

INTRODUCCIÓN

La creación de la Unión Monetaria Europea (UME) y la introducción del euro constituyen un acontecimiento histórico que, sin duda, tendrá repercusiones de primera magnitud para el orden económico mundial. A pesar de ello, el estudio de sus implicaciones ha adoptado una perspectiva básicamente regional, al ocuparse sobre todo de los efectos de la Unión Monetaria para los propios países integrantes del área. De ahí que este trabajo se centre en examinar el impacto potencial de la aparición del euro sobre el Sistema Monetario Internacional (SMI). El enfoque es fundamentalmente global, aunque también se recogen algunas implicaciones para España.

Idealmente, las características del SMI deben responder al cumplimiento de determinados objetivos: desde un punto de vista microeconómico, el sistema debe permitir realizar cualquier tipo de transacciones y financiar toda clase de operaciones de endeudamiento del modo más eficiente posible; y, desde un punto de vista macroeconómico, debe proporcionar incentivos para que los distintos países adopten políticas económicas adecuadas y consistentes entre sí. En la práctica, la configuración concreta vigente en cada momento es, en gran medida, deudora de condicionantes históricos. De este modo, el sistema actual es heredero de la ruptura abrupta, a comienzos de los años setenta, del que surgió a partir de Bretton–Woods. De él se ha mantenido, aunque de forma no explícita, el papel preponderante del dólar. Por lo demás, el presente SMI se caracteriza por su extremada flexibilidad, manifestada en sus principales elementos constituyentes: el régimen cambiario de flotación generalizada – que permite, no obstante, la existencia de acuerdos bilaterales o multilaterales que definan regímenes alternativos –; la libre elección de la cuantía y composición de los activos de reserva; y la ausencia de mecanismos centralizados y automáticos de coordinación de políticas económicas a nivel supranacional. Aunque se ha argumentado que existen mecanismos implícitos que incentivan una combinación adecuada entre coordinación y autonomía de las políticas económicas, los desalineamientos entre las principales monedas han sido relativamente frecuentes, intensos y prolongados.

En sí mismo, el surgimiento del euro no comportará probablemente una modificación radical respecto al régimen actualmente vigente, en la medida en que cabe esperar que no se vean alteradas de manera esencial las características fundamentales que se acaban de describir, salvo en lo tocante a la fijación definitiva de paridades entre un conjunto de monedas que compartían ya un régimen de tipos de cambio semifijos y a una posible modificación de los mecanismos actuales de coordinación de políticas – aunque en un sentido difícil de precisar –. Además, previsiblemente tendrá lugar una recomposición de las reservas de divisas, en paralelo a la reasignación de activos financieros por monedas en las carteras de otros tenedores y a las modificaciones en el uso relativo de cada moneda en operaciones comerciales internacionales, cambios todos ellos tendentes a reflejar más fielmente el peso relativo de cada país o grupo de países en el contexto mundial.

CONSECUENCIAS DE LA UEM.

Al igual que sucede con cualquier proceso integrador, la formación y el funcionamiento de una unión monetaria dan lugar a la aparición de costes y beneficios, los cuales han sido analizados con amplitud por la llamada teoría de las áreas monetarias óptimas, cuyas aportaciones seminales se encuentran en los trabajos de Mundell (1961), McKinnon (1963) y Kenen (1969). De forma muy sintética, los beneficios que se derivan de la existencia de una unión monetaria son tanto de índole microeconómica (o ganancias de eficiencia) como de índole macroeconómica.

