica (para obtener superávit fiscales en épocas de bonanza económica que permitan, en épocas de desaceleración económica, engrosar el gasto público sin recurrir al endeudamiento público; ii) fortalecimiento del sistema bancario doméstico y utilización del sistema financiero internacional como prestamista de última instancia (a través de líneas de crédito a bancos domésticos o de la presencia de bancos extranjeros de primera línea en el país); iii) flexibilización del mercado laboral para que los “shocks” externos no repercutan exclusivamente sobre el nivel de empleo; y iv) instrumentación de reformas microeconómicas que incrementen la competitividad del país (apertura a la inversión privada nacional y extranjera de, entre otros mercados, la distribución de productos derivados del petróleo, energía eléctrica, telecomunicaciones, puertos, aeropuertos, carreteras, acueductos y alcantarillados).

La evidencia empírica comprueba que si no se resuelven las variables fundamentales, tarde o temprano se desencadena una crisis financiera y los inversionistas internacionales castigan la deuda soberana a través de la imposición de altas primas por concepto de riesgo país.

6. El Euro y la economía mexicana

Por Alonso de Gortari Rabiela y Juan Carlos Moreno Brid²²

Mayo de 2002

A partir del primero de enero de 2002, doce de los quince países miembros de la Unión Europea (UE) sustituyen sus monedas nacionales por el euro, pasando a ser éste su moneda común y única unidad de cuenta.²³ Con esta unificación monetaria se consolida la integración económica de la UE y se establece un hito en la evolución del sistema monetario y financiero internacional. En cierto sentido, su trascendencia se asemeja al quiebre del sistema del patrón oro treinta años atrás, cuando el gobierno de Estados Unidos (EUA) decretó el fin de la convertibilidad de la onza de oro a una paridad fija de 35 dólares. Por supuesto, la actual reordenación monetaria europea obedece a una transformación prevista y programada, fruto de un proceso concertado de integración

²² Funcionarios, respectivamente, de la Secretaría de Relaciones Exteriores del Gobierno de México y de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe. Los autores agradecen los comentarios de Hubert Escaith y Rafael Márquez, así como el apoyo de Martha Cordero. Las opiniones expresadas son de responsabilidad exclusiva de los autores.

²³ Formalmente, la cotización del Euro en los mercados internacionales se inició el 5 de enero de 1999, con una paridad unitaria con el dólar. Su cotización en el primer día de operaciones llegó a 1.19 US dólares, pero se fue debilitando en los años posteriores; a mediados de abril del año 2002 era de 0.8763 dólares.

económica con sólidas y viejas raíces: la fundación de la Comunidad Europea del Carbón y el Acero (1951), el Tratado de Roma (1957) y el establecimiento del ECU (1972), que, entre otros antecedentes, trazaron la senda para la edificación de instituciones comunes.

Dado que más del 60% del comercio exterior y de los flujos de inversión directa de estos 12 países se realizan al interior de las fronteras de la UE, será ella misma la principal favorecida con esta unificación monetaria. Los efectos esperados son una baja en los costos de transacción y riesgos cambiarios, la homogeneización progresiva de los precios relativos en la zona y, en el mediano plazo, un fortalecimiento de la competitividad de la región. Dichos efectos rebasarán el mero ámbito de la UE. La composición de los flujos internacionales y la trayectoria de las tasas de interés en el mercado mundial se verán afectadas en la medida que el financiamiento en euros se convierta en una alternativa competitiva frente a las opciones en dólares. En todo caso, el impacto macroeconómico que la introducción del euro provocará sobre la UE y en el resto del mundo dependerá de la orientación que adopte la política fiscal y la monetaria en Europa. En el corto plazo, en la medida en que ella persevere en una orientación recesiva, será difícil un pronto y elevado repunte de la actividad económica y del empleo en la UE.

Actualmente México juega un papel marginal en el comercio exterior y en los flujos de inversión extranjera directa (IED) provenientes de la Unión Europea. De hecho, en 2000-01 América Latina figuró entre los clientes comerciales menos significativos de la UE, con el 2.3% de las ventas de este bloque al exterior. México y Brasil, sus principales socios comerciales latinoamericanos, recibieron el 0.5% y el 0.6% respectivamente del total de las exportaciones de la Unión. De igual modo, América Latina -y México en particular- son poco relevantes como áreas de destino de la IED europea. A fines de los noventa, la UE, al igual que Estados Unidos y Japón, destinaban más del 80% de sus flujos de IED hacia las economías desarrolladas. América Latina recibió menos del 7% de esos fondos (CEPAL, 2001).

En lo tocante a México, si bien la UE es su segundo socio comercial, su peso relativo es bajo y ha ido en declinación. En 1990 la UE absorbía el 7.8% de las exportaciones y era el origen del 12.4% de las importaciones de este país. Para el año 2000, tales cifras habían disminuido a 3.4% y 8.6% respectivamente. En contraste, en igual lapso la participación de Estados Unidos en las exportaciones mexicanas subió de 79% a 88% en, en tanto que aquella en las importaciones se mantuvo en el rango de 73%. De hecho, la presencia de la UE en el comercio internacional de México viene debilitándose desde los setenta. El declive se acentuó con el proceso de apertura comercial y financiera que México inició a mediados de los ochenta e intensificó al poner en marcha en 1994 del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN).

Al eliminar progresivamente las barreras arancelarias y no arancelarias entre México, Canadá y los Estados Unidos (EUA), el TLCAN estimuló el comercio intra-regional.²⁴ También incentivó una mayor inversión extranjera proveniente de empresas de fuera de América del Norte, entre ellas de la UE. Las “reglas de origen” del TLCAN impusieron restricciones al comercio de productos cuyo proceso de elaboración carezca de un elevado contenido regional. Con ello, indujeron la instalación de nuevas plantas manufactureras en México por parte de inversionistas de fuera de la región interesados en elevar el contenido regional de sus productos para aprovechar el mercado mexicano y su acceso privilegiado al de EUA. El vigoroso proceso de privatización de empresas paraestatales iniciado en el país a mediados de los noventa se erigió en estímulo adicional para la IED en México. La crisis económico-financiera que se desencadenó en 1995 y las medidas adoptadas para encararla redundaron, en última instancia, en la venta de la mayor parte de la banca comercial mexicana, proceso en el que cupo destacada participación a ciertos grupos europeos. En

²⁴ Parte significativa del comercio internacional en América del Norte corresponde a transacciones “intrafirma” inducidas por los flujos de IED, situación que seguramente se replicará con la UE.

este sentido, no cabe considerar que las empresas de esta procedencia han sido excluidas del comercio con México.

Sin duda, durante los años noventa se materializaron cuantiosas inversiones de empresas y grupos financieros europeos en algunos sectores específicos de la economía mexicana. Hoy en día existen poco más de 5 000 empresas con participación de capital europeo, que en conjunto representan el 23% del total de las sociedades con participación extranjera establecidas en México. En este grupo los inversionistas de la UE registran una participación mayoritaria (4 137 empresas), destacando entre ellos los de España (25%), Alemania (16%), Holanda (13%), Reino Unido y Francia (12% en ambos casos).²⁵ Una buena proporción de dicha IED se ubica en el sector de servicios (39%), frente a 29% en la industria y 24% en el comercio.

Cabe destacar la diversificación de la IED europea en México, la cual abarca desde las grandes cadenas comerciales al menudeo, la hotelería, la banca, la industria automotriz, la industria farmacéutica e incluso el propio sector energético. Ahora bien, aun cuando constituye la segunda fuente de IED en México, la UE posee un peso específico sumamente inferior al de Estados Unidos.²⁶ Del total de IED materializada en México entre 1994 y 2001, menos del 20% se originó en la UE, proviniendo el saldo, alrededor de 80%, de Estados Unidos.²⁷

La unificación monetaria europea puede ayudar a robustecer la débil asociación imperante entre la economía mexicana y la de la UE. Dicho proceso se fortalecerá por dos factores adicionales. El primero es la entrada en vigor, en julio de 2000, del Tratado de Libre Comercio entre México y la UE (TLCUE). Con todos los países, sin excepción, con que ha establecido un TLC, México ha incrementado de manera notable su comercio.²⁸ Desde su primer día de vigencia, la UE eliminó aranceles al 82% de los productos industriales y México casi al 50%, brecha que toma en cuenta las asimetrías existentes en sus niveles de desarrollo. Se tiene contemplado que a partir de 2003 la totalidad de los productos industriales mexicanos ingresen al mercado de la UE exentos de arancel, en tanto que el 95% de las exportaciones agrícolas de México a la UE gozarán de acceso preferencial. Cabe subrayar que México registra frecuentes déficit comerciales con la UE. De persistir esta pauta en el balance comercial con la UE, es posible que aumente la utilización del euro en las transacciones financieras de México con el exterior, a través del otorgamiento de líneas de crédito público y privado, comercial y bancario denominadas en dicha moneda.

