

DIMENSION INTERNACIONAL DE LA UNION MONETARIA EUROPEA: IMPLICACIONES PARA EL DOLAR

Karen H. Johnson (*)

INTRODUCCION

Los planes para avanzar hacia una unión monetaria europea han atraído la atención de los observadores de los mercados financieros mundiales durante los últimos años. La adopción de una moneda única, el ecu, para la economía europea, ya sea en una fase o en varias, podría significar una divisa para una economía cuyo PIB equivale aproximadamente al 110 por 100 del de los Estados Unidos. Semejante divisa inevitablemente desempeñaría un papel relevante en los mercados financieros mundiales, y en ese sentido sería un rival para el dólar.

Los acontecimientos desde septiembre de 1992 sugieren que la transición a la unión monetaria puede estar marcada, en potencia, por períodos ocasionales de inestabilidad en los mercados de divisas. Durante tales períodos, el nivel y/o la estabilidad del valor de cambio del dólar bien podría verse afectado.

Este documento trata de analizar los distintos elementos del papel internacional del dólar y, hasta donde sea posible, de aportar información cuantitativa sobre el nivel corriente del uso del dólar y cómo puede estar cambiando, incluso en respuesta a la unión monetaria europea. El trabajo tiene en cuenta, sucesivamente: 1) el valor de cambio del dólar —cómo se relaciona con el mecanismo de tipos de cambio y lo que podría implicar con respecto al dólar y a la unión monetaria—; 2) el dólar como activo de reserva, incluyendo las reservas públicas y privadas, y 3) el dólar como divisa vehículo en el comercio de bienes y activos, incluyendo facturación, denominación de activos e instrumentos de pago. Además, se plantea una perspectiva macroeconómica referente al alcance del impacto que tendrá en los Estados Unidos la transición a la unión monetaria europea y las opciones políticas que se espera vayan asociadas a ese proceso. El apartado final aporta un resumen de ideas acerca del dólar y la unión monetaria europea.

EL VALOR DE CAMBIO DEL DOLAR

La tendencia hacia los tipos de cambio flotantes en los primeros años setenta permitió a los tipos de cambio de las diferentes monedas desarrollarse independientemente unas de otras. Por su verdadera naturaleza, sin embargo, un tipo de cambio refleja la evolución económica en dos países, no en uno. Por otra parte, las noticias que tienen impacto en los puntos de vista de los agentes del mercado con respecto a una moneda modifican el atractivo relativo de esa moneda; cuando las carteras del mercado se ajustan a manera de respuesta, los tipos de cambio de esa moneda pueden verse afectados en los términos de otras muchas monedas, como pueden ser los tipos de cambio de las otras monedas entre sí.

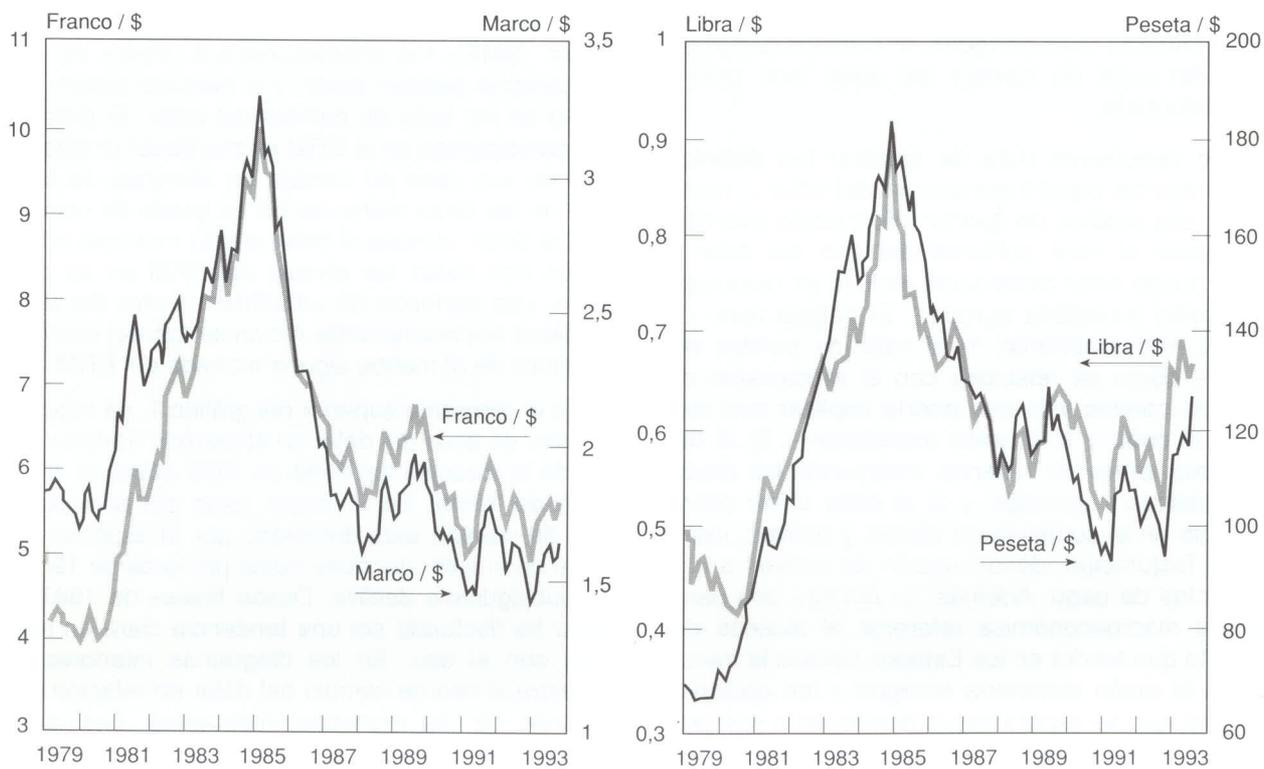
Aunque el dólar no participa en el mecanismo de tipos de cambio (ERM) del Sistema Monetario Europeo (SME), los acontecimientos dentro de ese mecanismo pueden tener, y a menudo tienen, impacto en los tipos de cambio del dólar. El éxito de los participantes en el ERM en mantener la estabilidad de sus tipos de cambio en términos de cada una de las otras monedas da un grado de estabilidad al dólar, aunque el dólar pueda moverse en relación con todas las divisas del ERM en su conjunto. Los períodos de volatilidad dentro del ERM implican necesariamente movimientos del dólar en términos de al menos alguna moneda del ERM.

En el diagrama superior del gráfico 1, se muestra el valor en ecus del dólar en el período transcurrido desde la creación del ERM en 1979 (hasta el 30 de junio de 1993). En la mayor parte del período, el tipo de cambio está dominado por el ascenso general en el valor del dólar hasta primeros de 1985 y su subsiguiente declive. Desde finales de 1987, el dólar ha fluctuado sin una tendencia clara en relación con el ecu. En los diagramas inferiores se muestra el tipo de cambio del dólar en relación con algunas de las monedas integrantes. Los movimientos del dólar en relación con el marco alemán tienden a ser paralelos a los registrados para con

GRAFICO 1
TIPO DE CAMBIO DEL ECU



TIPO DE CAMBIO DEL DOLAR



el ecu, en parte porque el marco tiene el mayor peso dentro del ecu y en parte a causa del éxito de los otros países del ERM a la hora de estabilizar sus tipos de cambio en relación con el marco. El movimiento del tipo de cambio franco francés/dólar refleja también el ascenso general del dólar al principio de los ochenta. A diferencia del caso del marco, el dólar ha tendido a subir un poco en relación con el franco en el conjunto del período. Para la peseta, que se adhirió al ERM en junio de 1989, y la libra, que se adhirió en octubre de 1990 y luego suspendió su pertenencia en septiembre de 1992, ha habido un ascenso más significativo en el valor del dólar en el conjunto del período, pero la tendencia general del dólar a fluctuar en una banda muy estrecha después de bajar de sus cotas de 1985 sigue siendo evidente.

Los tipos de interés del dólar a corto plazo (gráfico 2) se mantuvieron cercanos al tipo euro-ecu a tres meses la mayor parte del tiempo entre mediados y finales de los ochenta. Desde 1990, sin embargo, los tipos del dólar han caído a los niveles más bajos del período, mientras los del ecu se mantuvieron durante 1990-1992 antes de caer en 1993. De los tipos de interés de los integrantes del ecu, los tipos alemanes subieron al principio de los noventa, mientras los del dólar descendían. Los tipos de la peseta se mantuvieron relativamente altos durante los últimos años, pero han descendido más recientemente.

Los datos de estos dos gráficos confirman que el dólar ha fluctuado libremente frente a las monedas de la CE durante este período. El tipo de cambio del dólar no ha mostrado una tendencia clara en relación al ecu, pero ha fluctuado con bastante amplitud. Mientras los tipos de interés del dólar se han movido a veces de forma similar a los del ecu, particularmente a principios de los ochenta, cuando la generalidad de los países industrializados intentaba bajar la inflación recurriendo a condiciones monetarias más estrictas, estos tipos han divergido con claridad más recientemente.

El examen del impacto —si es que lo ha habido— del ERM sobre el dólar es una forma de intentar evaluar lo que podrían ser las implicaciones de la unión monetaria europea para el valor de cambio del dólar (1). Sin embargo, hay que recordar que la unión monetaria borrará toda posibilidad de fluctuación del tipo de cambio entre las monedas de los países participantes y eliminará además las características del ERM más estudiadas por la literatura. El ERM puede ser entendido como un estadio intermedio entre los tipos de cambio de flotación libre y los tipos absolutamente fijos (o una moneda única). La historia del ERM es un buen observatorio para adentrarse en el período de transición ha-

cia la plena unión monetaria europea. Menos claro está si estudiar el período del ERM nos dará una idea de cómo se comportará probablemente el tipo de cambio ecu/dólar bajo la unión monetaria (2).