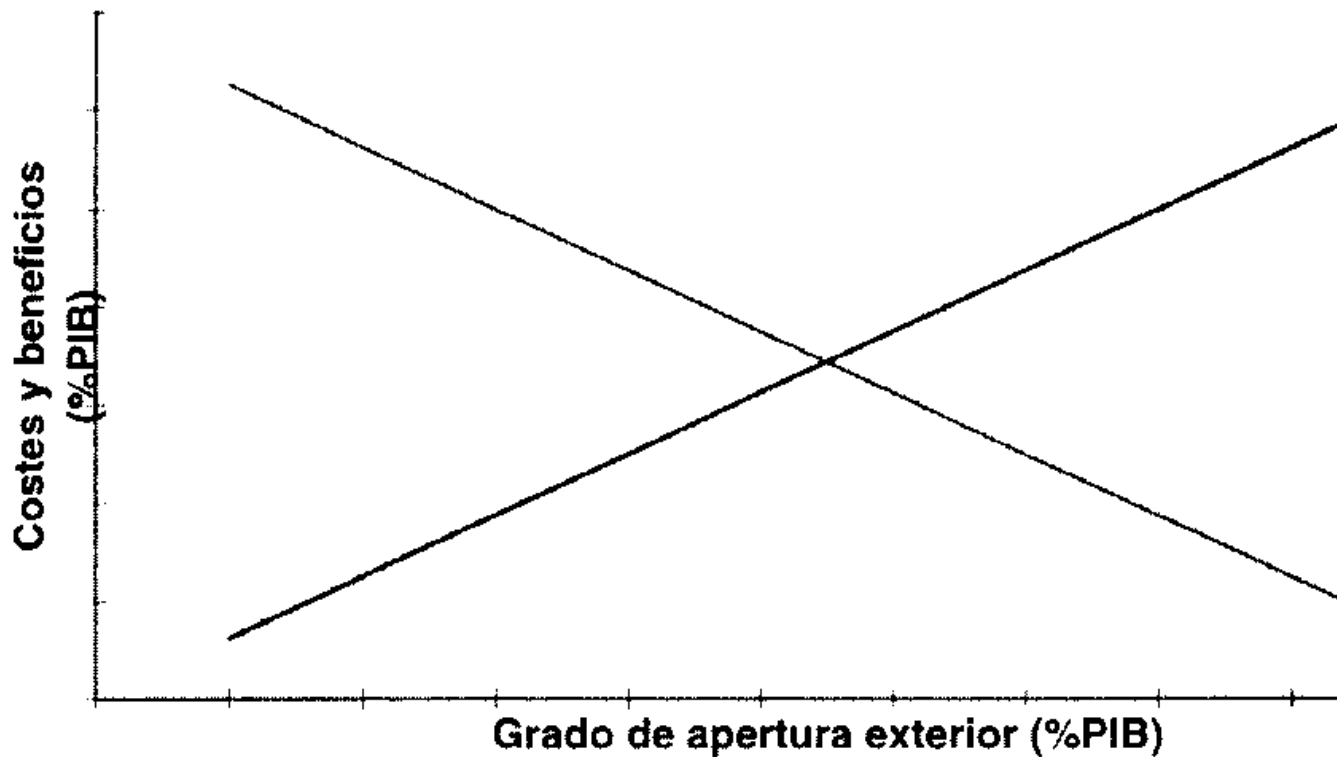
En relación con los primeros, las ganancias de eficiencia se manifiestan, fundamentalmente, a través de la reducción o supresión total de los costes de transacción asociados con el intercambio de monedas de los países de la unión y a través de la eliminación de la incertidumbre cambiaria; la primera de estas fuentes provoca ganancias no sólo de forma directa (por medio de la desaparición de las comisiones pagadas a los bancos en operaciones de compraventa de las monedas nacionales) sino, también, de manera indirecta, ya que la unión

monetaria merma considerablemente las posibilidades de discriminación de precios; por otro lado, las ganancias obtenidas a través de la segunda fuente se derivan sobre todo, del hecho de que la reducción de la incertidumbre (en este caso mediante la supresión del riesgo cambiario hace que el mecanismo de precios, entendido como instrumento de asignación de recursos), sea más eficiente. Dada la naturaleza de las mismas, y expresadas en términos cuantitativos, estas ganancias serán tanto más pronunciadas cuanto más elevado sea el volumen de comercio entre los países miembros de la unión.

A su vez, desde el punto de vista macroeconómico los beneficios de una unión monetaria se concentran, sobre todo, en el logro de una mayor estabilidad macroeconómica y de una mayor credibilidad de la política económica desarrollada, circunstancia esta última que redundará en un menor coste de ajuste (sobre todo en términos de variación del desempleo) en la lucha contra la inflación y en una mayor eficacia de la referida política. Pero, siendo esto así, es preciso reconocer que estos beneficios, que pueden llegar a ser incluso más importantes que los de procedencia microeconómica, no se obtienen de forma automática, sino que sólo se logran en el supuesto de que el banco central de la unión monetaria esté firmemente comprometido con el diseño y gestión de una política monetaria rigurosa (antiinflacionista), del tipo de la desplegada tradicionalmente, por ejemplo, por el Bundesbank. Desde la perspectiva de los costes, se estima generalmente que los mismos derivan del hecho de renunciar al empleo del tipo de cambio nominal como instrumento de ajuste macroeconómico. Sin embargo, aún reconociendo que esto es así, y dejando de lado el debate acerca de la eficacia – ineficacia económica de los ajustes cambiarios, es de sobra conocido que esta renuncia sólo constituye una verdadera pérdida (o coste) para los países que deciden formar parte de una unión monetaria si se cumplen dos condiciones: primera, que estos países se encuentren sometidos a una probabilidad relativamente elevada (y o creciente) de sufrir perturbaciones asimétricas (esto es, perturbaciones que les afecten a ellos de forma distinta a como afectan al resto de los miembros de la unión); y, segunda, que estos países no cuenten con instrumentos de ajuste alternativos a las variaciones cambiarias nominales. En efecto, si los países miembros de la unión monetaria estuvieran sujetos, fundamentalmente, a perturbaciones de carácter simétrico (es decir, a perturbaciones que les afectaran a todos ellos por igual), entonces las variaciones de los tipos de cambio nominales serían totalmente inoperantes como instrumento de ajuste, por lo que la renuncia a las mismas no constituiría, en el fondo, ninguna pérdida. Por otro lado, si, aún en el caso de existencia de perturbaciones diferenciadas (o asimétricas), los países contaran con mecanismos de ajuste alternativos a las variaciones del tipo de cambio nominal tales como una elevada flexibilidad de precios y salarios y o una alta movilidad espacial del trabajo, o con algunos instrumentos de nivelación fiscal (federalismo fiscal), entonces la pérdida del instrumento cambiario tampoco sería, en último término demasiado grave. A tenor de lo expuesto, nos parece necesario insistir – pues a menudo se olvida o se elude su consideración – que la renuncia al tipo de cambio (así como al desarrollo de una política monetaria autónoma) que conlleva la pertenencia a una unión monetaria sólo constituye una auténtica pérdida para un país que desee formar parte de la misma cuando la probabilidad de sufrir perturbaciones diferenciales es relativamente alta y creciente y cuando este país no cuente con mecanismos de ajuste alternativos. Así pues, dado que el establecimiento de una unión monetaria genera tanto costes como beneficios, es evidente que desde una perspectiva económica, que, pese a todo, no siempre es la que prevalece un país solo estará interesado en formar parte de la misma cuando los beneficios sobrepasen con claridad a los costes. Pues bien, teniendo en cuenta que los beneficios están directamente asociados con el grado de apertura exterior del país (frente al resto de miembros de la unión) y que los costes están inversamente relacionados con el mencionado grado de apertura, Krugman (1990) ha diseñado una sencilla representación (ver Gráfico) que evidencia que hay un nivel crítico de apertura exterior por encima del cual conviene integrarse en una unión monetaria y por debajo del cual esta integración no es conveniente en absoluto; además, el gráfico pone de relieve que cuanto mayor sea el grado de apertura exterior mayor es la probabilidad de que la unión monetaria redunde en la obtención de un beneficio neto para el país; por último, el gráfico revela también que el umbral de apertura exterior necesario para obtener beneficios netos es tanto menor cuanto mayor es el grado de flexibilidad de precios y salarios y cuanto mayor es la movilidad espacial de la fuerza de trabajo.

