



Universidad Nacional de La Plata



**Sextas Jornadas de Economía
Monetaria e Internacional
La Plata, 10 y 11 de mayo de 2001**

**Los efectos del euro en las relaciones financieras entre América
Latina y Europa**

Luis Miotti, Dominique Plihon y Carlos Quenan (Universidad de
París, Francia)

Los efectos del euro en las relaciones financieras entre América Latina y Europa

(Versión preliminar, 15 de enero de 2001)

Luis Miotti, Dominique Plihon y Carlos Quenan¹

Este trabajo forma parte de un proyecto, ejecutado por la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) que se llevó a cabo con el apoyo financiero del gobierno de Francia. Las opiniones expresadas en este trabajo, que no ha sido sometido a revisión editorial, son de la exclusiva responsabilidad de los autores.

¹ Profesores en la Universidad de Paris 13 y Profesor en la Universidad de Paris 3, respectivamente.

Los efectos del euro en las relaciones financieras entre América Latina y Europa

(Versión preliminar)

Luis Miotti, Dominique Plihon y Carlos Quenan

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 once 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 (Capítulos del 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 medio 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 (García Herrero et Glöckler, 2000).

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. Más precisamente, la atención se concentrará en los efectos del euro en las relaciones financieras entre Europa y América Latina².

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). La mayor parte de los países

² Este trabajo es un primer borrador de un estudio más extenso que se encuentra en proceso de elaboración.

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 un 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 decisivo que esto puede tener en la evolución del SMI (Bergstein, 1997; Mc Cauley, 1997; Portes y Rey, 1998). 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 dos 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).

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 Europa y América Latina (caracterizado también por el auge de las inversiones extranjeras directas de origen europeo y por la creciente implantación de los bancos europeos en América Latina), claramente perceptible desde 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.

El trabajo está organizado en tres partes. 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 y se aborda la cuestión de los efectos del euro en las relaciones euro-latinoamericanas, poniendo énfasis en la dimensión financiera. En la tercera parte se estudian, a partir de un análisis econométrico realizado para 93 economías, los determinantes reales y financieros de las opciones adoptadas 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 este estudio.

I. El euro y el SMI

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.

1. 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 similares en términos de PIB y de población, 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
	(1)	(2)	(2)	% PIB	(3)
Europa (11)	291.09	6 457.66	4 223.13	65.40	15.90
Estados Unidos	270.30	8 230.40	13 451.35	163.44	12.09
Japón	126.41	3 782.96	2 495.76	65.97	11.09

(1) millones de habitantes, (2) miles de millones de dólares, (3) exportaciones/PIB en %

Fuente: World Bank, datos para el año 1998

Al mismo tiempo, se percibe que la zona euro tiene un peso superior al de Estados Unidos en el plano del comercio internacional. 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.

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.

2. 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 menos de dos años. Tres grupos de factores han jugado a favor de 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. El euro es, en sus comienzos, una moneda de endeudamiento, mucho más que una moneda de colocaciones. Esta es una característica distintiva del actual proceso de internacionalización del euro que será analizada más adelante.

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.

La debilidad del euro va acompañada de una mayor volatilidad de la paridad dólar-euro, por dos razones principales. Por un lado, la volatilidad entre las monedas europeas, suprimida por la creación del euro, se ha transferido a las relaciones entre éste y las terceras monedas. Por otro lado, 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.

3. El rol internacional del euro y el SMI

Una apreciación significativa del euro, que se insinúa desde fines del 2000, parece probable. En efecto, varios de los factores que explican su debilidad en el momento de su creación, podrían jugar en sentido contrario en el futuro próximo.

La brecha coyuntural se está invirtiendo entre Estados Unidos y la zona euro: ésta debería conocer un ritmo de crecimiento más rápido que la economía estadounidense en 2001, con incrementos de productividad más importantes.

La salida de capitales de largo plazo de la zona euro debería reducirse: estas salidas han sido, en parte, el resultado del shock creado por el nacimiento del euro, que ha servido de catalizador de un movimiento de diversificación de las carteras europeas y de intensificación de la internacionalización de las empresas del viejo continente. Así, en el futuro inmediato debería verificarse, por un lado, una desaceleración del proceso de compra de acciones en los mercados no europeos por parte de los residentes de la zona euro. Por otro lado, no es descabellado pensar que el saldo negativo de las inversiones directas netas, ligado al proceso de globalización de las empresas europeas, se vuelva neutro o positivo, como consecuencia de una aceleración de la reestructuración industrial y bancaria en el espacio europeo.

Asimismo, el tamaño y la liquidez de los mercados financieros de la zona euro van a seguir aumentando. Entre los principales motivos cabe mencionar el nivel relativamente elevado del ahorro en Europa y las crecientes necesidades de financiamiento de sus empresas. Además, la zona euro debería devenir más atractiva para los inversores extranjeros si la coyuntura económica sigue mostrándose promisorio y si el diferencial de tasas de interés con Estados Unidos se reduce o se invierte. De hecho, durante los últimos meses del 2000 comenzó a advertirse que las entradas netas en concepto de títulos de deuda aumentan puesto que los inversores europeos parecen menos ávidos de papeles extranjeros, en tanto que los no residentes mantienen sus posiciones en obligaciones y activos monetarios de la zona euro. Paralelamente, aumentan las compras netas de acciones europeas por parte de los no residentes (Nehls–Obégy y Ripert, 2000).