Volatilidad del ERM

Un posible negocio para los poseedores de dólares es que la volatilidad dentro del ERM pueda «desbordarse» en un impacto sobre el dólar. Los episodios de volatilidad dentro del ERM podrían ser sistemáticamente relacionados con el nivel o los cambios en el nivel del dólar; por ejemplo, durante períodos que se perciben como arriesgados para las monedas del ERM los fondos podrían abandonar en bloque el ERM y convertirse en dólares, ejerciendo presión al alza sobre los tipos de cambio del dólar. Un resultado así implicaría una relación entre la volatilidad del ERM y el tipo medio de cambio del dólar. De forma alternativa a esto, la volatilidad en el ERM puede asociarse a una elevada volatilidad en el tipo del cambio del dólar y un desorden general de los mercados, sin tener necesariamente un efecto sistemático en el tipo medio de cambio. En ese caso, la volatilidad en un grupo de tipos de cambio estaría relacionada con la volatilidad en otro.

En un intento de ver si los datos proporcionan alguna evidencia de una relación sistemática entre los acontecimientos en el seno del ERM y los tipos de cambio del dólar, utilizamos el tipo de cambio franco francés/marco alemán (gráfico 3) para identificar subperíodos en el intervalo 1979-1993. La medida de la volatilidad del ERM utilizada fue la variación de los cambios diarios en este tipo, donde los cambios fueron medidos como la primera diferencia del logaritmo natural del tipo de cambio. El examen de los datos año por año junto con las fechas de los realineamientos del ERM sugirieron que toda la historia del ERM (hasta junio de 1993) podía dividirse en seis períodos: marzo de 1979 a diciembre de 1979, enero 1980-febrero 1981, marzo 1981-abril 1983, mayo 1983-junio 1985, julio 1985-enero 1987, febrero 1987-junio 1993. Además, dividimos el período final en tres subperíodos: febrero 1987-agosto 1992, septiembre 1992-diciembre 1992, enero 1993-junio 1993, para tener una visión más precisa del turbulento período de finales de 1992.

Posteriormente, estos períodos fueron revisados para comprobar la igualdad de la medida de su volatilidad a lo largo del tiempo, utilizando un *test* estándar F. Período a período, se revisó la igualdad de la variación de los cambios diarios comparada con las del período siguiente (utilizando un *test* de

GRAFICO 2
TIPOS DE INTERES A CORTO PLAZO

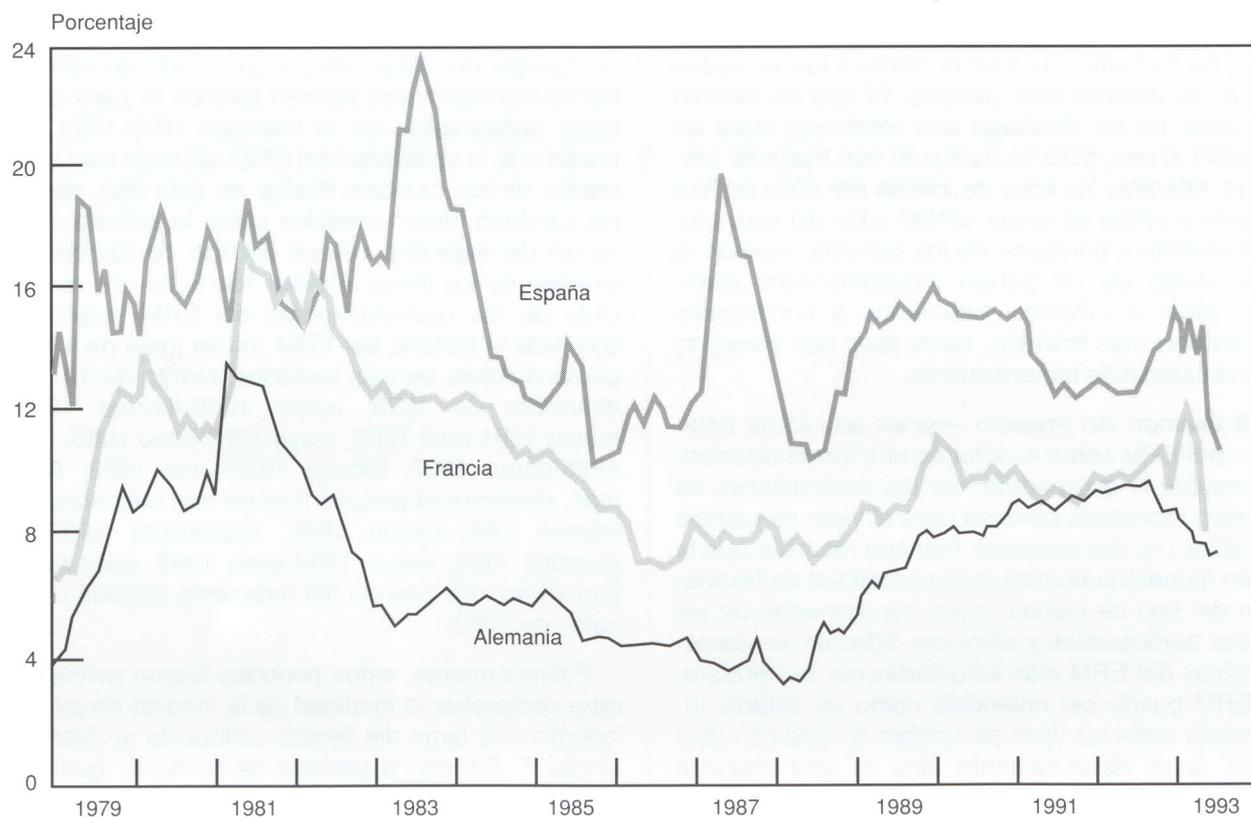
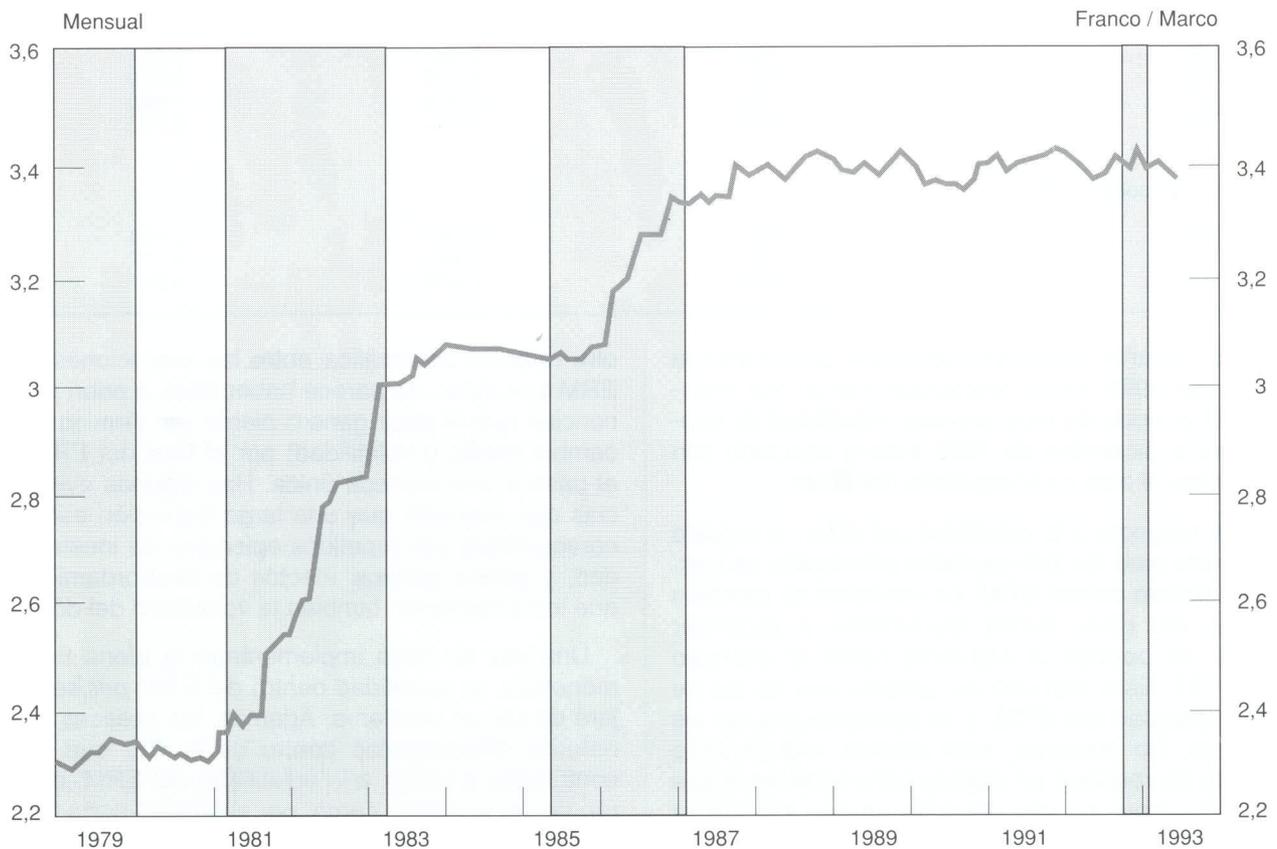


GRAFICO 3
TIPO DE CAMBIO DEL FRANCO FRANCES POR EL MARCO ALEMAN



Las zonas sombreadas señalan períodos reseñados como de alta volatilidad del ERM.

una cola cuando los datos habían sido estructurados para producir períodos alternativos de alta y baja volatilidad). De este modo, cada período fue contrapuesto al que le precedía y seguía, de manera que se confirmó una secuencia de períodos de alta y baja volatilidad, aunque a la largo del tiempo el total absoluto de variación en datos de los cambios diarios pareció descender (3). El *test F* confirmó que sobre la base del comportamiento del tipo de cambio franco francés/marco alemán el siguiente período se podría considerar como un período de volatilidad alternativamente alta y baja dentro del ERM (4).