GRÁFICO

COSTES Y BENEFICIOS DE UNA UNIÓN MONETARIA



La Unión Monetaria Europea y las regiones españolas

La mayoría de los efectos generales mencionados en la sección anterior se manifiestan no solo desde una perspectiva nacional sino también en la esfera regional, lo que puede contribuir – dependiendo de cual sea su distribución espacial – a que aumenten o disminuyan las disparidades territoriales, tanto entre países como entre regiones. En nuestro caso, y conocido ya el nivel que las disparidades regionales alcanzan en nuestro país, la pregunta que hay que formularse es, a todas luces, la siguiente:

¿de qué forma evolucionaran las desigualdades regionales en España como consecuencia de nuestra integración en la futura Unión Monetaria Europea (UME)? Como es obvio, la respuesta a esta pregunta no es sencilla ni unidireccional; son tantos los elementos que influyen en el resultado final – y su conexión es, a veces, tan intrincada – que no parece posible ofrecer una respuesta taxativa y concluyente. Sin embargo, y en base a la consideración de toda una serie de criterios (en particular los enunciados sucintamente en la sección anterior) sí es posible ofrecer pistas claras, ideas precisas, acerca de por dónde pueden discurrir los acontecimientos en los próximos años.

Las ventajas de la UME y su distribución regional

Dado que, en principio, las ganancias macroeconómicas – mayor estabilidad y mayor credibilidad de la política económica– se distribuirán de forma equitativa entre todas las regiones, es en las ganancias de naturaleza microeconómica, o ganancias de eficiencia, donde es preciso indagar, tratando de conocer en

último termino, si su distribución espacial se producirá de forma homogénea o no. Para hacer esto, tres son, en esencia, las vías que habría que considerar: las ganancias directas derivadas de la eliminación de los costes de transacción en operaciones intracomunitarias, las ganancias derivadas de la reducción de las posibilidades de discriminación de precios y las ganancias provenientes de la reducción de la incertidumbre.

La apertura exterior

En relación con la eliminación de los costes de transacción en las operaciones intracomunitarias, es evidente que aquellas regiones que mantienen un mayor grado de apertura exterior intracomunitario serán las más beneficiadas por esta vía. Tradicionalmente, el grado de apertura exterior se mide a través del índice siguiente:

$IAE_i = \frac{[X_i + M_i / 2]}{PIB_i} \cdot 100$ donde X_i y M_i se refieren, respectivamente, a las exportaciones de la región i al resto de la UE y a las importaciones de esa misma región procedentes de la UE. Calculados estos índices para todas las comunidades autónomas españolas a lo largo del periodo 1988 – 1996, se observan los siguientes hechos:

CUADRO
EVOLUCIÓN DEL GRADO DE APERTURA
(CON LA UNIÓN EUROPEA)