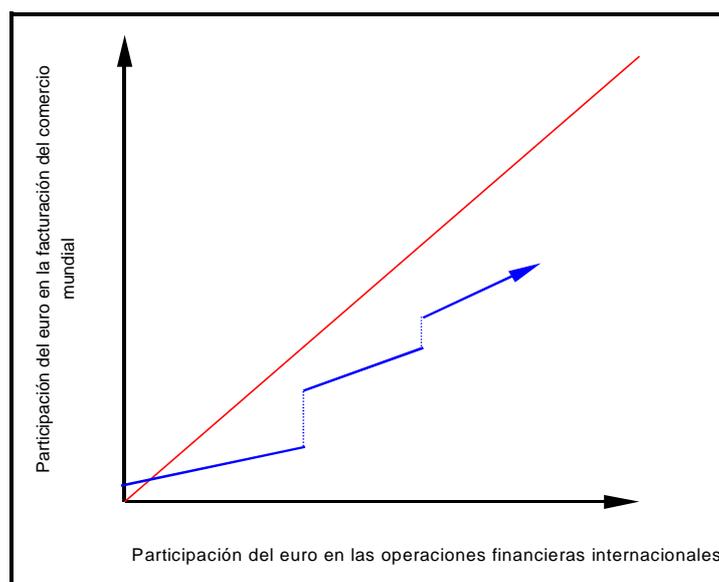
La mayor parte de los economistas parecen estar de acuerdo para prever una apreciación gradual del euro. Sin embargo, importantes fuentes de incertidumbre persisten en el corto y mediano plazo. Una de ellas tiene que ver con el comportamiento de la economía estadounidense: su desaceleración se producirá en la forma de un « soft landing »? En caso de no ser así, no se debe excluir la posibilidad de una crisis financiera en Estados Unidos que podría suscitar una caída brutal del dólar, con fases alternadas de alza o de baja de la paridad dólar–euro debidas al desfase coyuntural entre las dos zonas monetarias y a cambios bruscos en las expectativas de los mercados financieros.

Otra fuente de incertidumbre a mediano plazo tiene que ver con el alcance de la actual fase de crecimiento de la economía europea y con su capacidad 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 (a pesar del déficit coyuntural del 2000) 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.

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). Precizando este razonamiento, algunos 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)

En definitiva, 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 –que se analizan en la próxima sección– 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. 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 el SMI bipolar (Bénassy–Quére 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 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.

II. La internacionalización del euro y América Latina: 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. Por último, se examinan los canales a través de los cuales transitarán los principales efectos directos e indirectos del proceso de internacionalización del euro en América Latina.

1. El marco teórico

1.1. Una tipología del uso internacional de las monedas

Se puede distinguir, según la tipología propuesta por Krugman (1991), 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 2).

Cuadro 2
Los diferentes usos internacionales de una moneda

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

Fuente: a partir de 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. 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).

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).

1.2. 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 & 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.

2. 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. La moneda estadounidense representa 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 algo más del 5%). El dólar es también el medio de pago más utilizado, con más de 85% de las transacciones en los mercados cambiarios. 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. Por el contrario, las diferencias son menos importantes cuando se abordan las funciones financieras de las monedas. En el

momento de la creación del euro las emisiones de obligaciones internacionales son denominadas en dólares a nivel de 38% del total, mientras que la parte de la moneda europea es de 24%. Por otra parte, la moneda europea representa una proporción similar a la del dólar en la repartición por monedas de la cartera de títulos de los agentes privados.

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

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

Aun 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 reciente del Banco central europeo (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 experimentarán 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.

2.2. 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.

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

Según la 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 reciente 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.

3. 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 dos razones. En primer lugar, en las transacciones internacionales, los operaciones financieros 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.

3.1. 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 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 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 van a aumentar fuertemente las necesidades de financiamiento de las empresas en Europa: el crecimiento económico, una sostenida recuperación 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.

3.2. 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).

3.2.1. 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. En efecto, con la introducción de la nueva moneda europea, los mercados monetarios e interbancarios comenzaron a funcionar de modo mucho más integrado.

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.

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.

3.2.2. 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 (BID, 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 tiene un impacto positivo sobre las cooperación interfronterizas y paneuropea entre las plazas bursátiles, lo que permitirá el desarrollo de mercados más vastos, más líquidos y más diversificados. Varias alianzas están en curso de negociación, por ejemplo la de las plazas de Londres y Francfort.

En cuarto lugar, la creación del euro suscita iniciativas que deberían dinamizar los mercados bursátiles. Entre ellas se puede citar la creación del Nasdaq–Europe en el 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.

3.2.3. 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; BIS, 2000).

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 y que sólo es sobrepasado por el del tesoro de Estados Unidos. Hacia fines de 1999, el total de los empréstitos a largo plazo en euros de los Estados del Euroland se

elevaba a 2.200 billones de euros, vale decir dos tercios del monto de obligaciones del Tesoro de Estados Unidos (BIS, 2000). Sin embargo, la expansión en Europa del mercado de obligaciones soberanas domésticas será limitada 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.

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 doméstico de la deuda privada de obligaciones en euros es extremadamente dinámico: las emisiones privadas de obligaciones denominadas en euros progresaron 294% a lo largo de los nueve primeros meses de 1999 con respecto al mismo período de 1998 (BCE, 2000).
- Las emisiones internacionales en euros se desarrollan rápidamente: se incrementaron en más de 100% en 1999, sobrepasando el monto de las emisiones en dólares (cuadro 3). Más aún, la fuerte dinámica de las emisiones totales en euros por parte de los no residentes prosigue a lo largo del año 2000, en particular en lo que atañe a las obligaciones "corporate".

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

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 153% (en valor) en 1999, con respecto a 1998. 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 3
Títulos de deuda internacional : montos netos por moneda de emisión
(en miles de millones de dólares de los Estados Unidos y en %)

	1996	1997	1998	1999	Saldo fin dic. 1999
<i>En miles de millones de dólares de Estados Unidos</i>					
Dólar Estados Unidos	259.10	331.60	410.40	546.20	2 512.20
Yen	85.70	33.40	- 26.80	- 5.80	536.80
Euro (o monedas de la zona Euro)	134.50	133.90	223.60	576.20	1 561.20
Otras monedas	52.70	64.40	73.70	108.70	755.40
TOTAL	532.00	563.20	680.90	1 225.20	5 365.50
<i>En % de variación anual</i>					
Dólar Estados Unidos	278.8%	28.0%	23.8%	33.1%	-
Yen	7.4%	-61.0%	-180.2%	-78.4%	-
Euro (o monedas de la zona Euro)	59.7%	-0.4%	67.0%	157.7%	-
Otras monedas	86.9%	22.2%	14.4%	47.5%	-
TOTAL	104.1%	5.9%	20.9%	79.9%	-

Fuente: BRI (2000)

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).