Marzo 1979-diciembre 1979	Alta
Enero 1980-febrero 1981	Baja
Marzo 1981-abril 1983	Alta
Mayo 1983-junio 1985	Baja
Julio 1985-enero 1987	Alta
Febrero 1987-junio 1993	Baja

Durante el último período, los mismos *tests* revelaron la existencia de los siguientes subperíodos:

Febrero 1987-agosto 1992	Baja
Septiembre 1992-diciembre 1992.....	Alta
Enero 1993-junio 1993	Baja

La siguiente cuestión era si estos períodos caracterizaban también el comportamiento sistemático del dólar. Para el tipo de cambio ecu/dólar, la media y la variación de los cambios diarios del dólar en cada período fue la que se recoge en el cuadro número 1.

Dada la definición de volatilidad ERM que se usa, los datos de los seis períodos principales no respaldan la idea de que los períodos de alta volatilidad en el seno del ERM tienden a ir asociados a presiones al alza en el equilibrio del dólar en relación con el ecu. En dos de los tres períodos identificados como de alta volatilidad, el equilibrio del dólar tiende a descender en relación con el ecu a lo largo del período (aunque el cambio medio diario fuera muy próximo a cero). Además, el período de máximo cambio medio diario del dólar —enero de 1980 a febrero de 1981— fue un período de baja volatilidad del ERM según el sistema de medida

CUADRO NUM. 1

Período	Volatilidad ERM	Media cambios diarios en \$ (x 1.000)	Variación de cambios diarios \$ (x 1.000)
3/79-12/79	Alta	-0,236	0,015
1/80- 2/81	Baja	0,609	0,046
3/81- 4/83	Alta	0,462	0,061
5/83- 6/85	Baja	0,209	0,670
7/85- 1/87	Alta	-0,979	1,965
2/87- 6/93	Baja	0,024	0,065
Para los tres subperíodos:			
2/87- 8/92	Baja	-0,165	0,064
9/92-12/92	Alta	2,441	0,112
1/93- 6/93	Baja	0,478	0,047

usado. Durante los subperíodos que provocaron la caída de 1992, estos resultados fueron los inversos. El período de muy elevada volatilidad de septiembre a diciembre de 1992 estuvo asociado con presiones al alza en el equilibrio del dólar.

Con respecto a la volatilidad del dólar, el modelo mostrado para los seis períodos principales es bastante distinto del del ERM. La variación de cambios diarios del dólar tiende claramente a ascender desde un período al siguiente hasta el intervalo 7/85-1/87. Este intervalo es también uno de los de alta volatilidad del ERM, y el siguiente uno de los de baja. No obstante, este modelo radicalmente distinto no requiere un cálculo para establecer que las variaciones no son alternativamente alta y baja como en la medición del ERM. Una vez más, sin embargo, los subperíodos desde 1987 arrojan un resultado diferente. Para el tipo ecu/dólar, los cambios diarios son significativamente más volátiles en el período de septiembre a diciembre de 1992 que en los subperíodos anterior y posterior, tal como ocurre en el caso de nuestra medición de la volatilidad del ERM.

A partir de estos datos y de la medición de la volatilidad empleada parecería que para intervalos muy largos, cuando el ERM ha evolucionado hacia una volatilidad en general más baja, pero con episodios identificables de volatilidad más alta y más baja a lo largo del proceso, no se puede identificar una relación sistemática ni con el cambio medio ni con la volatilidad del tipo de cambio ecu/dólar. Sin embargo, los datos del episodio de extrema inestabilidad del ERM de septiembre de 1992 sugieren que durante intervalos más cortos puede darse el desbordamiento hacia el dólar de la volatilidad del ERM. Una selección más afinada, que se fijara en episodios de unos pocos días, confirmaría probablemente la presencia de efectos de desbordamiento, pero no está claro que los efectos que vienen y van en unos cuantos días tengan importancia duradera. En resumen, dada la débil evidencia, a partir de los datos examinados en este estudio, de

una relación sistemática entre las evoluciones del ERM y el dólar, no parece haber base a priori para concluir que el dólar gane o pierda (en términos de cambio medio o volatilidad) por el final del ERM y el paso a una moneda única. Hay algunas evidencias que sugieren que una larga transición estaría caracterizada por repetidos episodios de inestabilidad, y podría generar efectos de desbordamiento que incrementarían también la volatilidad del dólar.

Una vez se haya implementado la plena unión monetaria, la volatilidad dentro del ERM *per se* dejará de ser un problema. Además, las políticas monetarias diferenciadas dentro de la CE, que han contribuido a veces a la volatilidad del ERM, dejarán de ser posibles, como, por supuesto, sería también el caso de los flujos especulativos de capital. Estos factores sugieren que, desde el punto de vista del dólar, el paso a la unión monetaria puede reducir cualquier desbordamiento de inestabilidad que pueda haber ocurrido bajo el ERM. Sin embargo, los choques económicos, que tienen diferente impacto en los distintos miembros de la CE, pueden seguir ocurriendo, y el tipo de cambio dentro de la CE dejará de ser parte del proceso de ajuste; en consecuencia, las fluctuaciones del ecu frente a otras monedas, incluyendo el dólar, pueden representar un papel más importante en el ajuste a tales choques económicos.

EL DOLAR COMO ACTIVO DE RESERVA

Reservas públicas

Durante todo el período posterior a la segunda guerra mundial hasta la fecha, el dólar ha servido como el principal activo de reserva público internacional. Semejante uso del dólar surge naturalmente bajo el sistema de tipos de cambio fijado en Bretton Woods, cuando países distintos de los Estados Unidos tendieron a ajustar sus monedas en relación al dólar y a mantener reservas en dólares (5).

El dólar ha seguido estando, en cantidades significativas, en las carteras públicas, incluso después de la quiebra del sistema de Bretton Woods y el paso a un régimen de tipo de cambio flotante. Por supuesto otras monedas han entrado en las carteras públicas, y con el tiempo el cupo del dólar en tales reservas ha tendido a disminuir.

El cuadro núm. 2 muestra el porcentaje de dólares, libras, marcos y muchas otras monedas en las reservas públicas de los países industrializados y en vías de desarrollo, en determinados años desde mediados de los setenta. Aunque los porcentajes muestran cierta tendencia a fluctuar, hay claramente una tendencia general del cupo del dólar a caer para ambos grupos de países desde finales de los setenta (6). El porcentaje del dólar ha cambiado mucho menos para los países en desarrollo que para los industrializados, y para ambos grupos se ha mantenido estable desde mediados de los ochenta. Con algún descenso en el porcentaje de dólares en las reservas públicas, ha aumentado el cupo de los marcos alemanes y, en menor medida, de los yenes japoneses. El cuadro superior contabiliza como reservas en dólares los saldos en ecus emitidos a cambio de dólares para los países miembros de la CE; el cuadro inferior muestra el ecu separadamente como moneda de reserva. En ambos casos, las reservas de dólares han descendido a lo largo del tiempo en porcentaje del total.

Durante la II fase del paso a la UME es probable que las tendencias en presencia desde los setenta continúen y que se produzca un nuevo descenso en el porcentaje de dólares en las carteras públicas. En la medida en que la II fase tenga éxito a la hora de lograr una mayor estabilidad de los tipos de cambio dentro del SME, la sustitución del dólar por las monedas europeas puede acelerarse cuando el poder adquisitivo más estable de, por ejemplo, el marco alemán, pueda hacer de él un activo de reserva internacional más atractivo en relación con otras monedas y con los bienes de otras economías europeas. Inversamente, si el período de transición hacia la plena unión monetaria europea está marcado por otros episodios especulativos del tipo de los sucedidos en septiembre de 1992 y julio/agosto de 1993, el atractivo relativo del dólar puede ascender y las reservas de dólares pueden también ascender, al menos temporalmente, cuando el riesgo percibido para las monedas europeas se vuelva mayor.

Una vez que la unión monetaria europea se haya llevado realmente a la práctica, tendrán lugar bastantes cambios significativos en los balances públicos. En primer lugar, para los miembros de la UME, las reservas de saldos en ecus y las monedas de otros países participantes dejarán de ser «reservas» internacionales. En segundo lugar, el dólar ha servido como moneda de intervención para los países miembros del ERM. Una vez que la

CUADRO NUM. 2
MONEDAS NACIONALES EN LOS DEPOSITOS PUBLICOS TOTALES DE DIVISAS
(Datos a finales de año. En porcentajes)

	Países industrializados (*)					Países en vías de desarrollo (*)				
	1975	1980	1985	1990	1992	1975	1980	1985	1990	1992
Dólar americano	87,3	77,9	65,2	56,0	64,9	70,8	58,1	64,5	60,7	63,6
Libra esterlina	1,1	0,6	1,8	1,9	2,3	6,8	5,3	4,3	6,4	4,6
Marco alemán	4,0	12,4	19,5	21,9	14,4	8,8	15,4	10,0	11,6	10,9
Franco francés	0,1	—	0,1	2,5	3,0	2,4	2,6	1,9	2,0	1,9
Franco suizo	0,9	1,5	2,1	1,1	0,6	2,3	4,8	2,6	2,2	2,5
Florín holandés	0,3	0,5	1,0	1,3	0,5	0,9	1,3	0,9	0,7	0,9
Yen japonés	0,2	2,8	8,9	9,6	7,4	0,9	4,9	6,9	7,3	9,0
Sin especificar	6,2	4,2	1,4	5,9	6,9	7,1	7,6	9,0	9,0	6,7

(*) El valor de derechos especiales de giro del ecu emitido contra dólares está sumado al valor de derechos especiales de giro del dólar; los ecus emitidos contra oro están excluidos.