El segundo estímulo a la mayor IED europea en México proviene del hecho de que se trata de una de las mayores economías y una de las naciones que exhibe –hasta cierto punto– mayor estabilidad macroeconómica en la región, lo que podría traducirse en un desvío de al menos parte de la inversión externa dirigida a otros países latinoamericanos.

La aparición de una nueva divisa fuerte en el sistema monetario internacional abre nuevas opciones para el financiamiento del desarrollo. En principio, las condiciones y oportunidades de acceso a recursos financieros podrían ser mejores que las asociadas tradicionalmente al mercado de dólares. De hecho, México ya ha recurrido al financiamiento del mercado internacional en euros. A la fecha, ha realizado tres emisiones, por un total acumulado de 1 800 millones de euros. La primera en septiembre de 1997, por 400 millones; la segunda, en junio de 1999, también por 400

²⁵ Esta información se refiere únicamente al período que se inicia en 1994, esto es no considera inversiones realizadas con anterioridad.

²⁶ Se sabe con certeza que varias empresas europeas han invertido en México a través de sus subsidiarias establecidas en EUA. Sin embargo, es difícil cuantificar el monto de estas operaciones, ya que las estadísticas se compilan por país de origen de la inversión, independientemente de la nacionalidad de la empresa matriz.

²⁷ La Comisión Nacional de Inversiones Extranjeras (CNIIE) es el organismo oficial que recopila la información estadística sobre la IED en México. Dicha información adolece de dos limitaciones. Por un lado, no permite, debido a cambios metodológicos, hacer comparaciones con períodos anteriores a 1994, a menos que se utilice la información agregada del Banco de México. Por el otro, no existe información sobre acervos (*stocks*) de la inversión. A falta de otro indicador, la suma de flujos anuales se usa como cifra aproximada de la IED acumulada.

²⁸ A la fecha México ha firmado Tratados de Libre Comercio con 32 países.

millones; y la tercera, en febrero de 2000, por 1 000 millones. Esta última constituyó en su momento la mayor colocación en el mercado de euros por cualquier emisor de las llamadas economías emergentes.²⁹

Cabe esperar que la consolidación de la nueva moneda se traduzca en mayores emisiones de deuda pública y privada en el mercado de euros por parte del gobierno y del sector privado. Ello, además de fortalecer la presencia de la divisa europea en la economía mexicana, ayudará a que ésta, en la actualidad tan dependiente de la economía de EUA, diversifique sus mercados y fuentes de financiamiento y de flujos de capital extranjero invertido en los distintos sectores productivos.

Lecciones de semejante e incluso mayor importancia puede extraer México de la experiencia de la unificación monetaria de la UE en lo concerniente a la integración regional y la coordinación de políticas macroeconómicas con sus principales socios comerciales. Enseñanzas que son particularmente oportunas en el contexto actual, en que se discute acerca de la conveniencia de profundizar la integración económica de México con EUA, mediante el expediente de adoptar de manera formal y unilateral una dolarización plena del sistema monetario.

Según algunos analistas, la aplicación de esta fórmula abatiría la inflación, disminuiría el riesgo cambiario y permitiría reducir la tasa de interés real y el llamado riesgo-país, imprimiendo un vigoroso impulso al desarrollo económico. En todo caso, e independientemente de las bondades atribuidas a la adopción de un régimen monetario basado en el dólar, es innegable la existencia de riesgos y costos enormes, que hoy por hoy más que los compensan. En efecto, otros analistas consideran que dicha medida es en el mejor de los casos innecesaria y, en el peor, la antesala de una apreciación sistemática y persistente del tipo de cambio real, que llevaría a la economía mexicana, tarde o temprano, a una crisis de balanza de pagos y a una senda de menor crecimiento de la actividad productiva.

Así, hay consenso en cuanto a que se requiere a priori impulsar un proceso de convergencia en las principales variables macroeconómicas con Estados Unidos para asegurar no sólo el aprovechamiento de sus ventajas, sino también la supervivencia del régimen monetario adoptado. Cabe reconocer que aun cuando la dolarización condujese a la igualdad de tasas inflacionarias entre México y EUA, el período de transición podría estar acompañado de una apreciación persistente del tipo de cambio real, en detrimento de la competitividad de los bienes y servicios exportables. Dicha apreciación, según lo ejemplifica la reciente experiencia argentina, bien puede repercutir en una aguda crisis económica.

En nuestra opinión, son mayores las ventajas que ofrecen los regímenes cambiarios de libre flotación, como ha sido, por ejemplo, la experiencia mexicana de los últimos años. Tal flotación ha permitido amortiguar impactos adversos en la economía nacional derivados de sucesivos episodios de inestabilidad financiera internacional (crisis rusa, la brasileña y ahora la argentina). Sin embargo, no hay que olvidar el proceso de apreciación del peso en términos reales que ha ocurrido en años recientes y su efecto inhibitor en la competitividad de nuestras exportaciones.³⁰

Recapitulando, en primer lugar habría que señalar que la unificación monetaria europea bajo la predominancia del euro no hubiera sido posible sin el grado de integración económica existente en la UE y, en especial, el firme compromiso de los países miembros a favor de la conformación de

²⁹ En abril del año 2002, el 85% del saldo total de la deuda pública externa mexicana estaba denominado en dólares. Aunque es poco significativo el saldo en monedas europeas, resulta probable que su importancia aumente a medida que el refinanciamiento se haga en euros.

³⁰ Las empresas filiales que exportan a sus países de origen resultan menos afectadas por el proceso de apreciación cambiaria. Al mismo tiempo, el efecto de apreciación cambiaria sobre el precio de las exportaciones mexicanas se ve compensado con el abaratamiento relativo en el precio de los insumos importados. De cualquier manera, el encarecimiento de la mano de obra mexicana, en la forma de reajustes salariales por encima del crecimiento de la productividad, puede constituir un factor con mayor peso relativo en la pérdida de competitividad.

una Europa que se convirtiese en actor fundamental en la economía y la política internacionales. Este compromiso político se encarnó en el Tratado de Maastrich y en los acuerdos específicos subsecuentes en materia económica: topes para la magnitud del déficit fiscal y la deuda pública, inflación, tasas de interés y tipos de cambio.

La importancia del euro tanto en América Latina como en México dependerá del grado de integración –a través del comercio, la inversión y el financiamiento- que se alcance con la propia UE. El potencial es amplio en el caso de México, máxime en presencia del TLCUE. Sin embargo, la velocidad de avance será función en gran medida de la suerte del proceso de cambios estructurales que sigue protagonizando la economía mexicana. La profundidad y duración de la fase recesiva a la que se precipitó en el año 2001 constituirá otro factor gravitante.

En cualquier caso, la integración de México con la UE no logrará alcanzar en un mediano plazo los niveles observados con América del Norte, ni siquiera en el caso de un desplazamiento o sustitución importante de relaciones comerciales a favor de la UE. Al mismo tiempo, hay que reconocer la creciente influencia que tendrán en la región las economías asiáticas -incluida China-, en la forma de mayores flujos de comercio, inversión y, en el futuro, también de financiamiento.

Debe reconocerse asimismo el firme y programado esfuerzo de coordinación de las políticas fiscales y monetarias que tuvo lugar en la UE para conseguir que los diferentes países miembros avanzaran hacia un desempeño macroeconómico convergente, condición *sine qua non* para proceder a la unificación monetaria. Al respecto, la integración económica de México con América del Norte configura un proceso incierto, que dista de completarse, en marcado contraste con la experiencia de la UE, la cual se conformó, en primera instancia, como una unión aduanera. Un objetivo similar parece inviable en el corto plazo entre los países miembros del TLCAN. Además, hay que señalar la movilidad laboral imperante dentro de la UE, fenómeno que en el caso de América del Norte suscita la fuerte oposición de Estados Unidos.