4. El euro y las relaciones Europa–América Latina

Dada la importancia de sus relaciones con la Unión Europea, América Latina será seguramente afectada por la emergencia del euro. América Latina realiza casi el 15 % de su comercio exterior con la Unión Europea, en un marco de intensificación de las relaciones comerciales entre las dos regiones: a lo largo de los años 90 las importaciones latinoamericanas de productos europeos se incrementaron alrededor de 160%. Por otra parte, en este período los flujos de inversiones directas europeas hacia América Latina alcanzaron los mismos niveles que los provenientes de Estados Unidos y la implantación 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).

Ahora bien, ¿cuáles serán los canales a través de los cuales se ejercerá la influencia del euro en América Latina? Cabe distinguir aquí dos dimensiones: la comercial y la financiera. 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 consecuencia de la introducción de la moneda única y, por otro lado, el efecto de las variaciones de la tasa cambio de la esta moneda en el comercio entre las dos regiones.

A pesar de que Europa constituye para numerosos países latinoamericanos un socio comercial importante (es decir, 20% o más de las exportaciones) (cuadro 4), no es de esperar que los efectos del euro en el plano comercial sean muy significativos. En efecto, 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).

Cuadro 4
Estructura geográfica de las exportaciones
(en % de las exportaciones totales)

	Estados Unidos	Europa	Japon	Otros
Argentina	7.91	14.62	2.54	74.93
Barbados	11.50	20.21	0.35	67.94
Bolivia	22.95	23.64	0.23	53.18
Brazil	19.35	24.58	4.30	51.76
Chile	16.41	24.03	14.16	45.40
Colombia	38.82	24.23	2.45	34.50
Costa Rica	48.37	21.26	1.16	29.21
Dominica	13.64	86.36	0.00	0.00
Dominican Republic	8.92	4.87	0.41	85.80
Ecuador	36.53	20.12	3.62	39.74
El Salvador	57.60	15.03	0.90	26.47
Grenada	30.00	30.00	0.00	40.00
Guatemala	52.08	11.42	1.97	34.52
Guyana	24.10	24.96	1.20	49.74
Haiti	87.07	10.54	0.34	2.04
Honduras	38.55	21.72	4.37	35.36
Jamaica	39.82	27.81	1.22	31.16
Mexico	87.92	3.33	0.73	8.02
Nicaragua	45.21	16.54	0.53	37.72
Panama	42.27	27.09	0.57	30.07
Paraguay	2.66	21.58	4.75	71.01
Peru	33.54	21.55	3.98	40.93
Trinidad and Tobago	37.81	15.57	0.16	46.47
Uruguay	5.78	16.00	0.79	77.43
Venezuela	47.28	7.63	1.25	43.84

Fuente : DOTS (IMF, 2000)

Aun cuando el dólar es la principal moneda de emisión de la deuda exterior de todos los países de América Latina (cuadro 5), los efectos en el plano financiero serán probablemente mucho más importantes. Esto se explica por dos razones. En primer lugar, en este plano, la mayor parte de los países latinoamericanos se caracteriza por un alto grado de apertura y de vulnerabilidad. En segundo lugar, el desarrollo de las funciones financieras del euro constituirá, como se vio, la faceta decisiva del proceso de internacionalización de la moneda única europea.

Cuadro 5
Estructura de la deuda latinoamericana, por moneda
(en % de la deuda total)

	DOLAR	EURO	YEN	OTRAS
Argentina	63.10	12.93	7.47	16.50
Barbados	37.27	0.00	6.43	56.30
Bolivia	35.10	10.97	12.20	41.73
Brazil	68.80	7.17	5.53	18.50
Chile	47.70	4.10	8.43	39.77
Colombia	64.03	3.80	5.47	26.70
Costa Rica	55.57	1.97	7.03	35.43
Dominica	60.23	13.37	0.07	26.33
Dominican Republic	65.37	3.33	6.70	24.60
Ecuador	73.80	3.03	4.40	18.77
El Salvador	57.33	6.27	2.70	33.70
Grenada	61.70	2.10	0.00	36.20
Guatemala	63.07	4.90	2.07	29.97
Guyana	61.83	2.03	0.17	35.97
Haiti	77.77	2.80	0.00	19.43
Honduras	50.87	5.87	9.33	33.93
Jamaica	49.90	3.83	8.30	37.97
Mexico	65.93	6.17	8.37	19.53
Nicaragua	66.73	9.23	1.93	22.10
Panama	81.17	0.13	4.90	13.80
Paraguay	34.73	9.57	21.73	33.97
Peru	48.13	12.37	13.07	26.43
Trinidad and Tobago	48.07	3.87	15.83	32.23
Uruguay	60.30	6.17	5.13	28.40
Venezuela	70.70	11.77	3.67	13.87

Fuente : World Bank (WDF, 2000)

Ciertamente, diversos factores pueden contribuir a moderar las salidas de capitales de la zona euro en el futuro inmediato (desaceleración del proceso de compra de acciones en los mercados externos por parte de los residentes europeos, aceleración de la reestructuración industrial y bancaria en el espacio europeo que podría reducir los flujos de inversión directa hacia el resto del mundo...), como se señaló en la primera parte de este trabajo. Sin embargo, el nivel relativamente elevado del ahorro en Europa y la disminución de posibilidades de diversificación de riesgos al interior de la zona euro (fin de las operaciones en los mercados cambiarios de la zona, convergencia de las tasas de interés europeas...) dejan entrever que el viejo continente seguirá siendo, a mediano y largo plazo, una fuente de financiamiento importante para el resto del mundo.

En este escenario, ¿cómo se situará América Latina? Aunque las evoluciones sean más moderadas que en el pasado reciente, se puede considerar que a mediano plazo no habrá una ruptura importante respecto de las tendencias que caracterizaron a los años 90. En este período, Europa ha sido una fuente importante y creciente de capitales para América Latina. A la ya señalada expansión de la inversión extranjera directa se agregó un peso creciente de los préstamos bancarios europeos, como lo subrayan Levy Yeyati y Sturzenegger (1999). En efecto, 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%. Al mismo tiempo, los flujos netos de créditos hacia América Latina representaron, en la década pasada, una proporción importante pero estable en el total de préstamos externos de los bancos europeos.