	Países industrializados: el ecu tratado separadamente				
	1979	1980	1985	1990	1992
Dólar americano	62,2	54,3	48,9	44,5	49,9
Libra esterlina	0,5	0,5	1,7	1,7	2,2
Marco alemán	6,3	9,4	16,4	21,9	13,5
Franco francés	—	—	0,4	2,1	2,8
Franco suizo	1,1	1,1	1,5	1,1	0,5
Florín holandés	0,4	0,4	0,9	1,2	0,5
Yen japonés	1,7	2,1	7,3	9,2	7,0
Ecu	24,0	29,0	20,2	12,9	17,0
Sin especificar	3,8	3,2	2,7	5,5	6,5

Fuente: FMI, Informe anual, varios años.

necesidad de intervenir sobre (alguna) de las monedas europeas sea eliminada por la UME, su necesidad de reservas en dólares puede ser menor. En tercer lugar, con la formación de la unión monetaria los países participantes pueden «poner en común» sus activos internacionales de reserva; el equilibrio entre lo que es comercio exterior y lo que es comercio dentro del área de la moneda nacional cambiará enormemente para cada país participante. En consecuencia, los miembros de la unión monetaria juntos podrían ser capaces de economizar sus reservas internacionales. La Comisión CE ha estimado que la plena unión monetaria causará una caída de 200.000 millones de dólares en la demanda de reservas por parte de los países de la CE (7). Esta cifra de reservas totales presumiblemente exagera la cantidad en la que se reducirán las reservas de dólares.

Para los países que actualmente no participan en el SME, el paso final hacia la unión monetaria ofrecerá una posible moneda de reserva que competirá con el dólar. El ecu sería la moneda interior de una economía muy grande y en expansión, con unos mercados financieros plenamente integrados. Mientras parezca que no hay riesgo de controles u otros dispositivos que restrinjan el uso del ecu por potenciales poseedores, parece razonable asumir que el ecu sería más atractivo que cualquiera de monedas europeas reseñadas en la tabla 1 o que todas en su conjunto. Está claro que el ecu estaría particularmente en las carteras de cualquier país que eligiera fijar el tipo de cambio de su moneda con respecto al ecu, ya fuera formal o informalmente.

A la larga, sin embargo, el grado en el que el ecu competirá con el dólar como moneda internacional de reserva dependerá probablemente de la estabilidad del poder adquisitivo de las dos divisas. Mientras la Reserva Federal logre un grado aceptable de estabilidad de precios para el dólar, de forma que el poder adquisitivo del dólar —en términos de bienes norteamericanos valorados en dólares y, en promedio, bienes mundiales valorados en otras divisas—, se mantenga estable, el proceso de reducción del porcentaje del dólar en las carteras públicas seguirá probablemente siendo gradual.

Virtualmente, todas las reservas públicas adoptan la forma de instrumentos que producen interés. Mientras el tesoro de los Estados Unidos esté pagando la tasa de interés de mercado de estos instrumentos, no hay beneficio para el tesoro o para los Estados Unidos en general por el hecho de que los dólares sean mantenidos como activo de reserva. Podría darse el caso de que las reservas públicas representaran un componente de la demanda lo bastante grande como para que los

movimientos en esas reservas pudieran tener una influencia perceptible en el tipo de interés de mercado; una demanda más baja elevaría el coste de financiación del *stock* de deuda emitido por el tesoro de los Estados Unidos. Con el *stock* total en circulación de obligaciones del tesoro negociables, que producen interés, que es de alrededor de 3 billones de dólares en 1993, la reducción potencial de 200.000 millones en la demanda estimada por la Comisión CE no parece ser lo bastante grande como para tener un efecto significativo. Incluso si el desplazamiento total en la demanda de dólares como reserva pública fuera de varias veces esa cantidad, mientras el proceso siga siendo gradual será difícil calcular un coste adicional digno de mención para los Estados Unidos.

Mientras el *stock* de deuda total en circulación es grande en relación con los movimientos potenciales en las carteras públicas, la cantidad de dólares negociados cada día o semana en los mercados de cambio globales no tiene por qué serlo. Conforme a los datos compilados por el BIS (marzo de 1993), el volumen neto global de negocios en los mercados mundiales de divisas fue aproximadamente de 880.000 millones de dólares por día de operaciones en abril de 1992, con el dólar norteamericano figurando en una de las partes del 83 por 100 de todas esas transacciones. Parecería que si las carteras públicas se ajustaran de manera abrupta, semejante cambio en la demanda de reservas de dólares podría alterar los mercados de cambio y tener un efecto visible en el valor de cambio del dólar. Un resultado así parece, sin embargo, muy improbable, por cuanto no está en el interés de ningún gobierno vender sus reservas corrientes de dólares, en todo o en parte, de forma tal que el valor que recibe a cambio por sus dólares disminuya repentinamente.

Reservas privadas

También muchos individuos y empresas privadas fuera de los Estados Unidos tienen dólares en su poder. En parte, estas reservas pueden estar relacionadas con acuerdos de comercio, etc. (véase más adelante el apartado «El dólar como moneda de tráfico»), pero en parte crecen debido a una demanda de depósito estable de valores. La sustitución de divisas y cuentas bancarias denominadas en dólares en lugar de instrumentos similares denominados en moneda nacional ocurre la mayor parte de las veces en aquellos casos en que la tasa de inflación nacional es alta y variable y/o donde el riesgo de devaluación de esa moneda parece elevado. Si los funcionarios del Banco Central Europeo alcanzan su objetivo de estabilizar los pre-

cios, el ecu podría desplazar al dólar, por lo menos en parte, allá donde se usa como sustituto de la moneda nacional.

El dólar depositado en el extranjero aporta un beneficio a los Estados Unidos cuando no paga interés en esas reservas (8). Este beneficio es esencialmente una medida de la diferencia entre el valor nominal y el metálico obtenida cuando la moneda fue emitida y negociada en primer lugar por bienes y servicios reales, en este caso procurados por extranjeros. Se estima que más de los dos tercios de la moneda norteamericana en circulación están en el extranjero, alrededor de 200.000 millones de dólares en julio de 1993 (Porter, 1993). Incluso al bajo tipo de interés, del 3 por 100, de las obligaciones del tesoro en 1993, estas reservas procuran al tesoro norteamericano unos ahorros anuales de 6.000.000 millones de dólares.

Cuando el ecu se convierta en una de las grandes divisas internacionales, siempre que se mantenga libre de controles de capital o del riesgo de controles de capital y mantenga un valor estable, es probable que el uso del ecu crezca fuera de los países participantes en la UME. Tal desarrollo probablemente se producirá en primer lugar en las áreas más próximas a los países de la CE, tales como la Europa oriental y los países de la antigua Unión Soviética. Sólo a la larga podrá quizá extenderse a Asia o incluso América Latina. El uso creciente del ecu de esta manera reduciría el movimiento de dólares adicionales en el extranjero, limitando así la diferencia entre el valor nominal y el metálico obtenida por los Estados Unidos. Si esto ocurrirá, y en qué medida, es algo que dependerá tanto de la política de la Reserva Federal como de la política monetaria europea. Mientras el dólar siga siendo competitivo como depósito de valores, los Estados Unidos seguirán beneficiándose del uso de su moneda en el extranjero.

Los instrumentos denominados en dólares que no son monedas también se compran y mantienen como depósito de valores en las carteras privadas globales. Mientras estos instrumentos estén pagando tasas de rendimiento de mercado, este papel del dólar no reportará especial beneficio a los Estados Unidos ni a los prestatarios norteamericanos. Dado que ya existe un mercado privado del ecu, sin duda la transición hacia la plena unión monetaria estaría acompañada por una expansión de los mercados de valores del ecu (9). Como estos mercados resultarán algo más profundos y más líquidos, el equilibrio de las tasas de rendimiento de mercado de los valores en ecus puede caer. Dado el inmenso tamaño de, por ejemplo, el segmento del dólar del mercado de euro-bonos, parece probable que tal desarrollo tuviera tan sólo un impacto

marginal en el equilibrio de las tasas de euro-dólares (10). Ya que los prestatarios norteamericanos podrían, si así lo eligen, emitir obligaciones denominadas en ecus, y muchos de los prestatarios que emiten obligaciones denominadas en dólares no son personas ni empresas norteamericanas, no hay ganancia ni pérdida clara para los Estados Unidos en que el ecu tenga un papel más amplio en los mercados financieros privados globales.

EL DOLAR COMO MONEDA DE TRAFICO

Durante las pasadas décadas, el dólar ha sido utilizado ampliamente como moneda de tráfico en el comercio internacional de bienes y servicios y de activos. El dólar ha servido como unidad de cuenta en contratos, por ejemplo de facturación, en el caso de comercio de bienes, o moneda de denominación de activos, y también como medio de cambio incluso cuando ni tan siquiera una de las partes de la transacción era una persona o empresa norteamericana.