CC.AA.	1988	1989	1990	1991	1992
Andalucía	8,5	8,3	8,2	9,1	8,2
Aragón	26,9	27,9	26,3	25,8	29,1
Asturias	7,3	9,4	9,1	8,6	9,1
Baleares	4,2	2,4	2,2	3,4	2,4
Canarias	11,5	10,8	9,4	8,2	8,1
Cantabria	13,0	14,5	14,4	13,8	13,4
Castilla-La Mancha	8,7	8,3	8,6	8,9	8,7
Castilla y León	14,3	16,6	17,6	17,9	20,6
Cataluña	26,1	26,2	26,4	26,1	26,5
C. Valenciana	20,3	19,7	19,1	20,4	19,9
Extremadura	3,4	3,6	3,2	3,4	3,4
Galicia	12,1	13,3	13,6	13,1	13,2
Madrid	21,3	22,3	22,3	21,9	21,2
Murcia	13,2	13,0	12,6	12,8	11,9
Navarra	32,6	34,3	36,4	44,5	55,6
País Vasco	26,8	27,3	26,4	25,5	24,1
Rioja (La)	10,8	10,0	10,3	11,2	11,0
España	17,9	18,4	18,4	18,5	18,6

En primer lugar, que se ha producido un aumento generalizado de las relaciones comerciales de nuestras comunidades autónomas con los demás países de la UE, lo que, de continuar en el futuro (y es previsible que así sea), implicara que todas las regiones verán incrementadas sus ganancias por la desaparición de los costes de transacción en todas sus operaciones comerciales intracomunitarias; de todas formas, puesto que el ritmo de crecimiento del grado de apertura exterior también ha diferido entre regiones, es obvio que no todas ellas saldrán igualmente beneficiadas; en concreto, y de continuar con la tendencia exhibida en los últimos años, las regiones que proporcionalmente incrementarán en mayor medida sus ganancias serán La Rioja, Navarra,

Castilla y León, Extremadura y Galicia, mientras que las que lo harán en menor medida serán Canarias y País Vasco.

En segundo lugar, que las regiones españolas que mantienen unos vínculos comerciales más intensos con el resto de la UE y, por lo tanto, las más beneficiadas potencialmente por la supresión de los costes de transacción, son precisamente las de Navarra, Aragón y Cataluña; además, Baleares y Canarias, pese a tener unos grados de apertura comercial muy reducidos, también se verán bastante beneficiadas a través de las ganancias derivadas de su elevado grado de apertura en la prestación de servicios turísticos. Y, en tercer lugar y a modo de conclusión básica, que, dado que los beneficios obtenidos no afectan por igual a todas las regiones (están más concentrados en la franja nororiental del país, que es precisamente la más desarrollada, que en el resto de España), todo parece apuntar a que la supresión de los costes de transacción será un factor que contribuirá a la ampliación de las disparidades regionales en nuestro país. Esta conclusión se ve reforzada, asimismo, por el hecho de que, además de en Canarias, es también en las regiones mediterráneas donde se concentra la mayor parte del turismo extranjero, por lo que serán de nuevo estas regiones las que obtengan ganancias adicionales a través de este mecanismo.

La discriminación de precios

La segunda fuente de mejora de eficiencia derivada de la participación en la UME es la que se manifiesta a través de la reducción en las posibilidades de discriminación de precios, hecho éste que hará que aumente la competencia intracomunitaria. Las regiones españolas que pueden salir beneficiadas en este caso serán naturalmente, aquellas que, teniendo capacidad competitiva, no han podido manifestarla hasta ahora en su plenitud debido a las prácticas de discriminación de precios ejercidas por otros países comunitarios; por el contrario, las regiones perjudicadas serán, previsiblemente, aquellas no competitivas que, apoyándose en la falta de transparencia de los mercados, sacaban provecho de ello, reservándose, fundamentalmente, una parte del mercado interior.

Así pues, de acuerdo con lo expuesto, se espera que las regiones más competitivas salgan beneficiadas con el establecimiento de la UME, mientras que se teme que las menos competitivas puedan resultar, obviamente, perjudicadas; en definitiva, se aprecia que la competitividad regional se está convirtiendo cada vez en mayor medida (primero con el Mercado Único Europeo y después con la UME) en un factor clave para entender el futuro económico de las regiones. El problema que surge aquí se plantea, sin embargo, no solo en relación con el concepto de competitividad propiamente dicho – concepto que es un tanto ambiguo – sino, sobre todo, en relación con la forma en que se mide la misma desde una perspectiva regional. Y, dado que no existe ningún indicador sintético que recoja de forma sencilla y fiable el grado de competitividad de cada comunidad autónoma, una forma indirecta de medir la misma consiste en analizar la situación de cada región en relación con toda una batería de factores de competitividad, entre los que se cuentan como más significativos, indudablemente, los relacionados con los recursos humanos, las infraestructuras y la innovación.