La evolución en el plano de los créditos de la banca comercial no es, sin embargo, el aspecto más decisivo en la dinámica reciente de las relaciones financieras euro-latinoamericanas. Mucho más relevante es el incremento de las emisiones internacionales de bonos –principal fuente de financiamiento externo generador de deuda de la región latinoamericana en los últimos años–, en las que los empréstitos en euros se han caracterizado por su fuerte expansión.

En los últimos años, los países en desarrollo han participado de manera importante en el crecimiento del mercado de obligaciones en euros. Como lo muestra el gráfico 2, 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 el 2000), prosigue la expansión de las emisiones de obligaciones privadas. La proporción de éstas se duplica en el 2000, pasando de 6% a 12% del total, en detrimento de las emisiones en dólares (gráfico 3). En cuanto a las emisiones soberanas, el retroceso constatado en el 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 4).

Gráfico 2

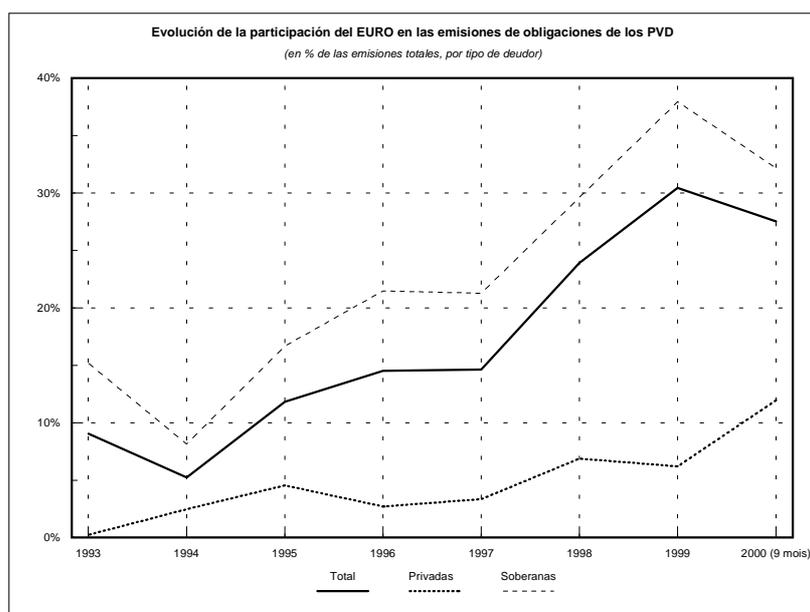
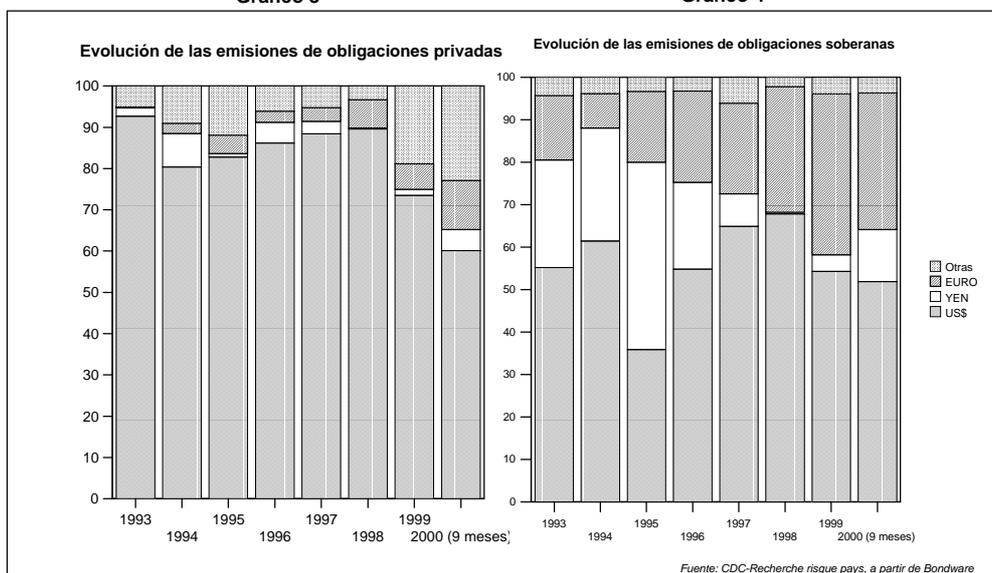


Gráfico 3

Gráfico 4



En este marco, América Latina también se caracteriza por el aumento de la participación de las obligaciones denominadas en euros en las emisiones totales desde 1994 (gráfico 5). 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 6). Con una proporción que en el 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 5