Facturación

Los datos de elección de moneda para facturación no han sido recopilados y comunicados regularmente. El cuadro n.º 3 muestra cifras compiladas por Page (1981) para el comercio en 1980, con las actualizaciones proporcionadas por Black (1991) para 1987. De estos datos se desprende que es más probable que las exportaciones se expresen en la moneda nacional que lo mismo ocurra con las importaciones. Para los países industrializados reseñados, la facturación en la moneda «propia» tanto de las exportaciones como de las importaciones es bastante elevada, siendo Japón una excepción. Desde 1980 hasta el final de la década las cifras no parecen cambiar mucho, aunque hay algunos indicios de reducción del uso del dólar y de incremento del uso del marco alemán para las importaciones en los países reseñados.

Con la tendencia de los países industrializados a utilizar como moneda de facturación la del país exportador o importador, el cupo que el comercio de un país representa en el comercio mundial determina en gran parte la medida en la que la moneda de un país dado se usa en el comercio de facturación. El dólar norteamericano es la moneda que ha tenido un papel significativo en el comercio con terceros, aumentando así significativamente el uso del dólar en el comercio, por encima del cupo de los Estados Unidos en el comercio mundial. Page (1981) calcula que en 1980 el dólar fue la moneda usada en poco más de la mitad del comercio mundial, con 32 pun-

CUADRO NUM. 3
DIVISAS EMPLEADAS EN EL COMERCIO MUNDIAL
(En porcentajes)

	Exportaciones (1977-1980)					Importaciones (1977-1980)				
	Dólar	Marco alemán	Libra esterlina	Franco francés	Propia	Dólar	Marco alemán	Libra esterlina	Franco francés	Propia
Estados Unidos.....	98,0	1,0	1,0	—	98,0	85,0	4,1	1,5	1,0	85,0
Alemania Occidental.....	7,2	82,3	1,5	2,8	82,3	33,1	42,8	3,1	3,3	42,8
Japón.....	61,5	1,9	0,9	0,3	32,7	93,0	2,0	2,0	1,0	2,0
Reino Unido.....	17,0	3,0	76,0	2,0	76,0	29,0	9,0	38,0	5,0	38,0
Francia.....	11,6	10,2	3,2	62,4	62,4	28,7	14,1	3,8	35,8	35,8
Suiza.....	7,1	7,8	—	1,2	82,8	27,0	24,0	5,0	6,0	38,0

Fuente: Page (1981). Algunas cifras son estimativas.

	Exportaciones (1987)						Importaciones (1987)					
	Dólar	Marco alemán	Libra esterlina	Franco francés	Lira italiana	Yen	Dólar	Marco alemán	Libra esterlina	Franco francés	Lira italiana	Yen
Estados Unidos.....	94,0	2,0	1,0	1,0	1,0	1,0	80,0	8,0	3,0	2,0	2,0	2,0
Alemania Occidental.....	7,4	81,6	1,8	2,5	1,7	0,5	22,0	52,4	2,6	3,9	1,6	2,5
Japón.....	63,6	2,0	1,0	—	—	33,4	84,0	2,0	1,0	1,0	—	10,6
Reino Unido.....	17,0	3,0	76,0	2,0	—	—	20,0	15,0	38,0	8,0	2,0	2,0
Francia.....	11,8	10,2	3,6	61,5	3,9	0,4	18,7	15,3	2,8	46,5	4,4	1,2
Italia.....	20,0	18,0	—	9,0	38,0	—	28,0	19,0	5,0	9,0	27,0	—
OPEP.....	92,0	2,0	2,0	2,0	2,0	—	40,0	20,0	8,0	7,0	—	10,0

Fuente: Black (1991). Algunas cifras son estimativas.

tos porcentuales de su cupo del comercio mundial contabilizados en el uso por terceros. Alrededor de los dos tercios de ese uso del dólar por terceros corre de cuenta de los países en vías de desarrollo (Page, pág. 61). Muchos países en vías de desarrollo no tienen monedas convertibles. Además, el comercio con productos de primera necesidad representa una gran parte de su comercio total, y las bolsas mundiales de contratación tienen a menudo una moneda propia, frecuentemente el dólar, en la que se marcan los precios.

El uso del dólar como moneda de tráfico para el comercio dentro de Europa no viene respaldado por los datos. En general, el uso de la moneda individual europea en el comercio corresponde al cupo de ese país en el comercio mundial, con el marco alemán y la libra esterlina ostentando un uso ligeramente superior al cupo de sus respectivos países en el comercio mundial. Sin embargo, los datos son lo suficientemente incompletos como para no poder aprehender el uso del franco francés en el África francófona, u otros casos similares. La evidencia parece sugerir que el paso a una moneda común en Europa no desplazaría el uso del dólar en el comercio intraeuropeo cuando ese uso es despreciable (Page, pág. 62). Una vez que la unión monetaria haya establecido el ecu como una de las grandes divisas del mundo, el ecu bien podría reemplazar al dólar como la moneda de facturación en algunos usos de terceros.

El cuadro n.º 4 refleja el cupo de importaciones norteamericanas facturadas en moneda extranjera

CUADRO NUM 4
PRECIOS DE LAS IMPORTACIONES
NORTEAMERICANAS COTIZADAS
EN MONEDA EXTRANJERA
(Excluido el petróleo. En porcentajes)

	1982 (sept.)	1985 (marzo)	1989 (junio)
Alemania Occidental..	57,9	54,4	52,2
Suiza.....	54,2	52,7	48,5
Reino Unido.....	36,5	35,0	33,3
Francia.....	27,6	24,5	19,5
Suecia.....	18,9	28,9	18,7
Japón.....	22,3	19,1	18,2
Italia.....	11,9	13,3	17,2
Total mundial.....	19,6	17,3	15,3
Canadá.....	9,4	8,3	9,1
Hong Kong.....	13,0	6,1	4,5
Taiwan.....	0,0	0,2	0,9
Corea del Sur.....	0,0	0,0	0,0

Fuente: Alterman (1991).

para determinados años de la década de los ochenta, según Alterman (1991: pág. 134). Para el comercio total norteamericano, el cupo de moneda extranjera en el comercio de importación es bastante pequeño, aproximadamente del 15 al 20 por 100, de acuerdo con los datos del cuadro n.º 3. Las cifras de Alterman muestran la caída del uso de la moneda extranjera y el aumento del uso del dólar durante los ochenta. Este desplazamiento no está de acuerdo con los datos facilitados por Black, que estima que el porcentaje de dólares en las importaciones norteamericanas cayó del 85 al 80 por 100 a lo largo de este período (Black, 1991: pág. 524). Los datos de Alterman confirman que, mientras los

países industrializados exportadores tienen un porcentaje bastante alto de uso de su propia moneda en exportaciones a los Estados Unidos, los países en vías de desarrollo como Taiwan y Corea del Sur no lo tienen.

Mientras el uso del dólar como la moneda de tráfico más importante en el comercio mundial parece haber sido bastante estable a lo largo más o menos de la pasada década, y puede incluso estar aumentando en la medida en que algunos países en vías de desarrollo aumentan su porcentaje del comercio mundial, el paso a la unión monetaria en Europa proporcionaría una moneda que con el paso del tiempo podría competir con éxito con el dólar por este papel. ¿Cuáles son las ventajas para los Estados Unidos, si las hay, de que el dólar sirva como moneda de tráfico? La elección de la moneda de facturación en sentido directo determina qué parte, el exportador o el importador, carga con el riesgo cambiario durante la vida de un contrato. Sin embargo, para el marco temporal relevante para la mayoría de los contratos comerciales, existen mercados que permitirían a cualquiera de las partes protegerse contra cualquier riesgo en el tipo de cambio. Tal protección supone un coste, y podría darse el caso de que los exportadores o importadores norteamericanos tuvieran que cargar con una porción mayor de tales costes si el uso del dólar en el comercio norteamericano declinara a consecuencia de la UME. Sin embargo, la incidencia de tales costes no es obvia, cuando el precio marcado en el contrato puede cambiar para reflejar cualquier desplazamiento en el riesgo cambiario o en los costes de protección. En efecto, todos los términos del contrato, incluyendo la elección de la moneda de facturación, son variables de cuyo equilibrio dependen las decisiones estratégicas de comercialización tanto de exportadores como de importadores (véase Bilson, 1983, para un modelo de elección estratégica de moneda de facturación). En

resumen, no está claro que los intereses norteamericanos puedan ser perjudicados de forma significativa si cayera el cupo del dólar como moneda de facturación en el comercio norteamericano. En el comercio de terceros no hay actualmente beneficio directo para los Estados Unidos por el uso del dólar y no hay pérdida clara si el papel del dólar se redujera.

Denominación de activos

El dólar como moneda de denominación ha tendido al predominio también en los mercados de activos. El cuadro n.º 5 refleja la moneda de emisión de las emisiones de bonos internacionales según Alogoskaufis y Portes (1992, actualizada por el autor). Aunque las cifras han tendido a fluctuar algo con el paso del tiempo, la tendencia general en el uso del dólar es a declinar en favor del yen y de las monedas de la CE. Tomada en su conjunto, la emisión de bonos denominados en monedas de la CE supera a la de bonos denominados en dólares desde 1990.