Hemos analizado, con información procedente de distintas fuentes, la competitividad de las distintas regiones españolas, lo que plantea la aparición de un cierto problema de falta de homogeneidad, obteniendo las siguientes conclusiones :

1. Costes de personal por trabajador, productividad aparente y costes laborales unitarios (en el sector industrial): Entre las regiones que se encuentran en una mejor posición hay que contabilizar a Extremadura, Baleares y Castilla – La Mancha, mientras que las que mantienen una posición más comprometida son Asturias y País Vasco. A su vez, la región que más ha mejorado su posición competitiva ha sido Murcia y la que la ha empeorado más ha sido Castilla – La Mancha.
2. Participación del VAB en la producción (en el sector industrial): Aunque la interpretación de este indicador no es tan directa como la de los tres anteriores (pues un porcentaje pequeño puede ser representativo de un encarecimiento relativo de los consumos intermedios, de una reducida incorporación de avances tecnológicos

– con el consiguiente aumento en la necesidad de emplear inputs intermedios –, de una especialización en productos muy convencionales – esto es, con bajo grado de transformación– o de una baja intensidad en el uso de recursos naturales), Baleares y Extremadura siguen estando muy bien situadas, mientras que Canarias, Aragón y Murcia ocupan los últimos lugares. Por otro lado, Castilla La Mancha Cantabria son, respectivamente, as comunidades que más posiciones han ganado y perdido en relación con este indicador.

3. Tamaño empresarial (en el sector industrial): Aquí son el País Vasco, Navarra y Madrid las regiones que tienen empresas de mayor dimensión, por lo que, en principio, podrían beneficiarse más de la explotación de las economías de escala; en el polo opuesto se encuentran Extremadura, Castilla La Mancha y Baleares, regiones con una presencia industrial muy reducida (lo que puede justificar su buena posición en los tres primeros criterios). Navarra es, en este caso, la comunidad que ha escalado más posiciones en el ranking, mientras que La Rioja y la Comunidad Valenciana son las regiones que más posiciones han cedido.

4. Esfuerzo tecnológico: De nuevo Madrid y País Vasco ocupan posiciones punteras, además de Murcia (que es la que mas mejora), al tiempo que, también de nuevo, Baleares y Castilla La Mancha, amén de La Rioja, ocupan los peores lugares. Castilla y León es, a su vez, la región que más puestos cede.

5. PIB por habitante (en el sector industrial): Este indicador, representativo de la dimensión y pujanza del sector secundario entendido en sentido estricto, alcanza sus valores mas bajos en Extremadura, Andalucía y Canarias, mientras que registra los niveles más altos en Madrid, País Vasco, Navarra y La Rioja. Cantabria y Castilla y León son, a su vez, las comunidades que peor y mejor se comportaron en términos de variaciones en el escalafón regional del PJB industrial por habitante.

6. Capital humano: Valorando el capital humano en función de la cualificación de la población ocupada (porcentaje de la población con estudios medios, anteriores a superiores y superiores), Madrid, País Vasco y Navarra siguen ocupando los primeros lugares de la clasificación regional, mientras que Galicia, Extremadura y Castilla-La Mancha se ubican en las últimas posiciones. Por otra parte, Aragón y La Rioja son las comunidades que más mejoraron y empeoraron, respectivamente, su posición relativa.

7. Inversión y stock de capital: En relación con estas magnitudes las regiones privilegiadas son, en esencia, Madrid, País Vasco, Cataluña y Canarias cuando el marco de referencia es la dimensión territorial, y Navarra y Baleares si se toma como tal la población; en sentido contrario, las comunidades peor dotadas son, por kilómetro cuadrado, las dos Castillas y Aragón, al tiempo que, en relación con la población, lo son Madrid, Baleares, Extremadura, Andalucía y Galicia. En términos evolutivos, las variaciones en la clasificación regional según la dotación de stock de capital (público y privado) han sido mínimas, aunque quizás Navarra haya llevado la peor parte y Castilla y León la mejor, al menos en relación a la población afectada.

En definitiva, lo que se observa es que hay regiones que, de forma bastante sistemática, se posicionan en la parte alta o baja de los indicadores correspondientes, dando a entender así que su capacidad competitiva es comparativamente alta o baja, es decir, superior o inferior a la media del país. En concreto, Madrid y País Vasco suelen ocupar las posiciones más destacadas, mientras que las mas comprometidas corresponden (salvo en la vertiente de costes y productividad, un tanto equivoca, debido a la reducida importancia de su sector industrial) a Castilla – La Mancha y Extremadura.

La incertidumbre

Por ultimo, otra vía de ganancias de eficiencia es la que se manifiesta a través de la reducción de la incertidumbre cambiaria (desaparición total en las transacciones entre los países miembros de la UME), lo que se traduce en una mayor transparencia del mecanismo de precios y, consecuentemente, en unos mayores aumentos de bienestar. Ahora bien, puesto que las regiones que se beneficiarán mas por esta vía serán precisamente las que se encuentren más abiertas a los intercambios intracomunitarios y las que tengan una mayor capacidad competitiva, se concluye que este mecanismo no hará más que reforzar los efectos causados

por los dos mecanismos (eliminación de costes de transacción y reducción de las posibilidades de discriminación de precios) mencionados previamente.

Los costes de la UME y su distribución regional

Tal y como se expuso con anterioridad, los costes que para las regiones españolas puede acarrear nuestra incorporación a la UME sólo se pondrán de manifiesto en el caso de que se cumplan dos condiciones: primera, que las regiones sufran perturbaciones asimétricas (o diferenciadas) y, segunda, que, para hacer frente a tales perturbaciones, las regiones no dispongan de mecanismos de ajuste alternativos a las variaciones del tipo de cambio nominal. En consecuencia, si queremos evaluar, aunque solo sea en términos cualitativos, la magnitud de estos costes potenciales, tendremos que valorar, por un lado, cual es la probabilidad de que las regiones españolas sufran perturbaciones asimétricas y, por otro y enfrentados con esta posibilidad, si cuentan o no con otras formas de combatir estas perturbaciones que no sean las alteraciones cambiarias nominales.