Otra lección fundamental de la experiencia europea es el reconocimiento de las disparidades económicas entre los países de la región y de la necesidad de que las iniciativas de integración regional o de unificación monetaria vayan acompañadas de fondos especiales y políticas específicas de compensación a favor de las áreas menos desarrolladas. En el caso del TLCAN, la disponibilidad de fondos de contingencia para apoyar iniciativas de profundización de la integración económica sub-regional reviste importancia determinante, a la luz de los preocupantes niveles de desigualdad y de pobreza en México. De otro lado, los choques macroeconómicos externos –como en el caso del mercado del petróleo- pueden suscitar efectos de magnitud y signo muy diferente en Estados Unidos y Canadá vis-à-vis México.

Epílogo. El euro y las economías latinoamericanas al inicio de los años 2000.

Hubert Escaith³¹

La posibilidad de observar y analizar una experiencia original en macroeconomía es una oportunidad poco común. Más aún cuando este experimento involucra a un conjunto amplio de países, varios de ellos de industrialización y desarrollo económico más antiguos del planeta. Por sí solo, lo ocurrido en enero de 1999 –cuando los tipos de cambios de 11 países europeos fueron irremediablemente congelados y la política monetaria de la zona así conformada quedó coordinada por el banco central europeo– trasciende el espacio meramente europeo para adquirir una dimensión global. Este evento transformó el espacio europeo en un laboratorio, en una experiencia cuya relevancia –como mencionan Suescún o de Gortari y Moreno– es comparable al nacimiento–a final de la segunda guerra mundial– del sistema cambiario de paridad fija y de patrón dólar de Bretton-Woods o a su caída en 1971.

Laboratorio de la política monetaria común y de la coordinación de la política macroeconómica, y también avance simbólico y político hacia una integración regional profunda, la aventura del euro tampoco podía dejar indiferente a la comunidad de los economistas latinoamericanos.³²

³¹ CEPAL, Santiago.

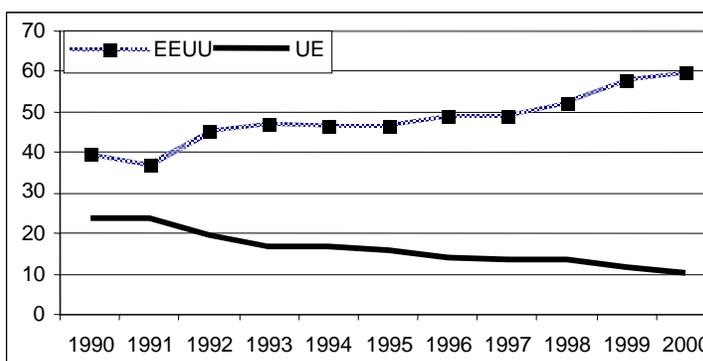
³² Véase, por ejemplo, el número especial de la revista CAPITULOS del Sistema Económico Latinoamericano (SELA, 1998).

El antiguo sueño de integración regional en América Latina y el Caribe ha conocido un nuevo vigor en los años 1990, con el surgimiento del regionalismo abierto en torno a proyectos subregionales de integración que, sin excepción, adoptaron formalmente algún compromiso hacia la convergencia y la coordinación de las políticas macroeconómicas.³³

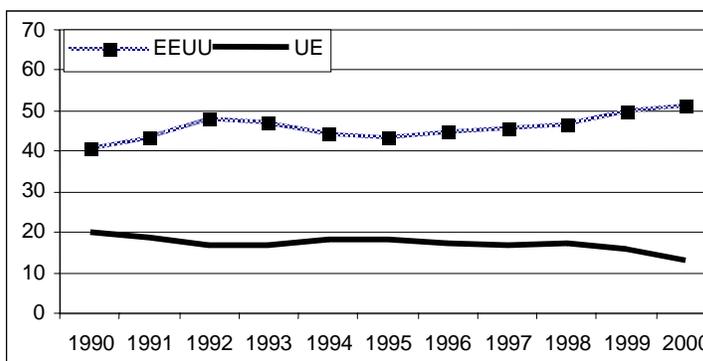
1. Comercio entre América Latina y Europa

La referencia obligada del punto de partida de toda discusión en torno a esta temática son las relaciones comerciales entre América Latina y el Caribe y Europa. En la perspectiva particular del estudio que presentamos, que abarcan implícitamente el surgimiento del euro como moneda internacional y las implicaciones que esto podría tener para una región anclada –como lo muestran Luis Miotti, Dominique Plihon y Carlos Quenan– en la zona dólar, estas relaciones deben analizarse en relación a los intercambios de América Latina con los Estados Unidos.

Gráfico 17
DISTRIBUCIÓN GEOGRÁFICA DEL COMERCIO DE AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE, 1990-2000
A. EXPORTACIONES DESDE LA REGIÓN, PORCENTAJE DEL TOTAL



B. IMPORTACIONES DE LA REGIÓN, PORCENTAJE DEL TOTAL



Fuente: CEPAL, Panorama de la inserción internacional de América Latina y el Caribe, 2000-2001.

Es cierto, como lo subrayan Alonso de Gortari y Juan Carlos Moreno en sus comentarios desde la perspectiva mexicana, que la expansión del comercio europeo durante el período considerado ha sido principalmente dentro del bloque europeo. México, luego de la puesta en marcha del tratado de libre comercio con Canadá y Estados Unidos (TLCAN) a inicio de 1994 y la

³³ Véase el capítulo V “Coordinación macroeconómica en los esquemas de integración subregionales” en CEPAL (2002 a)

devaluación del peso doce meses después, se ha convertido en el principal exportador e importador de la región. En 2001, las exportaciones mexicanas representaban 44% del total latinoamericano, y las importaciones 45%. A título de comparación, el comercio de Brasil –importación y exportación– contribuye sólo el 17% del total regional y Argentina, tercer país en importancia, el 8%.

Aún excluyendo a México, debido a su asociación al TLCAN y la intensidad de sus relaciones con Estados Unidos en el marco específico de la industria “maquiladora”, las relaciones comerciales con Europa han perdido importancia en los últimos años. En 1990, Estados Unidos y Europa tenían un peso parecido en la cartera de importación y exportación de América Latina y el Caribe. La región destinaba en este mismo año 31% de sus exportaciones a Estados Unidos, y 27% a Europa. En cuanto a sus importaciones, los porcentajes respectivos eran de 28% y 21%. Diez años después, Estados Unidos ha mantenido su importancia como socio comercial (32% y 27% de las exportaciones e importaciones latinoamericanas, excluyendo México), pero la participación de Europa ha regresado a 17% y 18%, respectivamente. Aún excluyendo México, los hidrocarburos pesan mucho en este total de importaciones de Estados Unidos desde la región, sin embargo, sus compras de productos industrializados –especialmente los difusores de progreso técnico– son mucho más importantes que las europeas (véase cuadro 27).

Este énfasis sobre la importancia para Europa de ampliar sus enlaces comerciales en cantidad y calidad con la región, si se quiere fortalecer el papel del euro en América Latina, está presente en los comentarios de Orlando Martínez desde Centroamérica y de Renato Baumann desde Brasil. Este último menciona varios obstáculos que dificultan la expansión del mercado, entre otros los mayores costos relativos con relación a los países de Europa Central o Europa del Este, candidatos a la integración en la Unión. A esta lista se podrían agregar los países de la cuenca mediterránea que se benefician con diversos acuerdos comerciales con la Unión Europea. Este proceso de acercamiento de los países mediterráneos se fortaleció a partir de la conferencia “Euromed” de Barcelona en 1995, que preve, entre otro, la creación progresiva de una zona euro-mediterránea de libre comercio al horizonte 2010.

Daniel Heymann da una pista en sus comentarios desde Argentina, indicando una vía posible por la cual los lazos comerciales se podrían fortalecer. Se trata de las inversiones extranjeras directas (IED) realizadas en la región por las empresas europeas, y de sus implicaciones sobre el comercio trasatlántico. En la segunda mitad de los años noventa, América Latina pasó a ser el principal destino de las inversiones europeas entre los mercados emergentes y, el segundo objetivo después de América del Norte.³⁴ Estas inversiones han privilegiado a las economías del MERCOSUR y a Chile (el MERCOSUR ha recibido el 68% de las inversiones europeas en el período 1992-2000 y Chile 7.4%. En comparación, México recibió solamente el 8.3%).³⁵ La mitad de estas inversiones han provenido de España.