Para los emisores de bonos internacionales e instrumentos similares, la elección de moneda en la que prestar depende de la tasa de rendimiento relativo esperado, incluyendo el cambio esperado del tipo de cambio a lo largo de la duración del activo. A su vez, tales tasas de rendimiento dependen en parte de la profundidad y liquidez del mercado subyacente. Cuando se han introducido nuevos instrumentos derivativos en los mercados financieros, se ha hecho posible para prestatarios y prestadores separar los diferentes componentes de riesgo contenidos, por ejemplo, en un bono a largo plazo de interés fijo, y así lograr, para toda la cartera o posición neta, el riesgo y vencimiento que mejor se adapten a cada uno. Mientras los precios de mercado para cada uno de los componentes de

CUADRO NUM. 5
EMISIONES INTERNACIONALES DE BONOS. REPARTO POR MONEDA DE EMISION
(En porcentajes)

	1971	1976	1981	1986	1987	1988	1989	1990	1992
Total (\$ bn).....	3,8	15,4	26,5	187,7	140,5	178,9	212,9	179,6	276,1
Dólar americano.....	59,7	65,1	80,2	62,9	41,3	41,7	55,2	38,4	37,4
Yen japonés.....	—	—	1,5	9,9	16,1	8,9	7,3	12,9	12,2
Monedas de la CE.....	39,9	22,5	12,2	21,1	29,3	35,0	27,1	40,9	42,3
Marco alemán.....	22,9	18,4	5,2	9,1	10,7	13,2	7,7	10,2	12,2
Libra esterlina.....	1,6	—	2,0	5,6	10,7	13,2	8,7	12,0	8,4
Franco francés.....	1,3	0,4	2,0	1,9	1,3	1,3	2,1	5,0	8,8
Lira italiana.....	—	—	—	0,2	0,5	0,9	1,6	3,0	2,8
Florín holandés.....	7,1	3,0	1,6	0,5	0,8	0,1	1,1	0,8	2,4
Ecu (*).	7,0	0,7	1,4	3,8	5,3	6,3	5,9	9,9	7,7
Otras divisas.....	0,4	12,4	6,1	6,1	13,3	14,4	10,4	7,8	8,1

(*) Antes de 1981, Unidad de Cuenta Europea.

Fuente: Alogoskaufis y Portes (1992) y Estadísticas Financieras Mensuales de la OCDE, varios años.

riesgo y para los instrumentos integrantes estén determinados competitivamente, no hay ventajas obvias para el país cuya moneda es usada por los prestatarios y prestadores internacionales para los instrumentos denominados.

Si los mercados o monedas individuales están sujetos a riesgos que resulten extremos o difíciles de evaluar por las vías usuales, el uso de esa moneda se reducirá. Las recientes alteraciones en el ERM pueden tener un efecto negativo en el uso de algunas monedas de la CE o en el ecu privado, por lo menos por un tiempo. La plena unión monetaria europea debería eliminar efectivamente estos riesgos. Es probable que en los mercados del sector privado sobrevenga un uso más amplio del ecu, pero en mercados competitivos, a tasas de rendimiento competitivas.

Medios de pago

El dólar también se usa como medio de pago en transacciones completas de bienes o activos en los mercados mundiales, en una medida que excede el comercio directo norteamericano en esos mercados. En alguna medida, la elección de la moneda de facturación para el comercio de bienes puede ir unida al medio de pago usado realmente, pero no hay razón para que ese sea necesariamente el caso.

Para el comercio entre economías separadas, la cuestión de lo que servirá como medio de pago no tiene una respuesta obvia. El beneficio de hallar un medio de pago «internacional» y permitir así la expansión del comercio más allá de lo alcanzable mediante trueque es considerable. Krugman (1984) y Black (1991) aportan modelos de comercio multilateral en los que una moneda se usa para los pagos internacionales precisamente por esas razones. El modelo de Krugman sugiere que pueden producirse economías de escala en la moneda de un país de muy importante comercio que llega a predominar como el medio de pago en el comercio. Una vez establecida, semejante divisa tiende a retener su uso como medio de pago incluso si el porcentaje del país en el comercio disminuyera. El modelo de Black está enmarcado en términos de costes de las transacciones.

En la práctica, el resultado de mercado aprehendido en estos modelos puede verse en el hecho de que para muchas monedas es más fácil y barato, particularmente al nivel mayorista, negociar la moneda A por la moneda B negociando A por dólares y después dólares por B. Tales intercambios evitan la necesidad de hallar una «doble coincidencia» de cambios deseados entre cualquier par posible de divisas (o de mantener mercados separados para

cualquier comercio por parejas posible). Mientras no haya datos directos sobre pagos entre exportadores e importadores, los flujos de transacciones en los mercados de cambio dan una indicación, a un nivel en cierta forma agregado, de los pagos en divisas que acompañan al comercio de bienes. Como se ha citado anteriormente, el BIS estima que el dólar norteamericano figuraba en una de las partes del 83 por 100 de las transacciones en los mercados mundiales de divisas por día de operaciones en abril de 1992 (BIS, marzo de 1993), una cifra que excede con mucho el cupo de Estados Unidos en el comercio mundial. Por supuesto, estas cifras incluyen las contrapartidas en divisas de los activos negociados. Tomados en su conjunto, estos datos confirman que el dólar está siendo usado como medio de pago para bienes y activos negociados en una medida significativa.

El uso del dólar como medio de pago probablemente aumenta la demanda de fondos de «operaciones» en dólares por parte de las instituciones financieras y de las empresas dedicadas al comercio. Muchos de estos fondos adoptan la forma de derechos de bancos internacionales que mantienen alternativamente activos compensatorios denominados en dólares. El incremento neto en la demanda de «dólares» que subyace a estos derechos brutos es aún probablemente muy grande. Un desplazamiento del dólar en favor del ecu como medio de pago, si ocurre, puede llevar algún tiempo, ya que los costes fijos involucrados dan una inercia considerable a este proceso (Krugman, 1984: páginas 268-269). Sin embargo, no puede excluirse algún impacto sobre los tipos de cambio y tasas de rendimiento del dólar a la larga.

Por el momento, parecería que la demanda de dólares para depósito domina en gran medida a la demanda de dólares que resulta estrechamente de su papel como medio internacional de pago (véase anteriormente la discusión sobre el dólar como activo de reserva). Estos factores —que influyen en cómo puede desplazarse la demanda de dólares con la implantación de la unión monetaria europea, incluyendo el resultado relativo de inflación y el riesgo de cambio percibido— probablemente determinen si los componentes de la demanda del dólar referidos a su función como medio de pago cambiarán a lo largo del tiempo y cómo lo harán.

IMPLICACIONES MACROECONOMICAS DE LA UNION MONETARIA EUROPEA (11)

Los actuales términos del Tratado de Maastricht apelan a varios criterios de convergencia que cada país participante debe cumplir antes de que se

pueda implementar la plena unión monetaria. Además, los criterios relativos al límite del déficit fiscal (3 por 100 del PIB) continuarán aplicándose después de que la unión monetaria esté en marcha. Los esfuerzos simultáneos de muchos países europeos para reducir sus déficits fiscales plantean el riesgo de que el crecimiento de la producción en los países de la CE pueda reducirse significativamente durante el período de transición. Un crecimiento real más débil de la producción en Europa podría a su vez provocar una baja demanda de exportaciones de otros países, resultando en un efecto de «desbordamiento» con crecimiento generalizadamente débil de la economía mundial.

Para calibrar la magnitud potencial de este efecto en el crecimiento real norteamericano se han hecho simulaciones (cuadro n.º 6) utilizando el Modelo Multinacional del equipo de la Junta (MM). Usando las estimaciones del déficit fiscal para 1993 en Alemania Occidental, Francia, Reino Unido e Italia, el objetivo político de cada uno de esos países se estableció en términos de descenso gradual del déficit relativo sobre la línea de base de las siguientes cantidades: Alemania Occidental, 1,1 por 100 del PIB; Francia, 2,4 por 100 del PIB; Reino Unido, 3,9 por 100 del PIB; Italia, 7,3 por 100 del PIB (12). Se hicieron cuatro simulaciones; en dos de ellas, las correcciones fiscales se lograron aumentando el tipo impositivo directo; en otras dos, reduciendo el gasto gubernamental. Las correcciones fiscales se escalonaron a lo largo de cinco o más años.

El resultado de las simulaciones depende de las hipótesis de política monetaria hechas en cada uno de los países del modelo. La política alemana representa un papel especial, ya que se asume que las monedas de los otros miembros del ERM están vinculadas con el marco, de forma que las políticas monetarias de estos países consisten en igualar los tipos de interés alemanes. En una pareja de simulaciones, la política alemana consiste en fijar el nivel de precios. En la otra pareja, en fijar el *stock* de M3. El valor de cambio del marco en términos del dólar en el modelo responde al diferencial del tipo de interés real a largo plazo entre Alemania y los Estados Unidos. Para reflejar el hecho de que el Reino Unido e Italia están actualmente retirados del ERM, el modelo determina el valor de cambio de la libra y la lira mediante ecuaciones similares a las utilizadas para el marco. El franco francés permanece vinculado al marco. La hipótesis de política monetaria norteamericana es alcanzar M2.