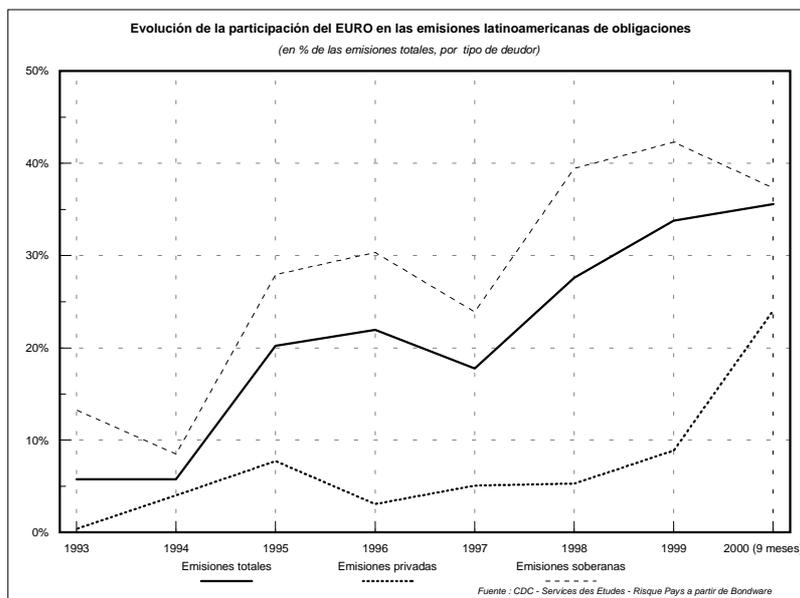
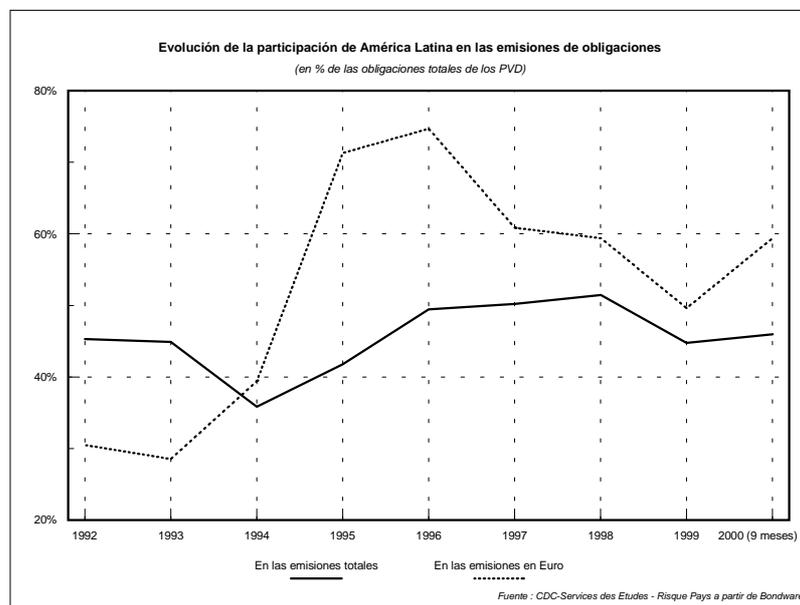


Gráfico 6



La prosecución de este proceso –un creciente endeudamiento en euros de los países latinoamericanos– tiene implicaciones en dos niveles diferentes pero interconectados. Por un lado, lleva a considerar con más atención la política de gestión de los compromisos externos de la región latinoamericana, así como el impacto sobre el servicio de la deuda del comportamiento de las tasas de interés en la zona euro. Por otro lado, obliga a reflexionar sobre sus consecuencias a mediano-largo plazo en el plano de los regímenes cambiarios de

América Latina. Esta segunda dimensión es la que será abordada en la tercera parte de este trabajo³.

³ La cuestión de la composición óptima de la deuda externa y la de la sensibilidad del servicio de la deuda a las variaciones de las tasas de interés del euro, que no son tratadas aquí, son abordadas en una versión más extensa de este trabajo que, como se señaló en la introducción, se encuentra en proceso de elaboración.

III. 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 cotización 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 IDE...) 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.

1. 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 6 y 7). 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, no se advierte un retroceso de los llamados regímenes intermedios (una de cuyas características es el anclaje a una canasta de monedas). Esto ha sido demostrado por Masson (2000), a partir de un análisis dinámico de las transiciones entre regímenes cambiarios.

Cuadro 6

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
<i>Cantidad de monedas</i>	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	11.00	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 Restrictions, varios números

Cuadro 7

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)
<i>Cantidad de monedas</i>	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

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

Fuente : Bénassy-Quéré y Benoît Coeuré (2000)

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

2. 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 8 presenta las correlaciones entre los coeficientes de anclaje y las variables comerciales, financieras y geográficas⁴.

Cuadro 8
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
<i>Estructura de la deuda por moneda</i>						
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 Yenes	0.205	-0.144	-0.292	0.213	-0.142	-0.251
<i>Grado de dolarización de las economías</i>						
Dolarizados	0.089	-0.016	-0.276	0.166	-0.154	-0.206
<i>Exportación de petróleo</i>						
Petroleros	0.140	-0.129	-0.104	0.144	-0.202	-0.155
<i>Estructura del comercio exterior</i>						
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
<i>Geografía y regímenes de anclaje</i>						
<i>Cuadro de correlaciones</i>						
	Dólar	Euro	Yen	Dolbin	Eurobin	Yenbin
<i>Distancias geográficas</i>						
kmUS	0.017	-0.019	-0.005	-0.032	0.020	-0.043
kmJapon	-0.089	0.017	0.274	-0.143	0.092	0.241
kmEurope	0.446	-0.468	-0.162	0.454	-0.415	-0.174
<i>Zonas geográficas</i>						
AMERICA 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	-0.209	0.273	-0.087
AFRICA	-0.364	0.253	0.539	-0.506	0.424	0.481
AFRICA-CFA	-0.532	0.365	0.805	-0.668	0.578	0.765
AFRICA-NCFA	0.047	-0.029	-0.085	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 :

La cifras en negrita indican correlaciones estadísticamente significativas

⁴ 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 representan más del 10 % de las exportaciones totales. La variable binaria "dolarizados" se atribuye a los países en los que 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.

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 (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 Africa 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 (cuadro9).

Cuadro 9
La probabilidad de adherir a una moneda internacional

	Dólar			Euro			Yen		
	Coeficiente	Z-Stat	Probabilidad	Coeficiente	Z-Stat	Probabilidad	Coeficiente	Z-Stat	Probabilidad
Constante	1.397	1.220	0.222	-0.322	-0.363	0.716	-0.657	-0.571	0.568
<i>Dirección del comercio</i>									
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
<i>Composición de la deuda por moneda</i>									
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
<i>Otros determinantes</i>									
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%	

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.