Gracias a los flujos de inversión directa, las empresas europeas se han situado entre las más importantes empresas transnacionales con presencia en la región. Asimismo, se incrementaron las relaciones intrafirma, tanto a nivel regional como con las casas matrices en Europa. Como lo muestra un estudio del CEPII (1998) realizado a nivel internacional sobre el período 1984-1994, la IED crea comercio: un franco de inversión de Francia creó un flujo bilateral de 2.3 francos de exportación de bienes y 1.9 de importación. La IED con origen estadounidense, según este estudio,

³⁴ Véase el capítulo III sobre la Unión Europea: inversiones y estrategias empresariales en América Latina y el Caribe, CEPAL (2002 b)

³⁵ Los altos niveles de contenido nacional establecido en el TLCAN han posiblemente desanimado una llegada más masiva de capital europeo (CEPAL 2002 b)

crea aún más comercio (2.6 y 2.3, respectivamente). Estas cifras obtenidas con solamente el comercio de bienes aumentan si se incorporan los flujos de servicios no factoriales.³⁶

El impacto favorable se hizo sentir también a nivel cualitativo, ya que las exportaciones correspondientes tuvieron un contenido tecnológico más importante (CEPAL 2002 b). Es entonces de esperar que estos flujos comerciales intrafirme vayan a desarrollarse más en el futuro y así abrir el camino a una intensificación de las relaciones comerciales.

La negociación y firma de tratados de libre comercio entre la Unión Europea y países o regiones de América Latina es otro proceso impulsor del desarrollo futuro de las relaciones comerciales. El tratado entre México y la Unión se firmó en 2000, y otro se acordó con Chile en 2002. Siguen en curso otros procesos de negociación, en particular con el Mercosur.

2. Paridad cambiaria y volatilidad

Directamente vinculada con el tema de los lazos comerciales entre las dos regiones, aparece como preocupación de los autores la cuestión del tipo de cambio euro/dólar, y de su volatilidad. El surgimiento del euro como moneda internacional plantea una incertidumbre adicional para los países de América Latina, economías en general pequeñas y abiertas, incertidumbre que se agrega a los otros *shocks* externos que suele enfrentar la región (*shocks* de términos del intercambio o volatilidad financiera).

La discusión sobre los riesgos y oportunidades potenciales vinculados a bruscos cambios de paridad euro/dólar van más allá del análisis de la competitividad relativa y de su impacto en la balanza de pagos, ya que, como lo demuestran empíricamente Miotti, Plihon y Quenan (MPQ), América Latina y el Caribe pertenecen a la zona dólar y esta moneda sirve de unidad de cuenta implícita o explícita y de anclaje monetario para las economías nacionales. Rodrigo Suescún en sus comentarios desde la Comunidad Andina de Naciones subraya que la conclusión de un tratado de libre comercio hemisférico junto con Estados Unidos (prevista para 2005) aumentaría la influencia del dólar en la región.

En el ámbito comercial, en caso que el euro logre adquirir un rol relevante como moneda de facturación en el comercio entre América Latina y Europa, el riesgo cambiario tendrán que asumirlo los Latinoamericanos (a diferencia de la situación presente donde –como parece indicar la información cualitativa disponible– el grueso de las transacciones comerciales entre Europa y América Latina se realizan en dólares). Si bien existe la posibilidad de cubrir los riesgos cambiarios de corto plazo, los costos de transacción asociados a las operaciones de cobertura no son irrelevantes (especialmente para los exportadores ocasionales, pequeños y medianos).

La situación es más compleja para los contratos de largo plazo, típicos de operaciones financieras. En esta situación, las variaciones de tipo de cambio no sólo inducen fluctuaciones en la valoración de los flujos, pero inciden también en la valoración de los acervos (*stocks*) de deuda. El impacto potencial de estas fluctuaciones en la valoración de los *stocks* es más importante que en el caso de los flujos comerciales para varios países de la región, en particular las economías grandes o medianas, donde las relaciones financieras con el resto del mundo suelen ser más importante en comparación con las relaciones comerciales. Para dar una idea de las proporciones respectivas, cabe recordar que el valor del *stock* de deuda externa representaba el 178% de las exportaciones de

³⁶ Algo que no menciona el CEPIL, pero que es fundamental desde la perspectiva de la economía emergente receptora de la IED, es que esta dinámica no es sostenible en el largo plazo: la IED genera un saldo comercial deficitario y una repatriación de utilidades, que ensanchan doblemente el déficit corriente del país receptor. Por lo tanto, es imprescindible que las economías desarrolladas emisoras de IED – Estados Unidos y Europa en particular– abren sus mercados a las exportaciones tradicionales (en particular agrícolas, agroindustriales y textiles) de las economías emergentes para compensar el flujo negativo de divisas.

bienes y servicios para el conjunto de América Latina y el Caribe en 2001. Esta relación alcanzaba un valor extremo de 700 en el caso de Nicaragua, y se ubicaba en valores altos para países como Argentina (453), Brasil (335) y Perú (320).

Protegerse del impacto de las fluctuaciones cambiarias sobre la valoración del *stock* de la deuda y de su servicio es una operación de cobertura mucho más compleja en estas circunstancias. Los instrumentos tradicionales para anular la exposición al riesgo de tipo de cambio, como las operaciones de “*swap*”, tienen un costo financiero de intermediación no desdeñable. Los países endeudados que diversifican su stock de deuda hacia el euro pueden también aliviar el impacto macroeconómico de las fluctuaciones de la paridad euro/dólar diversificando sus exportaciones hacia esta zona. Como lo ilustran Laurent et alii (2002), protegerse de la mayor volatilidad inducida por la diversificación de las monedas de endeudamiento implica, para una economía emergente, utilizar dos instrumentos: la diversificación geográfica de su comercio y la flexibilidad de su régimen cambiario. Viceversa, la diversificación del endeudamiento permite compensar los riesgos comerciales.³⁷

En la primera parte del presente documento, MPQ sostienen que el surgimiento del euro como moneda internacional en competencia con el dólar será acompañado de una mayor volatilidad de las paridades cruzadas. A primera vista, la evolución reciente de los mercados cambiarios entre el euro y el dólar parece darle la razón. El tipo de cambio de cambio del euro, en relación con el dólar, pasó de un mínimo de 0.88 al momento de su lanzamiento en enero de 1999, a un máximo 1.19 en octubre 2000, o sea una amplitud máximo de 35%. Desde su máximo hasta fines del primer semestre 2002, el tipo de cambio ha bajado 15%. La tasa de variación mensual promedio registrada sobre el período enero 1999 – junio 2002 llega a 8%, una cifra considerable.

Sin embargo, no se puede afirmar que esta volatilidad se debe al surgimiento del euro como divisa internacional y moneda de reserva en competencia con el dólar. Como se puede observar en el gráfico 18, el yen ha conocido una evolución muy similar, pese a las diferencias de naturaleza de su moneda (que no pretende a un papel internacional, como lo recuerdan MPQ) y de los fundamentos económicos entre Europa y Japón.³⁸ Durante el período de referencia, el yen se cotizó entre 102.7 y 133.5, o sea una amplitud de 30% (26.5% en relación con la cotización promedio). El coeficiente de variación mensual de su cotización en relación al dólar fue apenas inferior (7%) a la registrada en el caso de la paridad euro/dólar.

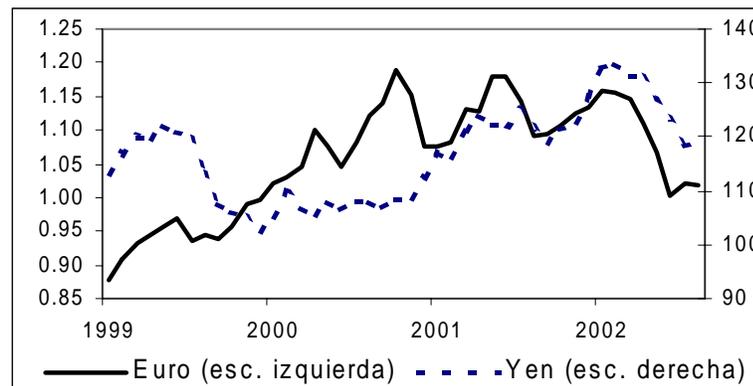
Tampoco se puede atribuir por completo la orientación de los mercados cambiarios en el primer semestre de 2002 a las políticas monetarias respectivas. Si bien es cierto que el Banco Central Europeo ha mantenido una tasa de interés mayor a la tasa americana, no es así en el caso de Japón.