El cuadro n.º 7 refleja los efectos calculados sobre las tasas de crecimiento del PIB (Q4/Q4) pasados los cinco años en que las medidas fiscales estaban escalonadas (13). En la mayoría de los

casos —aunque no en todos—, los efectos sobre el crecimiento de los años anteriores ascienden hasta las cifras reflejadas en el cuadro n.º 7. La hipótesis sobre la política monetaria alemana no tiene gran impacto sobre los resultados; a pesar de que se tienen en cuenta los resultados de todos los años, en resumen la convergencia fiscal es más restrictiva cuando la hipótesis alemana es alcanzar M3. Cuando los resultados son un tanto mixtos, el logro de la convergencia fiscal mediante recortes del gasto gubernamental parece ser más restrictiva que el uso de aumentos impositivos. En su mayor parte, la magnitud del impacto de la convergencia fiscal sobre el crecimiento refleja el grado de reducción del déficit que se necesita. Sin embargo, los efectos del crecimiento francés estimados por el MM superan uniformemente los del crecimiento del Reino Unido, aunque la reducción presupuestaria francesa es menor. Este resultado parece depender de la particular forma en que los tipos de cambio están modelados en el MM.

El resultado para los Estados Unidos sugiere que los desbordamientos hacia el crecimiento de los Estados Unidos son muy pequeños para la magnitud de la restricción fiscal contenida en las simulaciones. En general, en el modelo, la restricción fiscal en el extranjero tiende a apreciar ligeramente el dólar, permitiendo a los tipos de interés norteamericanos descender un poco (dado el objetivo M2, asumido para los Estados Unidos) y bajar ligeramente la inflación. Estos dos últimos efectos tienden a compensar los efectos restrictivos de un dólar más alto y un crecimiento extranjero más débil, dejando muy pequeño el efecto neto sobre los resultados norteamericanos. Aunque ningún modelo o juego de simulaciones puede considerarse definitivo, estos resultados sugieren que la mayoría del impacto restrictivo de la convergencia fiscal se sentirá dentro de Europa, y que poco de ese efecto «desbordará» hacia los Estados Unidos.

CONCLUSIONES

Cuando esté implementada, la unión monetaria europea causará profundos cambios en los mercados financieros mundiales. Pero será tan sólo una de muchas fuerzas relevantes en favor del cambio, muchas de las cuales ya están teniendo sus efectos. La revolución en la tecnología de información y proceso de datos ha transformado la velocidad a la que la información se difunde y las transacciones se suceden. Esta revolución ha contribuido a la llamada globalización de los mercados financieros, en la que las firmas pueden actuar de manera continua en varios mercados financieros y las operaciones pueden realizarse casi a cualquier hora. Las

CUADRO NUM. 6
RESULTADOS DE LA SIMULACION

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	Promedio
Tipo impositivo incrementado-Objetivo M3 alemán (desviaciones de la línea base)							
<i>Estados Unidos:</i>							
Crecimiento del PIB (1).....	0,00	-0,00	-0,01	0,00	0,00	0,01	0,00
Resultado de inflación (1).....	0,00	0,00	-0,01	-0,02	-0,02	-0,02	-0,01
Tipo de cambio (2).....	0,09	0,11	0,10	0,09	0,07	0,06	0,09
<i>Alemania:</i>							
Crecimiento del PIB (1).....	-0,03	-0,02	-0,01	0,00	0,01	0,04	0,00
Resultado de inflación (1).....	0,00	0,00	-0,01	-0,01	-0,01	0,00	0,00
Tipo de cambio (3).....	-0,13	-0,17	-0,15	-0,14	-0,12	-0,10	-0,13
<i>Francia:</i>							
Crecimiento del PIB (1).....	-0,05	-0,12	-0,17	-0,22	-0,27	-0,29	-0,19
Resultado de inflación (1).....	0,01	0,02	0,02	-0,01	-0,06	-0,14	-0,03
Tipo de cambio (3).....	-0,13	-0,17	-0,15	-0,14	-0,12	-0,10	-0,13
<i>Italia:</i>							
Crecimiento del PIB (1).....	-0,04	-0,21	-0,53	-0,87	-1,02	-0,86	-0,59
Resultado de inflación (1).....	0,01	0,08	0,20	0,32	0,34	0,25	0,20
Tipo de cambio (3).....	-0,13	-0,17	-0,15	-0,14	-0,12	-0,10	-0,14
<i>Reino Unido:</i>							
Crecimiento del PIB (1).....	-0,10	-0,17	-0,20	-0,15	-0,05	-0,01	-0,11
Resultado de inflación (1).....	0,01	0,03	0,00	-0,10	-0,19	-0,17	-0,07
Tipo de cambio (3).....	-0,13	-0,17	-0,15	-0,14	-0,12	-0,10	-0,14
Tipo impositivo incrementado-Objetivo alemán de nivel de precios (desviaciones de la línea de base)							
<i>Estados Unidos:</i>							
Crecimiento del PIB (1).....	0,00	-0,01	-0,01	0,00	0,00	0,01	0,00
Resultado de inflación (1).....	0,00	0,00	-0,01	-0,02	-0,02	-0,02	-0,01
Tipo de cambio (2).....	0,10	0,11	0,11	0,09	0,06	0,02	0,08
<i>Alemania:</i>							
Crecimiento del PIB (1).....	-0,02	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01	0,00	-0,01
Resultado de inflación (1).....	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Tipo de cambio (3).....	-0,14	-0,17	-0,16	-0,14	-0,10	-0,05	-0,13
<i>Francia:</i>							
Crecimiento del PIB (1).....	-0,05	-0,12	-0,17	-0,22	-0,27	-0,31	-0,19
Resultado de inflación (1).....	0,01	0,02	0,02	0,00	-0,05	-0,14	-0,03
Tipo de cambio (3).....	-0,14	-0,17	-0,16	-0,14	-0,10	-0,05	-0,13
<i>Italia:</i>							
Crecimiento del PIB (1).....	-0,03	-0,21	-0,53	-0,88	-1,03	-0,89	-0,59
Resultado de inflación (1).....	0,01	0,08	0,21	0,33	0,34	0,24	0,20
Tipo de cambio (3).....	-0,15	-0,17	-0,16	-0,14	-0,10	-0,05	-0,13
<i>Reino Unido:</i>							
Crecimiento del PIB (1).....	-0,09	-0,17	-0,20	-0,16	-0,07	-0,02	-0,12
Resultado de inflación (1).....	0,01	0,04	0,01	-0,08	-0,18	-0,19	-0,07
Tipo de cambio (3).....	-0,14	-0,17	-0,16	-0,14	-0,10	-0,05	-0,13
Recorte del gasto gubernamental-Objetivo alemán M3 (desviaciones de la línea de base)							
<i>Estados Unidos:</i>							
Crecimiento del PIB (1).....	-0,01	-0,02	-0,02	0,00	0,00	0,01	-0,01
Resultado de inflación (1).....	-0,01	-0,02	-0,04	-0,05	-0,05	-0,05	-0,03
Tipo de cambio (2).....	0,05	0,03	-0,08	-0,22	-0,33	-0,38	-0,15
<i>Alemania:</i>							
Crecimiento del PIB (1).....	-0,30	-0,30	-0,18	-0,04	0,00	-0,05	-0,14
Resultado de inflación (1).....	-0,03	-0,09	-0,19	-0,29	-0,39	-0,47	-0,24
Tipo de cambio (3).....	-0,09	-0,06	0,09	0,28	0,42	0,48	0,19
<i>Francia:</i>							
Crecimiento del PIB (1).....	-0,52	-0,83	-0,92	-0,94	-0,95	-0,96	-0,85
Resultado de inflación (1).....	-0,07	-0,33	-0,80	-1,42	-2,09	-2,77	-1,25
Tipo de cambio (3).....	-0,09	-0,06	0,09	0,28	0,42	0,48	0,19

CUADRO NUM. 6 (Continuación)
RESULTADOS DE LA SIMULACION

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	Promedio
<i>Italia:</i>							
Crecimiento del PIB (1).....	-0,95	-0,94	0,13	0,78	-0,25	-1,72	-0,49
Resultado de inflación (1).....	-0,06	-0,35	-0,78	-0,90	-0,63	-0,54	-0,55
Tipo de cambio (3).....	-0,09	-0,06	0,09	0,28	0,42	0,48	0,19
<i>Reino Unido:</i>							
Crecimiento del PIB (1).....	-0,90	-0,65	0,08	0,69	0,49	-0,33	-0,10
Resultado de inflación (1).....	-0,06	-0,46	-1,16	-1,59	-1,02	0,38	-0,65
Tipo de cambio (3).....	-0,09	-0,06	0,09	0,28	0,42	0,48	0,19
Recorte del gasto gubernamental-Objetivo alemán de nivel de precios (desviaciones de la línea de base)							
<i>Estados Unidos:</i>							
Crecimiento del PIB (1).....	-0,02	-0,02	-0,01	0,00	0,01	0,01	-0,01
Resultado de inflación (1).....	-0,01	-0,02	-0,04	-0,05	-0,05	-0,05	-0,04
Tipo de cambio (2).....	0,30	0,19	0,10	0,01	0,00	0,05	0,11
<i>Alemania:</i>							
Crecimiento del PIB (1).....	-0,06	0,01	0,04	0,04	0,02	0,00	0,01
Resultado de inflación (1).....	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Tipo de cambio (3).....	-0,45	-0,29	-0,17	-0,05	-0,06	-0,15	-0,20
<i>Francia:</i>							
Crecimiento del PIB (1).....	-0,43	-0,61	-0,66	-0,71	-0,76	-0,79	-0,66
Resultado de inflación (1).....	-0,05	-0,25	-0,60	-1,06	-1,57	-2,10	-0,94
Tipo de cambio (3).....	-0,45	-0,29	-0,17	-0,05	-0,06	-0,15	-0,20
<i>Italia:</i>							
Crecimiento del PIB (1).....	-0,71	-0,78	0,05	0,66	-0,01	-1,16	-0,33
Resultado de inflación (1).....	-0,03	-0,26	-0,60	-0,71	-0,48	-0,32	-0,40
Tipo de cambio (3).....	-0,46	-0,29	-0,17	-0,05	-0,06	-0,15	-0,20
<i>Reino Unido:</i>							
Crecimiento del PIB (1).....	-0,72	-0,51	0,03	0,50	0,41	-0,17	-0,08
Resultado de inflación (1).....	-0,04	-0,30	-0,78	-1,08	-0,69	0,34	-0,42
Tipo de cambio (3).....	-0,45	-0,30	-0,17	-0,05	-0,06	-0,15	-0,20

(1) Porcentaje Q4/Q4.