3. Una tipología de países

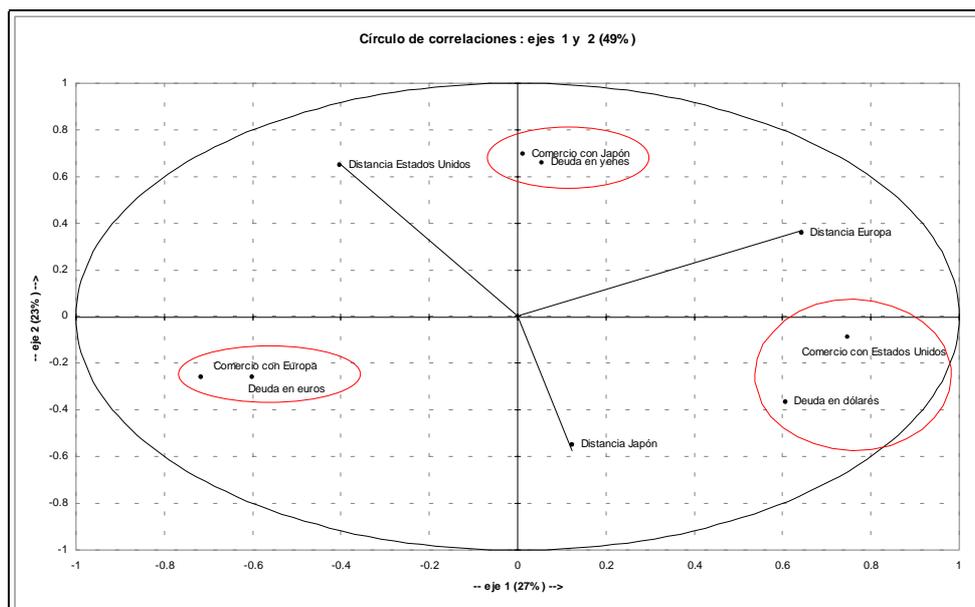
Las consideraciones realizadas hasta aquí pueden ser profundizadas con el fin de identificar el posicionamiento de los países de la muestra. Para ello, se realiza un análisis factorial en componentes principales (ver Anexo 2), que permite reagrupar los países con características comerciales, financieras y geográficas homogéneas. Veamos en primer lugar como se organiza la información tratada (cuadro 10).

Cuadro 10
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 Japon	0.012	0.698	-0.031	-0.353
Comercio Europa	-0.719	-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 Japon	0.122	-0.548	0.713	-0.141
Distancia Europa	0.641	0.362	0.593	-0.078

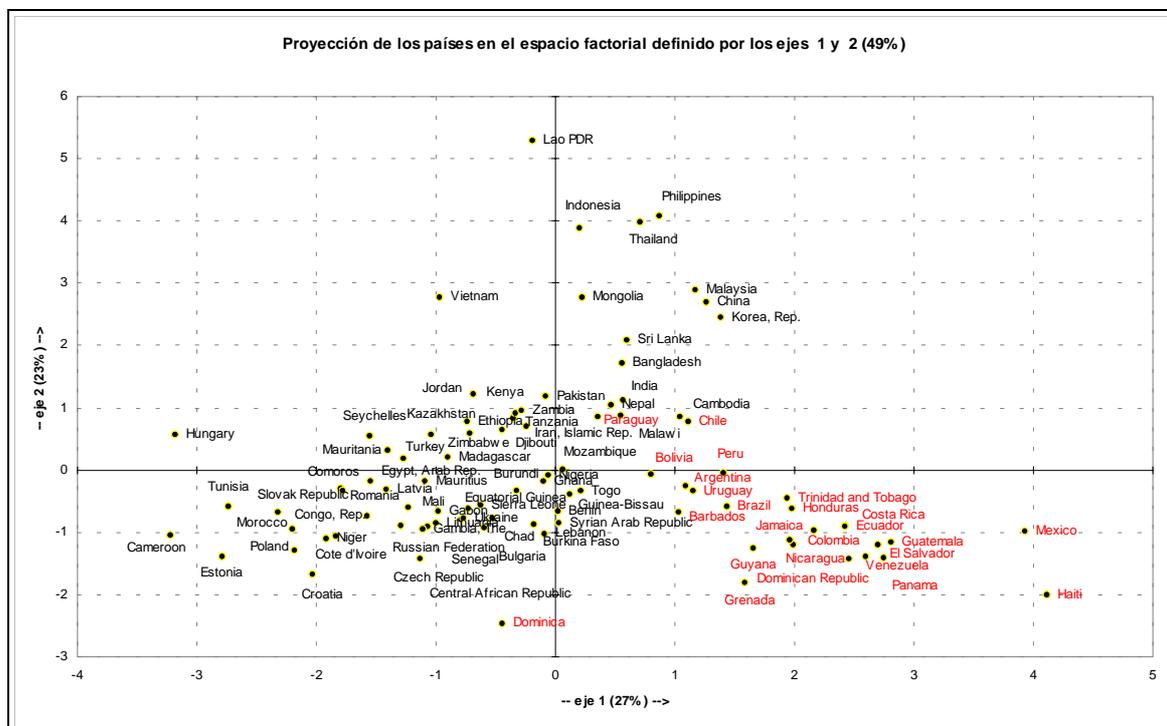
Las cuatro ejes principales representan el 74% de la variabilidad acumulada. En otras palabras, aproximadamente $\frac{3}{4}$ de la información total contenida en las variables puede ser resumida en los cuatro ejes principales. El gráfico 7 permite identificar la oposición entre las variables más ligadas al dólar respecto de las que están más bien relacionadas con el euro.

Gráfico 7



El gráfico 8 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.

Gráfico 8



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 11).