Así, las variaciones registradas provienen más probablemente de un cambio de percepción de los inversionistas sobre los fundamentos y las perspectivas de la economía estadounidense, que de los eventuales arbitrajes especulativos entre la vieja moneda internacional de reserva y su “challenger” europeo.

³⁷ Para las economías latinoamericanas que exportan a Europa, una merma del valor del euro en relación al dólar es un *shock* negativo para los intercambios comerciales, que se compensa en la cuenta corriente en medida que estas economías tienen deudas (y pago de intereses) denominadas en euro.

³⁸ Artus (2002), analizando la brecha de productividad entre Europa y Estados Unidos y su evolución, sugiere incluso que los fundamentos reales e institucionales favorecen al dólar en una perspectiva de mediano plazo.

Gráfico 18
TIPO DE CAMBIO DEL EURO Y DEL YEN EN RELACIÓN AL DÓLAR,
ENERO 1999-AGOSTO 2002



Fuente: Fondo Monetario Internacional

El dólar se debilita en el segundo trimestre de 2002, en un panorama de dificultades en los mercados financieros norteamericanos, alto déficit externo de los Estados Unidos y deterioro de sus finanzas públicas. En este contexto, un financiero mundialmente conocido por sus operaciones especulativas en los mercados de divisas –se le acredita la caída de la libra inglesa en 1992– predice que el dólar podría perder un tercio de su valor en pocos años. Esta perspectiva no ha sido bien recibida en Europa y las bolsas europeas de valores perdieron aun más terreno que los mercados estadounidenses en los primeros ocho meses de 2002 (-23% para “Eurolandia”, -20% para Estados Unidos, en término de dólares). El alza paralela del yen japonés ha preocupado también a las autoridades niponas que intervinieron para frenar su proceso de revalorización.

3. Emisión de bonos en euros y estructura de tasas de interés

La tesis principal del documento de MPQ es que, en el mediano plazo, el euro tiene más potencial de desarrollo en la esfera financiera. Desde su lanzamiento, la zona euro ha logrado una reorganización de los mercados de obligaciones, ganado la profundidad y la liquidez necesaria para promover su moneda como una moneda de emisión, a la par del dólar. Esto no sólo en los mercados europeos, sino también en los demás mercados mundiales, en particular los mercados emergentes de títulos soberanos. En esta última área, el mercado en euro ha conocido un rápido desarrollo desde el lanzamiento de esta moneda en 1999, a tal punto que las emisiones correspondientes igualaron las realizadas en dólares en 2000.

Dos fenómenos explican este auge entre 1999 y 2000. El primero tiene que ver con la creación de un mercado en euros llegando a una profundidad suficiente para ofrecer la liquidez necesaria para las emisiones emergentes. Segundo, el diferencial de tasa de interés con las emisiones comparables en dólares favoreció a los emisores en euros durante el año 1999, para luego disminuir gradualmente y anularse en 2001.

Si bien el primer factor era una condición necesaria, el segundo parece haber sido la causa determinante. La proporción de emisiones de papeles emergentes en euros se comportó de manera paralela al diferencial de tasa de interés y empezó a disminuir a partir del año 2000. En América Latina, las colocaciones en euros culminaron en el 2000 con un valor de 11 000 millones de dólares (27% del total emitido) y se redujeron a 6 800 millones en 2001 (19% del total) y sólo 720 millones en el primero semestre del 2002 (6% del total emitido durante este período). Esta cifra para el 2002 corresponde a dos emisiones, una por parte del gobierno de Brasil (500 millones de euros, a 11.5% de interés y 7 años plazo) y por el gobierno de Chile (300 millones, 5.1% de interés y 3 años

de plazo). Sin embargo, cabe señalar que sería muy prematuro extrapolar tendencias en base a lo que está ocurriendo en este primer semestre del 2002, ya que son volúmenes muy reducidos.

Aún en su período de auge como moneda de emisión, el euro no desempeñó el papel de una verdadera moneda de endeudamiento. Se estima que una buena parte de las emisiones de obligaciones emergentes en euros fueron objeto de un “swap” ulterior. Esta reticencia de acumular deudas en euros, y la evolución de las emisiones a partir del 2000 muestran entonces que, fuera de la zona euro, en el resto del mundo en desarrollo –y particularmente en América Latina– el euro no ha logrado todavía desplazar al dólar como moneda de emisión.

El dólar queda también como la moneda principal de facturación y de pago en las operaciones de comercio exterior, como lo recuerda Baumann en su comentario.

4. Debate en torno a las políticas monetarias y cambiarias

El euro entró oficialmente como actor en la escena monetaria de América Latina y el Caribe a mediados del año 2001, cuando el gobierno argentino anunció una modificación del régimen cambiario. En las operaciones comerciales, el valor del peso argentino, anteriormente anclado solamente al dólar, equivaldría a una canasta dólar-euro. Cuando el euro llegara a la paridad con el dólar (algo que se hizo realidad un año después del anuncio de esta medida), la nueva canasta se aplicaría al conjunto de las operaciones. Esta medida, cuya intención era aumentar el tipo de cambio comercial del peso argentino (alrededor del 7%) sin afectar las características centrales del sistema de convertibilidad, causó una mayor incertidumbre sobre el futuro del régimen monetario argentino que contribuyó al derrumbe del sistema de convertibilidad en enero de 2002.

No obstante este adverso desenlace, se debe reconocer que el surgimiento del euro, y los pasos institucionales y legales que permitieron su nacimiento en Europa, han marcado profundamente el debate latinoamericano en torno a la integración regional y los regímenes cambiarios óptimos en la región.³⁹

La evidencia empírica en la región muestra que, por sí sola, una similitud de objetivos e instrumentos de política macroeconómica no es suficiente para asegurar una relativa estabilidad cambiaria entre los integrantes de un esquema de integración regional. Como lo hace notar la CEPAL (2002 c), la sucesión de devaluaciones entre 2001 y 2002 ha resultado en un juego de suma casi nula para los países de la región. Mientras el tipo de cambio bilateral real en relación al dólar aumentaba (devaluaba) 12% en promedio de los países de la región, el tipo de cambio efectivo real –que mide la competitividad en relación al conjunto de los socios comerciales– sólo lo hacía en un magro 1.6%.

Este resultado aparentemente paradójico se debe a la intensidad del comercio intraregional en América Latina y el Caribe, que hace que cualquier variación cambiaria en una economía latinoamericana –especialmente las de mayor tamaño económico– tiene repercusiones opuestas en la cotización efectiva de la moneda de sus socios regionales. Una devaluación reduce entonces la competitividad de los socios regionales y puede obligar al país afectado a devaluar o aplicar políticas macroeconómicas restrictivas, si la variación es importante y afecta sus equilibrios externos.

Por lo tanto, las fluctuaciones descontroladas de paridad cambiaria se transforman en un obstáculo a la profundización de la integración regional (o una amenaza a su perennidad, como ha sido el caso de la crisis del MERCOSUR en 2001-2002). Al contrario, como lo definen las teorías endógenas de las zonas monetarias óptimas, la unión monetaria refuerza los enlaces comerciales y la coincidencia de los ciclos reales. El interés para apoyar y profundizar la integración latinoamericana con una mayor coordinación

³⁹ Véase Escaith, Studart y Ghymers (2002) para un análisis de los regímenes cambiarios desde una perspectiva regional.

de las políticas macroeconómicas nacionales, en particular las cambiarias, ha pasado entonces del ámbito meramente académico para ser apropiada por los gobernantes y hacedores de la política económica en la región como una alternativa concreta de política.