(2) Cambio porcentual en la media ponderada G-10 para el dólar

(3) Cambio porcentual en dólares por unidad de otra moneda.

CUADRO NUM 7
IMPACTO DE LA TASA DE CRECIMIENTO DEL PIB (Q4/Q4)
DESPUES DE CINCO AÑOS
(Desviación de la línea de base)

	<i>Objetivo alemán M3</i>	<i>Objetivo alemán a nivel de precios</i>
<i>Tipo impositivo incrementado:</i>		
Alemania Occidental.....	0,04	0,00
Francia.....	-0,29	-0,31
Reino Unido.....	-0,01	-0,02
Italia.....	-0,86	-0,89
Estados Unidos.....	0,01	0,01
<i>Recorte del gasto gubernamental:</i>		
Alemania Occidental.....	-0,05	0,00
Francia.....	-0,96	-0,79
Reino Unido.....	-0,33	-0,17
Italia.....	-1,72	-1,16
Estados Unidos.....	0,01	0,01

economías de muchos países industrializados han crecido hasta alcanzar importancia global. Estas economías tienen sofisticados mercados financieros y de productos en los que actúan las corporaciones multinacionales. Sus monedas son naturalmente importantes en el comercio mundial. Finalmente, la emergencia de nuevos productos financieros, verbigracia, los productos derivados discutidos anteriormente, ha hecho posible que los componentes de riesgo, incluyendo el riesgo en el tipo de cambio, sean controlados más cuidadosamente que nunca antes.

En una evolución como la que acabamos de describir, se espera que el predominio de una moneda, es decir, el dólar, que ha caracterizado el primer período posterior a la segunda guerra mundial, vaya erosionándose paulatinamente. De hecho, esto ha empezado a ocurrir. La unión monetaria europea, a la larga, tiene el potencial para tener un efecto sobre las distintas dimensiones del papel internacional del dólar. Además, las disposiciones específicas del Tratado de Maastricht aumentan la posibilidad de que las políticas macroeconómicas que podrían acompañar la transición a la unión monetaria puedan tener implicaciones negativas para los Estados Unidos.

En este documento hemos pasado revista a cada uno de esos canales. Algunos tienen claramente el potencial de implicar costes para los Estados Unidos si el ecu desplazase rápidamente al dólar en una medida significativa. El uso externo de la divisa dólar es quizá el ejemplo más claro de en qué el desplazamiento del dólar por el ecu implicaría tales costes. En consecuencia, la Reserva Federal sigue siendo un observador muy interesado del progreso hacia la unión monetaria europea. Sin embargo, para la mayoría —si no todas— de las dimensiones internacionales del dólar, el proceso de disminución del papel relativo del mismo, cuando otras monedas pasan a figurar de manera más destacada en las transacciones internacionales, ya está en marcha sin serias consecuencias negativas para los Estados Unidos. Esta experiencia sugiere que, si la política de la Reserva Federal sigue contribuyendo a la confianza en el valor a largo plazo del dólar y el proceso de cambio sigue siendo gradual, no hay razón para que la Reserva Federal se vea excesivamente afectada por las implicaciones de la unión monetaria europea. El destino internacional del dólar sigue estando, en gran parte, en nuestras propias manos.

NOTAS

(*) La autora manifiesta su agradecimiento a Rick Heller por la excelente ayuda prestada en la investigación. Los puntos de vista expresados en este documento son los de la autora y no reflejan ne-

cesariamente los de la Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal ni de ningún otro miembro de su equipo.

(1) Para una discusión más detallada de los acuerdos monetarios europeos, la volatilidad del tipo de cambio y el dólar, véase Edison y Kole (1993).

(2) ALOGOSKAUFIS y PORTES (1992) argumentan que la plena unión monetaria significará probablemente una mayor estabilidad del tipo de cambio entre el dólar, el yen y las monedas europeas, en gran parte sobre la base de que la cooperación política internacional no será socavada y podrá incluso acrecentarse con una plena unión monetaria en Europa.

(3) ARTIS y TAYLOR (1993) confirman que la volatilidad dentro del ERM descendió durante el período 1979-90.

(4) Para cada pareja de períodos adyacentes, los datos apoyan el hallazgo de que la variación de los cambios diarios fue significativamente distinta en los dos períodos, a un nivel de importancia del 1 por 100.

(5) La libra esterlina siguió siendo un importante activo de reserva después de la segunda guerra mundial dentro del bloque de la misma, pero, con el colapso del sistema de tipos de cambio fijos a principios de los setenta, el papel de la libra esterlina como divisa internacional se vio enormemente reducido.

(6) La medida del cupo de cada moneda a lo largo del tiempo refleja tanto el cambio en cantidad depositada como el cambio en el valor de esa moneda. De este modo, las fluctuaciones del tipo de cambio modifican las dimensiones de ese cupo incluso si las cantidades no son cambiadas.

(7) Comisión CE, *One Money, One Market*, pág. 183.

(8) Sin embargo, los flujos de divisas en el extranjero hacen más difícil la valoración del crecimiento de la moneda norteamericana, ya que sólo pueden ser medidos de forma imprecisa.

(9) Los títulos denominados en ecus reemplazarían a los denominados en las monedas integrantes. El mercado privado del ecu se expandiría probablemente más de lo que el uso del ecu se extendería en una variedad de transacciones comerciales.

(10) El BIS (junio de 1993) informa que los *stocks* de bonos internacionales de tipo fijo exacto en circulación más los pagarés de tipo libre alcanzaban a finales de 1992 un valor cercano a un billón y medio de dólares, del que los instrumentos denominados en dólares representaban alrededor de un tercio (pág. 115).

(11) Este apartado está basado en la obra de Lewis Alexander, anteriormente economista decano de la Junta de Gobernadores.

(12) Se puede considerar que este procedimiento asume que, en ausencia de las medidas fiscales simuladas, el déficit general del gobierno de estos cuatro países se mantendría aproximadamente sin cambios a los niveles de 1993. En la medida en que los déficit de 1993 se han visto agrandados por la debilidad cíclica que probablemente se podría invertir aún sin cambiar las políticas fiscales, estas simulaciones exageran la acción que sería necesaria para cumplir el criterio fiscal. Además, en la medida en que varios gobiernos emprendan la reducción de los déficit fiscales desde los niveles actuales, incluso sin los criterios de Maastricht, los resultados de la simulación exageran los limitados efectos de Maastricht *per se*.

(13) Las tablas situadas al final del documento aportan más detalles sobre los resultados de la simulación.

BIBLIOGRAFIA

ALOGOSKAUFIS, G., y PORTES R. (1992), «European Monetary Union and International Currencies in a Tripolar World», en M. B. Canzoneri y V. Grilli (eds.), *Establishing a Central Bank: Issues in Europe and Lessons from the US*, Cambridge, England: Cambridge University Press.

ALTERMAN, W. (1991), «Price Trends in U.S. Trade: New Data, New Insights», en Peter Hooper y J. David Richardson (eds.), *International Economic Transactions; Issues in Measurement and Empirical Research*, Chicago, University of Chicago Press.

ARTIS, M. J., y TAYLOR M. P. (1993), «The Stabilizing Effect of the ERM on Exchange Rates and Interest Rates: An Empirical Investigation», *IMF Working Paper*, WP/93/67, agosto.

- BILSON, J. F. O. (1983), «The Choice of an Invoice Currency in International Transactions», en J. S. Bhandari y B. H. Putnam (eds.), *Economic Interdependence and Flexible Exchange Rates*, Cambridge, MIT Press.
- BIS (1993), *Annual Report*, Basilea, junio.
- (1993), *Central Bank Survey of Foreign Exchange Market Activity in April 1992*, Basilea, marzo.
- BLACK, S. W. (1990), «The International Use of Currencies», en Y. Suzuki, J. Miyake y M. Okabe (eds.), *The Evolution of the International Monetary System: How Can Efficiency and Stability Be Attained?*, Tokyo, University of Tokyo Press, 1990.
- (1991), «Transaction Costs and Vehicle Currencies», *Journal of International Money and Finance*, diciembre 10: 512-526.
- COMMISSION OF THE EUROPEAN COMMUNITIES (1990), «One Market, One Money», *European Economy*, núm. 44, octubre.
- EDISON, H. y KOLE L. (1993), «European Monetary Arrangements: Implications for the Dollar, Exchange Rate Volatility, and Credibility».
- KRUGMAN, P. (1984), «The International Role of the Dollar: Theory and Prospect», en J. F. O. Bilson y R. C. Marston (eds.), *Exchange Rate Theory and Practice*, Chicago, University of Chicago Press.
- PAGE, S. A. B. (1981), «The Choice of Invoicing Currency in Merchandise Trade», *National Institute Economic Review*, noviembre, 98: 60-72.
- PORTER, R. D. (1993), «Estimates of Foreign Holdings of U.S. Currency - An Approach based on Relative Cross-Country Seasonal Variations», septiembre.