Cuadro 11
Tipología de países a partir de los resultados del AFCP

Clasificación de las observaciones / Cantidad de países				
Grupo 1	Grupo 2	Grupo 3	Grupo 4	Grupo 5
15	26	16	22	14
Bulgaria	Benin	Bangladesh	Argentina	Cameroon
Croatia	Burkina Faso	Cambodia	Barbados	Congo, Rep.
Czech Republic	Burundi	China	Bolivia	Cote d'Ivoire
Dominica	Central African Repu	India	Brazil	Egypt, Arab Rep.
Equatorial Guinea	Chad	Indonesia	Chile	Estonia
Grenada	Comoros	Jordan	Colombia	Gabon
Kazakhstan	Djibouti	Korea, Rep.	Costa Rica	Hungary
Latvia	Ethiopia	Lao PDR	Dominican Republic	Mali
Lebanon	Gambia, The	Malaysia	Ecuador	Morocco
Lithuania	Ghana	Mongolia	El Salvador	Niger
Poland	Guinea-Bissau	Nepal	Guatemala	Nigeria
Romania	Iran, Islamic Rep.	Pakistan	Guyana	Russian Federation
Slovak Republic	Kenya	Philippines	Haiti	Tunisia
Syrian Arab Republic	Madagascar	Sri Lanka	Honduras	Turkey
Ukraine	Malawi	Thailand	Jamaica	
	Mauritania	Vietnam	Mexico	
	Mauritius		Nicaragua	
	Mozambique		Panama	
	Paraguay		Peru	
	Senegal		Trinidad and Tobago	
	Seychelles		Uruguay	
	Sierra Leone		Venezuela	
	Tanzania			
	Togo			
	Zambia			
	Zimbabwe			

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 12).

Cuadro 12
La probabilidad de adherir a una moneda internacional
Ecuaciones Probit sobre las coordenadas factoriales

	Dólar			Euro			Yen		
	Coeficiente	Z-Stat	Probabilidad	Coeficiente	Z-Stat	Probabilidad	Coeficiente	Z-Stat	Probabilidad
Constante	1.351	2.824	0.005	-0.452	-1.480	0.139	-1.285	-3.044	0.002
<i>Direction du commerce</i>									
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
<i>Otros determinantes</i>									
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
Restr. 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%	

Notas :

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 13).

Cuadro 13

Grupos geográficos y monedas internacionales

Ecuaciones Probit a partir de la tipología

	Dólar			Euro			Yen		
	Coefficiente	Z-Stat	Probabilidad	Coefficiente	Z-Stat	Probabilidad	Coefficiente	Z-Stat	Probabilidad
Constante	-1.163	-2.773	0.006	-0.845	-1.844	0.065	-0.708	-1.418	0.156
Grupos resultantes de la tipología									
Grupo 1	1.228	2.750	0.006	0.873	1.805	0.071	0.517	1.006	0.315
Grupo 2	<i>Referencia</i>			2.558	4.402	0.000	1.338	2.177	0.030
Grupo 3	9.555	22.738	0.000	<i>Referencia</i>			0.079	0.140	0.889
Grupo 4	9.622	22.892	0.000	-0.477	-0.749	0.454	-7.284	-14.886	0.000
Grupo 5	0.615	0.976	0.329	1.564	2.698	0.007	<i>Referencia</i>		
Otros determinantes									
Peroleros	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			0.001		
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%		

Notas :

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

4. 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 14 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. Chile constituye un caso especial: la participación del euro llegó a 100% en el 2000, pero en realidad se trata de la única emisión de un país que durante los últimos años no emitió obligaciones soberanas. 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 el 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 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.

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–Quére y Lahrèche–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.

Cuadro 14

Evolución de la participación de las emisiones en euros de países seleccionados

	Argentina	Brazil	Chile	Colombia	Mexico	Venezuela
<i>En las emisiones de obligaciones privadas</i>						
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%	
1998	5.8%	3.6%	0.0%		5.4%	
1999	29.2%	4.5%	18.5%		0.0%	
2000	20.9%	16.8%	0.0%		40.1%	
<i>En las emisiones de obligaciones públicas</i>						
1993	28.2%	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%		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%	32.5%		16.0%	16.1%	26.0%
1999	56.1%	58.3%	0.0%	0.0%	13.9%	54.3%
2000	51.7%	25.3%	100.0%	36.1%	19.9%	68.5%
<i>En el total de obligaciones (privadas y públicas)</i>						
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%	0.0%	8.8%	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%	55.9%	36.1%	23.7%	68.5%

Fuente : Caisse des Dépôts et Consignations - Service des études - risque pays, Bondware

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 están implementando actualmente 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 reactivo 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

Varias conclusiones provisionarias pero robustas se desprenden del análisis realizado.

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 cada vez menos asimétrico. 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 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 en favor del euro en el plano de las reservas internacionales debería revalorizar la función de unidad de cuenta de la divisa europea.

En cuarto lugar, el aspecto más relevante en la dinámica reciente de las relaciones financieras euro-latinoamericanas –que se han intensificado fuertemente a partir de los años 90- es el incremento sostenido de las emisiones internacionales de bonos en euros (tanto del sector público como del sector privado). 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 denominadas 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.

En quinto lugar, el ritmo de este proceso dependerá de la velocidad a la que se intensifiquen los lazos financieros entre América Latina y la zona euro. Un punto crucial es la evolución futura del financiamiento en euros del sector privado de los países latinoamericanos, que es aún bajo en términos absolutos. La prosecución del dinamismo de la inversión extranjera directa de origen europeo en América Latina podría jugar en un sentido favorable a la intensificación en las relaciones financieras con Europa. 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. A su vez, la perspectiva de un reforzamiento de los vínculos financieros entre las dos regiones obliga a considerar la política de gestión de los compromisos externos de los países latinoamericanos, así como el impacto sobre el servicio de la deuda del comportamiento de las tasas de interés en la zona euro. Estos temas se analizarán en la versión definitiva de este trabajo.

Por último, conviene subrayar que las consecuencias a mediano–largo plazo que se extraen en el plano de la evolución 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. Esta situación podría verse modificada si la credibilidad del Banco Central Europeo se refuerza. Este es, a su vez, uno de los elementos decisivos del proceso de internacionalización del euro.