Como lo menciona Alicia García Herrero en sus comentarios, el debate en torno a la dolarización en América Latina va más allá de las estrategias de salida de crisis. Pese al anclaje de facto de la región en la zona dólar que documentan MPQ, y salvo una solución extrema de dolarización completa, descartable e improbable por toda una serie de razones tanto técnica (v.g., gran inconsistencia con los criterios establecidos de zona monetaria óptima) como institucionales o políticas, el nacimiento del euro ha reactivado el interés por desarrollar zonas de convergencia monetaria en América Latina.⁴⁰ Es el caso en los esquemas de integración regional latinoamericanos que se mencionan en este documento, es también una realidad en el Caribe, donde los jefes de gobierno impulsaron formalmente desde 1992 la creación de un área económica única en la CARICOM, con el objetivo de avanzar hacia la unión monetaria.⁴¹

Un año y medio después que MPQ hayan presentado la primera versión de su estudio sobre las implicaciones del euro, en el XIV Seminario Regional de Política Fiscal realizado en la CEPAL en enero de 2001, parece confirmarse entonces una de sus conclusiones, pronosticando que el surgimiento del euro como moneda internacional será un proceso largo, y marcado por una alta volatilidad de su tipo de cambio bilateral con la divisa norteamericana. Como lo señalan también varios comentaristas, la promoción del papel del euro en América Latina y el Caribe pasa por una profundización de las relaciones comerciales con Europa, una corriente que debería verse fortalecida por las inversiones europeas en la región y la negociación de acuerdos comerciales con la Unión Europea, al ejemplo de los acuerdos logrados con México y Chile. No obstante, hoy en día el euro ejerce una función financiera en América Latina importante y su ejemplo, como símbolo monetario de un proyecto de integración regional, ha tenido, y seguirá teniendo, una gran influencia sobre la región.

⁴⁰ Verdaderas uniones monetarias al estilo europeo están, todavía, un objetivo lejano para muchas de las agrupaciones regionales.

⁴¹ CEPAL (2002a) en su capítulo V presenta una reseña de las iniciativas sub-regionales en América Latina y el Caribe para reforzar la coordinación de las políticas macroeconómicas.

Cuadro 27

COMPOSICIÓN DEL COMERCIO REGIONAL SEGÚN ORIGEN Y CATEGORÍAS, 2000

AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE a: COMPOSICIÓN DE LAS EXPORTACIONES DE BIENES SEGÚN DESTINO Y CATEGORÍAS, 2000
(En miles de dólares y porcentajes)

	Región		Estados Unidos		Japón		Unión Europea		Asia		Otros		Mundo	
	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%
Bienes primarios	10,753,426	21.3	25,539,896	45.5	3,461,381	52.3	10,587,030	36.1	3,698,602	35.5	7,916,060	34.7	61,956,395	35.3
Agrícolas	3,717,566	7.4	6,053,200	10.8	1,655,664	25.0	6,959,886	23.7	1,735,695	16.7	3,212,315	14.1	23,334,324	13.3
Mineros	778,282	1.5	367,332	0.7	1,768,547	26.7	1,908,059	6.5	1,491,433	14.3	1,802,792	7.9	8,116,444	4.6
Energéticos	6,257,579	12.4	19,119,364	34.0	37,171	0.6	1,719,085	5.9	471,474	4.5	2,900,953	12.7	30,505,627	17.4
Bienes industrializados	39,361,549	78.1	30,549,890	54.4	3,144,864	47.5	18,641,112	63.6	6,713,424	64.4	13,321,584	58.3	111,732,424	63.6
Tradicionales	11,802,711	23.4	8,159,157	14.5	1,104,360	16.7	8,188,339	27.9	2,646,163	25.4	4,990,550	21.8	36,891,279	21.0
Alimentos, bebidas y tabaco	5,219,184	10.4	1,864,401	3.3	666,859	10.1	5,767,108	19.7	1,756,748	16.9	4,111,277	18.0	19,385,576	11.0
Otros tradicionales	6,583,527	13.1	6,294,756	11.2	437,501	6.6	2,421,231	8.3	889,415	8.5	879,273	3.8	17,505,703	10.0
Con elevadas economías de escala	15,701,149	31.2	14,612,687	26.0	1,701,178	25.7	6,827,042	23.3	3,484,248	33.4	6,710,773	29.4	49,037,076	27.9
Duraderos	5,680,354	11.3	1,317,530	2.3	8,566	0.1	796,187	2.7	56,637	0.5	369,460	1.6	8,228,733	4.7
Difusores de progreso técnico	6,177,335	12.3	6,460,517	11.5	330,760	5.0	2,829,545	9.7	526,377	5.1	1,250,802	5.5	17,575,335	10.0
Otros bienes	254,497	0.5	87,389	0.2	10,422	0.2	79,184	0.3	8,734	0.1	1,608,059	7.0	2,048,285	1.2
-Distribución regional del total	50,369,472	100.0	56,177,175	100.0	6,616,668	100.0	29,307,326	100.0	10,420,760	100.0	22,845,703	100.0	175,737,104	100.0

AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE a: COMPOSICIÓN DE LAS IMPORTACIONES DE BIENES SEGÚN ORIGEN Y CATEGORÍAS, 2000
(en miles de dólares y porcentajes)

	Región		Estados Unidos		Japón		Unión Europea		Asia		Otros		Mundo	
	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%
Bienes primarios	11,671,344	22.7	2,279,545	4.9	44,672	0.6	673,990	2.1	853,147	5.5	4,921,511	24.8	20,444,209	11.9
Agrícolas	3,889,154	7.6	1,840,646	4.0	6,225	0.1	460,998	1.5	343,958	2.2	1,195,583	6.0	7,736,564	4.5
Mineros	685,649	1.3	110,479	0.2	3,878	0.0	70,631	0.2	41,997	0.3	233,536	1.2	1,146,169	0.7
Energéticos	7,096,541	13.8	328,421	0.7	34,569	0.4	142,360	0.5	467,193	3.0	3,492,392	17.6	11,561,476	6.7
Bienes industrializados	39,364,166	76.6	43,865,038	95.0	7,652,156	97.8	30,806,691	97.6	14,559,759	94.4	14,713,862	74.0	150,961,673	87.6
Tradicionales	11,797,102	23.0	6,720,953	14.6	386,246	4.9	5,005,014	15.9	4,507,664	29.2	1,592,726	8.0	30,009,704	17.4
Alimentos, bebidas y tabaco	5,013,241	9.8	1,433,128	3.1	6,078	0.1	1,203,678	3.8	386,438	2.5	343,415	1.7	8,385,978	4.9
Otros tradicionales	6,783,861	13.2	5,287,825	11.5	380,169	4.9	3,801,336	12.0	4,121,225	26.7	1,249,311	6.3	21,623,726	12.6
Con elevadas economías de escala	15,055,245	29.3	11,261,935	24.4	1,039,151	13.3	7,610,671	24.1	2,199,634	14.3	8,091,644	40.7	45,258,280	26.3
Duraderos	5,278,657	10.3	3,120,759	6.8	2,601,468	33.3	2,802,565	8.9	2,141,415	13.9	948,279	4.8	16,893,143	9.8
Difusores de progreso técnico	7,233,162	14.1	22,761,393	49.3	3,625,290	46.3	15,388,441	48.7	5,711,047	37.0	4,081,213	20.5	58,800,545	34.1
Otros bienes	340,788	0.7	26,968	0.1	126,337	1.6	89,242	0.3	3,909	0.0	249,292	1.3	836,537	0.5
Total	51,376,298	100.0	46,171,552	100.0	7,823,165	100.0	31,569,923	100.0	15,416,815	100.0	19,884,666	100.0	172,242,419	100.0
-Distribución regional del total		29.8		26.8		4.5		18.3		9.0		11.5		100.0

Fuente: CEPAL, Panorama de la inserción internacional de América Latina y el Caribe, 2000-2001.

a) Comprende 32 países (excluido México)