Unión monetaria y perturbaciones asimétricas.

Para analizar las probabilidades que existen de que las regiones españolas sufran perturbaciones asimétricas es necesario responder, a su vez, a dos cuestiones previas: por un lado, hay que ver cómo se identifica la existencia de tales perturbaciones y, por otro, hay que conocer que factores determinan que la probabilidad de sufrir estas perturbaciones sea mayor o menor.

En relación con la primera cuestión, y teniendo en cuenta que no existe forma directa de identificar si una perturbación es o no asimétrica, hay que recurrir necesariamente a indicadores indirectos, reconociendo que los mismos plantean el problema, prácticamente insoluble, de recoger, de forma simultánea, los efectos de la perturbación y la respuesta dada a la misma (de Grauwe y Van – haverbeke, 1993 y Bayoumi y Eichengreen, 1992).

Pues bien, al objeto de identificar en qué medida las regiones españolas se han visto sometidas a perturbaciones de carácter asimétrico en relación con el conjunto nacional, llevamos a cabo – para el periodo 1955 1995 y tomando como variable de referencia el VAB – un tipo de análisis que está basado en el trabajo de Cohen y Wyplosz (1989) y en una adaptación del mismo al caso español realizada por Myro y Perelli (1996). De acuerdo con este enfoque, se ponen de manifiesto los hechos siguientes:

1. Existen diferencias importantes en la tasa de crecimiento a largo plazo del VAB de las regiones españolas; algunas comunidades autónomas, particularmente Canarias, Baleares, Madrid y Murcia crecen sensiblemente por encima de la media nacional, mientras que otras, entre las que se encuentran las tres de la Cornisa Cantábrica, Castilla y León y Extremadura, lo hacen muy por debajo.
2. Que, con la clara excepción de Cantabria y en menor medida de Asturias, las regiones antes mencionadas han anotado una desviación típica en su crecimiento anual superior a la media nacional, lo que podría ser indicativo de que las disparidades que registran en relación con la tasa de crecimiento nacional no tienen carácter tendencial, algo que, como apuntamos más adelante, no se ve confirmado por nuestro análisis.
3. Tratando de profundizar en las asimetrías en las tasas de crecimiento del VAB regional, establecemos una medida de las mismas que viene dada, para cada comunidad autónoma, por la varianza del logaritmo del ratio entre el VAB regional y el VAB nacional. En este sentido se aprecia que, como norma general, las regiones que más han diferido en su tasa de crecimiento frente a la del conjunto nacional son las que tienen un mayor valor de la varianza, siendo la única excepción la constituida por Murcia.
4. A continuación, para identificar las perturbaciones asimétricas calculamos el componente transitorio (o cíclico) de la serie original de las tasas de crecimiento del VAB, para lo que ajustamos, para cada región, una tendencia cuadrática²⁰, calculando posteriormente la varianza de la misma. Por último, computamos, también

para cada región, el porcentaje que la varianza del componente transitorio de la serie original representa sobre la varianza de la referida serie original, identificando tal porcentaje como la medida de las perturbaciones asimétricas. En este sentido, los resultados que obtenemos permiten sostener que las regiones en las que la probabilidad de sufrir una perturbación diferenciada es mayor son las de Navarra y Galicia, seguidas de Cataluña, Andalucía y Comunidad Valenciana, comunidades que, excepto la valenciana, han experimentado un diferencial de crecimiento con la media nacional muy poco acusado; por el contrario, Asturias, Cantabria y Castilla y León son las regiones en las que la mencionada probabilidad alcanza un valor más reducido, por lo que se deduce que han crecido tendencialmente por debajo de la media; en definitiva concluimos, al igual que Myro y Perelli (1996), que no parece existir una asociación muy estrecha entre el crecimiento diferencial de algunas regiones y la importancia de las perturbaciones asimétricas a que han estado sometidas. Estos resultados, sin embargo, hay que tomarlos con enorme precaución, al menos por tres motivos: en primer lugar, porque, como se dijo anteriormente, la serie utilizada (VAB) recoge en sus valores tanto las perturbaciones como las respuestas dadas a las mismas; en segundo lugar, porque estamos identificando las perturbaciones asimétricas con los residuos (componentes transitorios) de la serie original; y, en tercer lugar, porque el horizonte temporal contemplado (1995–1995) es tan amplio y recoge cambios estructurales de tal intensidad que se hace difícil comparar la situación entre los años extremos de la muestra.

En relación con la segunda cuestión planteada, la relativa a los factores que inciden en que la probabilidad de sufrir una perturbación asimétrica sea mayor o menor recordamos que en la literatura económica normalmente se citan tres: la estructura productiva, el comercio intraindustrial y los efectos de aglomeración, considerándose que cuanto más especializada se encuentre una región, menor sea su comercio intraindustrial y mayores los efectos de aglomeración, mas elevada será la referida probabilidad.