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.
- ARTUS P. (1997), «Comment change l'équilibre financier international s'il apparaît une seconde monnaie de réserve ?», *Etude n° 97 – 03*, CDC, Paris.
- ARTUS P. (1997), «L'unification monétaire et l'équilibre financier entre l'Europe et le reste du monde», *Etude n° 97 – 10*, CDC, Paris.
- ARTUS P. (1998), «Quel sera le taux de change d'équilibre du dollar ?», *Etude n° 98 – 06*, CDC, Paris.
- ARTUS P. (1998), «Quelles perspectives pour la parité dollar – euro ?», *Etude n° 98 – 07*, CDC, Paris.
- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (BIS) (2000), *70th Annual Report*, Basel, Junio.
- BANQUE CENTRALE EUROPEENNE (BCE) (1999), «Le rôle international de l'euro», *Bulletin Mensuel*, Frankfurt, agosto.
- BANQUE CENTRALE EUROPEENNE (BCE) (2000), *La zone euro un an après l'introduction de l'euro : principales caractéristiques et modification de la structure financière*, Frankfurt, enero.
- BAUMANN R. y M. ABREU (2000), «O Euro e o Brasil», in da Motta Veiga P. (organizador), *O Brasil e os desafios da globalização*, Sobeet/Relume-Dumarã, Rio de Janeiro.
- BENASSY-QUERE A. y M. DEUSY-FOURNIER (1994), «La concurrence pour le statut de monnaie internationale depuis 1973», *Economie Internationale*, n° 59, Paris.
- 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 (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° 2000 – 10, CEPII, Paris.
- BERGSTEN F. (1997), «The impact of the euro on exchange rates and international policy co-operation», in 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.
- BOYER R. (1998), «An essay on the political and institutional deficits of the euro», miméo, Cepremap, Paris, Agosto.
- 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. (1985), «La concurrence des monnaies véhiculaires : vers le polycentrisme monétaire ?» in *Croissance, échange et monnaie en économie internationale, Mélanges en l'honneur de J. Weiller*, Economica, Paris.
- BOURGUINAT H. (1987), *Les vertiges de la finance internationale*, Economica, Paris.
- CANALS J. (1999), «Les effets de l'euro sur les banques et les marchés financiers», presented at the Annual Meeting of the Boards of Governors, Paris, Mazo.
- CREEL J. y H. STERDINIYAK (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.
- DUISENBERG W. (2000), «The International role of the euro», www.ecb.int, noviembre.
- 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.
- FRANKEL, J.A., S. SCHMUKLER y L. SERVEN (1999); «Verifiability: a Rationale for the Failure of Intermediate Exchange Rate Regimes». Documento mimeografiado.
- GIAMBIAGI F. (1999), «Mercosul : Por que a unificação monetaria faz sentido a longo prazo?», *Ensaio BNDES*, Rio de Janeiro, Diciembre.
- GARCIA HERRERO A. y G. GLOCKLER (2000), «Unilateral Dollarisation versus Regional Monetary Union : Options for Latin America», Paper prepared for a Strategic Seminar at the CERl, Paris, Noviembre.
- HEYMANN D. (1999), «Interdependencias y políticas macroeconómicas : reflexiones sobre el Mercosur», in Campbell J. (ed), *Mercosur entre la realidad y la utopia*, CEI – Grupo Editor Latinoamericano, Buenos Aires.
- 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.
- LEVY YEYATI E. y F. STURZENEGGER (1999a), «The Euro and Latin America: is EMU a blueprint for Mercosur?», *Working Paper*, Universidad Torcuato Di Tella, Buenos Aires.
- LEVY YEYATI E. y F. STURZENEGGER (1999b), «Classifying exchange rate regimes: deeds vs words», *Working Paper*, Universidad Torcuato Di Tella, Buenos Aires.
- LEVY YEYATI E. y F. STURZENEGGER (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 in International Finance*, N° 205, Princeton University, Noviembre.
- NEHLS-OBÉGI, S. y M-R. RIPERT, (2000), "Zone euro: un nouveau trou d'air après les crises émergentes le pétrole". *Flash CDC-marchés*, Paris, noviembre.
- PORTES R. y H. REY (1998), «The emergence of the euro as an international currency», *Economic Policy*, vol. 5.
- TAVLAS G. (1991), «On the international use of currencies: The case of the Deutsche Mark», Princeton University, *Essays on International Finance*, n° 181, Marzo.
- ZAHLER R. (1999), «The euro and its effect on the economy and the integration of Latin America and the Caribbean», presentado a The Annual Meeting of the Board of Governors, IDB, Paris, Marzo.

Publicaciones y números especiales

- CAPITULOS DEL SELA (1998), «The impact of the euro on Latin America», *Système Economique Latinoaméricain (SELA)*, Caracas, Julio – Septiembre.
- REVUE EURO (1999), «Euro : la dimension internationale», n° 46, Febrero.

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.):

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

\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); $a_{ij} = 0$ para \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:

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

$X_{it} = (\dot{e}_{i\$t}, \dot{e}_{iEt}, \dot{e}_{iYt})$, 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.

Argentina	Costa Rica	Guinea-Bissau	Malaysia	Russian Federation
Bangladesh	Cote d'Ivoire	Guyana	Mali	Senegal
Barbados	Croatia	Haiti	Mauritania	Seychelles
Benin	Czech Republic	Honduras	Mauritius	Sierra Leone
Bolivia	Djibouti	Hungary	Mexico	Slovak Republic
Brazil	Dominica	India	Mongolia	Sri Lanka
Bulgaria	Dominican Republic	Indonesia	Morocco	Syrian Arab Republic
Burkina Faso	Ecuador	Iran, Islamic Rep.	Mozambique	Tanzania
Burundi	Egypt, Arab Rep.	Jamaica	Nepal	Thailand
Cambodia	El Salvador	Jordan	Nicaragua	Togo
Cameroon	Equatorial Guinea	Kazakhstan	Niger	Trinidad and Tobago
Central African Republic	Estonia	Kenya	Nigeria	Tunisia
Chad	Ethiopia	Korea, Rep.	Pakistan	Turkey
Chile	Gabon	Lao PDR	Panama	Ukraine
China	Gambia, The	Latvia	Paraguay	Uruguay
Colombia	Ghana	Lebanon	Peru	Venezuela
Comoros	Grenada	Lithuania	Philippines	Vietnam
Congo, Rep.	Guatemala	Madagascar	Poland	Zambia
		Malawi	Romania	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 AFCP provee un conjunto ordenado de ejes y de valores propios correspondientes. El valor propio n° α 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 ortogonalidad como característica fundamental, es decir, anulan todo riesgo de multicolinealidad.