Bibliografía

- Aglietta M. y M. Deusy-Fournier (1994), "Internationalisation des monnaies et organisation du système monétaire", *Economie Internationale*, n° 59, Paris.
- Aglietta M., C. Baulant y V. Coudert (1997), "Pourquoi l'euro sera fort, une approche par le taux de change d'équilibre", Nota, Banque de France, Paris.
- Alesina A. y R. Barro (2000), "Currency Unions", *Working Paper 7927*, NBER, septiembre.
- Alogoskoufis G. y R. Portes (1997) "The Euro, the Dollar, and the International Monetary System" , in P. Masson, T. Krueger and B. Turtelboom, eds., *EMU and the International Monetary System*, International Monetary Fund, Washington DC.
- Artus P. (1999), "Dollar/euro/yen: rôles respectifs, parités d'équilibre", *Etude n° 99-13*, CDC, Paris, septembre.
- Artus P. (2000a), "L'euro, seconde monnaie de réserve internationale et le dollar, seule monnaie de transaction", *Document de travail n° 2000-39*, CDC, Paris, mayo.
- Artus P. (2000b), "Le rôle international de l'euro ne va pas en grandissant", *Flash n° 2000-191*, CDC, Paris, octobre.
- Artus P. (2001), "Pour sauver l'euro, il faut une zone monétaire plus large", *Flash n° 201-136*, CDC, Paris, julio.
- Artus P. (2002), "Pourquoi l'absence de gains de productivité en Europe?", *Flash n° 212-136*, CDC, Paris, septembre.
- Bank of England (2001), "Practical Issues Arising from the Euro", june
- Bank For International Settlements (BIS) (2001c), *Press Release*; Basel, julio

- Bank for International Settlements (BIS) (2001b), *1st Quarterly Report*; Basel, julio.
- Bank for International Settlements (BIS) (2001a), *71th Annual Report*; Basel, junio.
- Bank for International Settlements (BIS) (2000), *70th Annual Report*; Basel, junio.
- Bank For International Settlements (BIS) (1998), *Monthly Report*; Basel, agosto.
- Banque Centrale Européenne (BCE) (2000), “La zone euro un an après l’introduction de l’euro: principales caractéristiques et modification de la structure financière”, Frankfurt, enero.
- (BCE) (1999), “Le rôle international de l’euro”, *Bulletin Mensuel*, Frankfurt, agosto.
- Baumann R. y M. Abreu (2000), “O Euro e o Brasil”, en da Motta Veiga P. (organizador), *O Brasil e os desafios da globalização*, Sobeet/Relume–Dumará, Rio de Janeiro.
- Bekx, P. (1998): “The Implications of the Introduction of the Euro for non-EU Countries”, *Euro Papers*, número 26, European Commission, julio.
- Benassy–Quere A. y B. Mojon (1998), “EMU and transatlantic exchange rate stability”, *Document de travail*, n° 98 – 02, CEPII, Paris.
- Benassy–Quere A., B. Mojon y A–D. Schor (1998), “The international role of the euro”, *Document de travail*, n° 98 – 03, CEPII, Paris.
- Benassy–Quere A. y A. Lahreche–Revil (1999), “L’Euro comme monnaie de référence à l’est et au sud de l’Union européenne”, *Revue Economique* n° 50 – 2. Paris.
- (1998), “Pegging the CEEC’s currencies to the euro”, *Document de travail*, n° 98 – 04, CEPII, Paris.
- Benassy–Quere A., L. Fontagne y A. Lahreche–Revil (1999), “Exchange–rate strategies in the competition for attracting FDI”, CEPII Working Paper, n° 99 – 16, CEPII, Paris.
- Benassy–Quere, A. y B. Cœure (2000), “Big and Small Currencies: The Regional Connection”, *Document de travail*, n° 10, CEPII, Paris.
- Bergsten F. (1997), “The impact of the euro on exchange rates and international policy co–operation”, en Masson P. R., Krueger T. H., Turtelboom B.G. (eds), *EMU and the International Monetary System*, IMF, Washington.
- Boone, L. y M. Maurel (1999): “L’ancrage de l’Europe centrale et orientale à l’Union européenne”. *Revue Economique*, vol. 50, n° 6. Paris, noviembre.
- Borrowski D. y C. Couharde (1998), “Parité euro/dollar et ajustements macro–économiques: que révèle une analyse en termes de taux de change d’équilibre?”, *Revue d’Economie Financière*, n° 49, Paris.
- Bourguinat H. (1987), *Les vertiges de la finance internationale*, Economica, Paris.
- Bourguinat H. (1985), “La concurrence des monnaies véhiculaires: vers le polycentrisme monétaire?” en *Croissance, échange et monnaie en économie internationale, Mélanges en l’honneur de J. Weiller*, Economica, Paris.
- Boyer R. (1998), “An essay on the political and institutional deficits of the euro”, miméo, Cepremap, Paris, Agosto.
- Canals J. (1999), “Les effets de l’euro sur les banques et les marchés financiers”, presentado al Encuentro Anual de la Junta de Gobernadores, Paris, marzo.
- Cohen B. (2000), “EMU and the Developing Countries”. *Working Papers* N° 177; ONU World Institute for Development Economics Research (ONU/WIDER), marzo.
- CEPAL (2002a) Panorama de la inserción internacional de América Latina y el Caribe 2000-2001, LC/G.2149-P, marzo.
- CEPAL (2002b) La inversión extranjera en América Latina y el Caribe, 2001.LC/G.2178-P, mayo.
- CEPAL (2002c) Situación y perspectivas 2002, LC/G.2184-P, agosto.

- CEPAL (2001), “La inversión extranjera en América Latina y el Caribe”, Santiago de Chile.
- CEPII (1998) “Compétitivité des nations” Ed. Economica, Paris.
- Claessens S. (1992), “The Optimal Currency Composition of External Debt: Theory and Applications to Mexico and Brazil”, *The World Bank Economic Review*, VI-3.
- Creel J. y H. Sterdiniak (1998), “A propos de la volatilité de l’euro”, *Revue de l’OFCE*, Paris, abril.
- De Boisseau, Ch. (2000), “L’euro et le rééquilibrage du système monétaire et financier international”, en *Rapport Moral sur l’Argent dans le Monde 2000*. Paris, diciembre.
- Dekten C. y P. Hartmann (2000), “The Euro and the International Capital Markets”, *Working Paper* N° 19; European Central Bank, Frankfurt, Abril.
- Dornbusch R. (1999), “The Euro: Implications for Latin America”. Massachusetts Institute of Technology. Documento preparado para el Banco Mundial, marzo.
- Duisenberg W. (2000), “The International role of the euro”, www.ecb.int, noviembre.
- ECLAC-Washington (2001), “Latin American Issuance – Monthly Information”, Doc EWRFI/37/2001, mimeo
- ECLAC-Washington (2001a), “Capital Flows to Latin America – First Quarter 2001”, Doc. LC/WAS/R.12
- ECU Institute (1995), *International Currency Competition and the Future Role of the Single European Currency*, Final report of the working group “European Monetary Union – International Monetary System”, Kluwer Law International, London.
- Eichengreen B. (1998), “The euro as a reserve currency”, *Journal of the Japanese and International Economies*, vol. 12.
- Eichengreen B. y D. J. Mathieson (2000), “The currency composition of foreign exchange reserves: Retrospect and prospect”, *IMF Working Paper*, WP/00/131, Washington.
- Escaith Hubert, Rogerio Studart y Christian Ghymers (2002) “Regional integration and the issue of choosing an appropriate exchange-rate regime in Latin America”, Serie Macroeconomía del desarrollo N° 14, CEPAL, abril.
- Frankel, J.A., S. Schmukler y L. Serven (1999); “Verifiability: a Rationale for the Failure of Intermediate Exchange Rate Regimes”. Documento mimeografiado.
- Galati G. y Tsatsaronis K. (2001), “The impact of the euro on Europe’s financial markets”. *Working Paper* N° 100. Bank for International Settlements, julio.
- García Herrero A. y G. Glockler (2000), “Unilateral Dollarisation versus Regional Monetary Union: Options for Latin America”, Paper prepared for a Strategic Seminar at the CERI, Paris, Noviembre.
- Giambiagi F. (1999), “Mercosul: Por que a unificação monetária faz sentido a longo prazo?”, *Ensaio BNDES*, Rio de Janeiro, Diciembre.
- Hamour, E. (2000): “Initial Implications of the Introduction of the European Common Currency “The Euro” for the Economies of the OIC Countries”, en *Journal of Economic Cooperation*, vol. 21, número 1, pp. 115-140.
- Hartmann, Philipp (1996), “The future of the euro as an international currency: a transactions perspective”, *CEP Research reports 20*, Centre for European Policy Studies, Brussels.
- Hau H., W. Killeen, y M. Moore, “The euro as an international currency: explaining puzzling first evidence from the foreign exchange markets”, *Journal of International Money and Finance*, Vol. 21 N° 3, North Holland, 2002.
- Heymann D. (1999), “Interdependencias y políticas macroeconómicas: reflexiones sobre el Mercosur”, en Campbell J. (ed), *Mercosur entre la realidad y la utopía*, CEI – Grupo Editor Latinoamericano, Buenos Aires.