Analizando exclusivamente el primero de estos factores, el relativo a las disparidades regionales en la estructura productiva, se pueden extraer las dos conclusiones siguientes:

En primer lugar, que sea cual sea el valor alcanzado por el índice de especialización, existe una tendencia generalizada, con las excepciones de Baleares y Navarra, hacia el mantenimiento y/o aproximación de las estructuras ocupacionales entre todas las comunidades autónomas.

En segundo lugar, que el grado de especialización varía considerablemente entre regiones, siendo Baleares, Extremadura Navarra y País Vasco las que alcanzan valores más elevados y Aragón y Cantabria las que lo tienen más bajo. En consecuencia, la probabilidad de sufrir perturbaciones asimétricas sería menor en estas dos últimas regiones que en aquellas – mencionadas anteriormente – que se encuentran más especializadas está claro que el valor alcanzado en todas las regiones es lo suficientemente bajo como para considerar que las estructuras productivas no difieren sensiblemente entre comunidades autónomas. Así pues, habría que concluir señalando que, de seguir con esta tendencia y en cierta medida en contraposición con lo sucedido en el pasado, no parece que el riesgo de sufrir perturbaciones asimétricas, o diferenciadas, vaya a tener una gran importancia para las regiones españolas en los próximos años.

Flexibilidad salarial

En presencia de perturbaciones de carácter asimétrico, la flexibilidad salarial y la movilidad laboral constituyen, tal y como se mencionó con anterioridad, mecanismos de ajuste alternativos a las variaciones del tipo de cambio nominal. ¿Cuál es, a este respecto, la situación de las regiones españolas? Pues, empezando por la flexibilidad salarial a nivel regional, la evidencia empírica disponible – confirmada por nuestras propias estimaciones– nos lleva a establecer la conclusión de que no se puede confiar en la misma en el caso de que sea necesaria; por el contrario, lo que se pone de manifiesto cíe forma rotunda es que tal flexibilidad es bastante reducida como consecuencia, fundamentalmente, de que los incrementos salariales en España se negocian a nivel sectorial dentro de cada provincia (lo que, en principio, permitiría un cierto margen para la diferenciación salarial), pero siguiendo directrices que se marcan a nivel nacional; en definitiva, la dispersión regional en las tasas de variación de los salarios es muy reducida; ello no obstante, es preciso reconocer que la

misma es algo mayor en lo que se refiere a los niveles salariales.

En nuestro caso, pretendemos analizar el grado, características y determinantes de la flexibilidad salarial de las regiones españolas, para lo que procedemos a estimar algunas ecuaciones de salarios, siguiendo sobre todo el enfoque planteado por Abraham y Van Rompuy (1995). Teniendo en cuenta que la base de datos TEMPUS (INE) ofrece información sobre la dinámica salarial a nivel regional, hemos estimado tres tipos de ecuaciones, cada una de ellas con unas características específicas, tratando de determinar el grado de respuesta de los salarios regionales ante perturbaciones de carácter regional (asimétricas) y agregado (simétricas). Pues bien, después de analizar estas ecuaciones para cada una de las regiones españolas de forma individual se obtienen las siguientes conclusiones:

1. En contra de lo esperado, los aumentos en la tasa de desempleo regional no ejercen una gran influencia sobre la evolución de los salarios regionales, constituyendo esto un indicador claro de la acusada rigidez salarial que existe en las regiones españolas.
2. Asimismo, se aprecia que las modificaciones en la tasa de desempleo nacional tampoco ejercen una influencia significativa en la evolución de los salarios regionales.
3. Por el contrario, la evolución de los salarios nacionales es de gran relevancia para explicar el comportamiento de los salarios regionales, lo que constituye una prueba evidente de que la tasa de variación de los mencionados salarios regionales se encuentra fuertemente indexada con la tasa de variación de los salarios nacionales, y, por lo tanto, de la falta de flexibilidad salarial a escala regional.
4. También en contra de lo postulado por la teoría, la tasa de crecimiento de los salarios regionales tampoco responde de forma clara a las variaciones regionales de la productividad, en consecuencia, una disminución de ésta no conllevará la moderación salarial necesaria para hacer frente al aumento del desempleo regional. Este mismo resultado se produce, básicamente, en relación con la tasa de crecimiento de la productividad nacional
5. El ritmo de crecimiento de la tasa de desempleo regional, de la tasa de paro nacional y de la productividad regional ejercen una influencia muy escasa sobre la evolución de los salarios regionales, por lo que existen serias dudas acerca de la capacidad que puede tener una región cualquiera para ajustarse ante shocks específicos que puedan ocurrir en la misma;
6. Por el contrario, la tasa de variación del salario nacional resulta tener una gran incidencia y ser estadísticamente significativa sobre la evolución de los salarios regionales; y
7. Por último, la dinámica de la productividad nacional sí ejerce una influencia notable sobre la trayectoria de los salarios regionales, lo que sucede, fundamentalmente, a través de su incidencia sobre los salarios nacionales.