- IRELA/BID (1997), "European Monetary Union: Recent Progress and Possible Implications for Latin America and the Caribbean", documento presentado al Seminario "Single Currency of the European Union – Euro", Barcelona, marzo
- IRELA (1999), "El euro y América Latina: efecto e implicaciones", *Dossier* N° 70, Madrid, noviembre.
- Kenen P. (1992), "Exchange rates and the international monetary system", *Recherches Economiques de Louvain*, vol. 59, n° 1 – 2
- Krugman P. (1991), "The International Role of the Dollar: Theory and Prospects", in *Currency and Crises*, MIT Press.
- Laurent, Pierre, Nicolas Meunier, Luis Miotti, Carlos Quenan y Véronique Seltz (2002) "Dette externe des pays émergents: comment neutralizer la volatilité des monnaies fortes?" ponencia presentada en el seminario internacional "Hacia Zonas Monetarias Regionales", CEPAL, Santiago Marzo.
- Levy Yeyati, E. y F. Sturzenegger (2000): "Implications of the euro for Latin America's financial and banking systems", *Emerging Markets Review*, 1, pp. 53-81
- (1999a), "The Euro and Latin America: is EMU a blueprint for Mercosur?", *Working Paper*, Universidad Torcuato Di Tella, Buenos Aires.
- (1999b), "Classifying exchange rate regimes: deeds vs words", *Working Paper*, Universidad Torcuato Di Tella, Buenos Aires.
- 1999c), "The Euro and Latin America. Implications of the Euro for Latin America's Financial and Banking Systems", *Working Paper*, Universidad Torcuato Di Tella, Buenos Aires.
- Mc Cauley R. (1997), "The euro and the dollar", *Essays on International Finance*, N° 205, Princeton University, noviembre.
- Plihon D. (1994), "Mouvements de capitaux et instabilité monétaire", *Cahier économiques et monétaires* N° 43, Banque de France, Paris.
- Portes, R. (1999), "The Need for a New Forex Market Survey in April 2000", mimeo, citado en Galati G. y Tsatsaronis K. (2001).
- Portes R. y H. Rey (1998), "The emergence of the euro as an international currency", *Economic Policy*, vol. 5.
- Revue Euro (1999), "Euro: la dimension internationale", N° 46, febrero.
- Santillan J., Bayle M. y Thygesen C. (2000), "The impact of the euro on money and bond markets". *Occasional Papers Series* N° 1. European Central Bank, julio.
- SELA Sistema Económico Latinoamericano (2000), Inversiones extranjeras directas en América Latina y el Caribe, SP / CL / XXVI.O / Di N° 3, Caracas, octubre.
- (1998), "El impacto del euro en América Latina", Capítulos N° 54 (varios autores) Sistema Económico Latinoamericano (SELA), Caracas, julio – septiembre.
- Tavlas G. (1991), "On the international use of currencies: The case of the Deutsche Mark", Princeton University, *Essays on International Finance*, n° 181, marzo.
- Teiletche J. (2001), "La parité euro/dollar durant les décennies 80 et 90: peut-on trouver une spécification raisonnable et à quel horizon?". *Etude*. CDC. Paris.
- Thygesen, Niels (1995), "International currency competition and the future role of the single European currency", *Kluwer Law International*, The Hague.
- Williamson J. (1994), "Estimating Equilibrium Exchange Rates", Institute for International Economics, Washington D. C
- Williamson J. (1983), "The exchange Rate Systems", Institute for International Economics.
- Zahler R. (1999), "The euro and its effect on the economy and the integration of Latin America and the Caribbean", presentado al Encuentro Anual de la Junta de Gobernadores, IDB, Paris, marzo.



Serie

macroeconomía del desarrollo

Números publicados

1. The impact of structural reforms on growth in Latin America and the Caribbean: an empirical estimation, Hubert Escaith and Samuel Morley (LC/L.1446-P), Sales N° E.00.II.G.123 (US\$10.00), 2000. [www](#)
2. Modernización económica y empleo en América Latina. Propuestas para un desarrollo incluyente, Tilman Atenburg, Regine Qualmann y Jürgen Weller (LC/L.1512-P), N° de venta S.01.II.G.55 (US\$ 10.00), 2001. [www](#)
3. Exportaciones de manufacturas de América Latina: ¿Desarme unilateral o integración regional?, José Miguel Benavente, (LC/L.11523-P), N° de venta S.01.II.G.66 (US\$ 10.00), 2001. [www](#)
4. Globalization and Liberalization: The Impact on Developing Countries, Barbara Stallings, (LC/L.1571-P), Sales N° E.01.II.G.114 (US\$ 10.00), 2001. [www](#)
5. Job Creation in Latin America in the 1990s: The Foundation for Social Policy, Barbara Stallings and Jürgen Weller (LC/L.1572-P), Sales N° E.01.II.G.115 (US\$ 10.00), 2001. [www](#)
6. Procesos de exclusión e inclusión laboral: la expansión del empleo en el sector terciario, Jürgen Weller, (LC/L.1649-P), N° de venta S.01.II.G.187 (US\$ 10.00), 2001. [www](#)
7. Tributación ambiental, macroeconomía y medio ambiente en América Latina: aspectos conceptuales y el caso de Brasil, Ronaldo Seroa da Motta, (LC/L.1650-P), N° de venta S.01.II.G.188 (US\$ 10.00), 2001. [www](#)
8. Long Run Economic Development in Latin America in a Comparative Perspective: Proximate and Ultimate Causes, André A. Hofman, (LC/L.1665-P), Sales N° E.01.II.G.199 (US\$ 10.00), 2001. [www](#)
9. Financial Regulation and Supervision in Emerging Markets: The Experience of Latin America since the Tequila Crisis, Barbara Stallings and Rogerio Studart, (LC/L.1670-P), Sales N° E.01.II.G.205 (US\$ 10.00), 2001. [www](#)
10. La problemática de la coordinación de políticas económicas, Christian Ghymers, (LC/L.1674-P), N° de venta S.01.II.G.209 (US\$ 10.00), 2001. [www](#)
11. The Evolution of World Income Inequality: Assessing the Impact of Globalization, Andrés Solimano, (LC/L.1686-P), Sales N° E.01.II.G.124 (US\$ 10.00), 2001. [www](#)
12. ¿Cuán dinámicas son las exportaciones intrarregionales latinoamericanas?, José Miguel Benavente, (LC/L.1669-P), N° de venta S.02.II.G.10 (US\$ 10.00), 2002. [www](#)
13. Euro and the financial relations between Latin America and Europe: medium and long-term implications, Luis Miotti, Dominique Plihon y Carlos Quenan, (LC/L.1716-P), Sales N° E.02.II.G.27 (US\$ 10.00), 2002. [www](#)
14. Regional integration and the issue of choosing an appropriate exchange-rate regime in Latin America, Hubert Escaith, Christian Ghymers and Rogerio Studart (LC/L.1732-P), Sales N° E.02.II.G.86 (US\$ 10.00), 2002. [www](#)
15. Globalizing talent and human capital: implications for developing countries, Andrés Solimano (LC/L.1773-P), Sales N° E.02.II.G.87 (US\$ 10.00), 2002. [www](#)
16. Las políticas del mercado de trabajo y su evaluación en Brasil, Carlos Alberto Ramos (LC/L.1814-P), N° de venta S.02.II.G.128 (US\$ 10.00), 2002. [www](#)
17. Las políticas de mercado de trabajo y sus evaluaciones en Chile, Guillermo García-Huidobro (LC/L.1833-P), N° de venta S.02.II.G.139 (US\$ 10.00), 2002. [www](#)
18. Las políticas de mercado de trabajo en México y su evaluación, Norma Samaniego (LC/L.1834-P), N° de venta S.02.II.G.140 (US\$ 10.00), 2002. [www](#)
19. Las políticas de mercado de trabajo y su evaluación en América Latina, Norma Samaniego (LC/L.1836-P), N° de venta S.02.II.G.142 (US\$ 10.00), 2002. [www](#)
20. Emergencia del euro y sus implicaciones para América Latina y el Caribe, Hubert Escaith y Carlos Quenan (coordinadores) (LC/L.1842-P), N° de venta S.03.II.G.7 (US\$ 10.00), 2003. [www](#)