En definitiva, pues, lo que se deduce de nuestro análisis a través de cualquiera de los procedimientos de estimación utilizados es que la flexibilidad salarial en las regiones españolas es muy reducida, hecho que se muestra, sobre todo, en la escasa sensibilidad que los salarios regionales tienen ante variaciones en las tasas de desempleo (tanto regionales como nacional), en la fuerte correlación que existe entre la evolución de los salarios regionales y la del salario nacional y en la pequeña influencia que las variaciones de la productividad (regional, sobre todo) tiene sobre los salarios regionales. En todo caso, y siempre dentro de esta línea de escasa flexibilidad, parece que las regiones mejor situadas (mas flexibles) son Cataluña Comunidad Valenciana y Aragón, mientras que las que están peor situadas (menos flexibles) son Andalucía, La Rioja y País Vasco.

Movilidad laboral

Tal y como se apuntó con anterioridad, un instrumento de ajuste – alternativo a las variaciones cambiarias y a la flexibilidad salarial– al que pueden acudir las regiones españolas, en caso de verse afectadas por shocks específicos, es el que se manifiesta en forma de movilidad laboral de unas regiones a otras, esto es, en forma de movimientos migratorios netos; así pues, la verdadera importancia de estos flujos migratorios radica en la potencialidad que tienen para actuar como elemento amortiguador de los costes de ajuste (y como elemento dinamizador del proceso correspondiente) ante perturbaciones que afecten negativamente a unas regiones pero no a otras.

¿Cuál es, al respecto, la situación de nuestro país? Si bien es cierto que, en un periodo determinado, las migraciones interiores en nuestro país (así como las exteriores) fueron de gran intensidad, contribuyendo con ello a reducir de forma sensible la tasa de desempleo, los años setenta y, sobre todo, los ochenta han visto como los flujos migratorios, pese a ser relativamente importantes en términos absolutos, se reducían considerablemente en términos netos, de manera tal que, en la mayoría de las regiones, las tasas netas de migración alcanzan en la actualidad valores muy próximos a cero. Este comportamiento, que se ilustra en las tres figuras del Gráfico 9 y en las del Anexo, permite contrastar con nitidez lo sucedido en tres periodos singulares: en la primera figura, relativa al periodo 1962-73 se aprecia que las observaciones se alejan notablemente de la línea diagonal, lo que indica que hay, de forma simultánea, una fuerte concentración y polarización regional de los flujos de entrada (en Cataluña, Madrid, Comunidad Valenciana y País Vasco) y de salida (en Andalucía, Castilla La Mancha, Castilla y León y Extremadura), fenómeno que contribuyó a la relativa igualación de las tasas de desempleo regionales; en el segundo periodo (1974-85) se ve que la polarización de los flujos se reduce, acercándose más las observaciones a la diagonal; por último, en el periodo 1986-93 se observa que los saldos migratorios están más cercanos al equilibrio y se encuentran mejor distribuidos por comunidades autónomas es decir, se aprecia que las observaciones se encuentran bastante más próximas a la diagonal principal que en las dos etapas anteriores.

Naturalmente, el comportamiento registrado en el último periodo no sólo no ha contribuido en absoluto a la igualación regional de las tasas de desempleo sino que, de persistir en el futuro, no permitirá considerar que los flujos migratorios puedan actuar como mecanismo de ajuste de los mercados de trabajo regionales, haciendo que cada región deba asumir la carga del ajuste correspondiente. Sobre este particular, sin embargo, las expectativas no parecen muy halagüeñas, ya que los factores que, teóricamente al menos, promueven la movilidad laboral de una regiones a otras han perdido vigencia en los últimos tiempos. En efecto, si consideramos que las personas emigran de una región a otra (o de un país a otro) para mejorar sus condiciones económicas, se puede decir que algunos de los factores que tienden a determinar estas (tasa de paro y nivel de salarios o de renta en la región de origen) se han aproximado bastante entre comunidades, al tiempo que han surgido otros factores que dificultan tal movilidad y que tienen un peso específico importante:

1. Tal y como se puso de relieve con anterioridad, las disparidades regionales en las tasas de desempleo – pese a que los niveles han aumentado sistemáticamente en todos los casos– han disminuido de forma apreciable a lo largo del tiempo, lo que contribuye a desincentivar los movimientos laborales de unas regiones a otras.
2. Si consideramos la renta per capita como un buen indicador del nivel de vida de una comunidad, hay que recordar que exactamente el mismo tipo de proceso señalado en el punto anterior ha tenido lugar en relación con esta magnitud, lo que también ha desincentivado los movimientos migratorios; este fenómeno se produce también si en lugar de la renta per capita se toma como indicador relevante el nivel salarial por regiones.
3. Un tercer factor que ha contribuido a reducir la intensidad de los movimientos migratorios netos es, sin lugar a dudas, el elevado nivel que alcanza la tasa de paro nacional, ya que reduce drásticamente los beneficios potenciales de la migración al rebajar la probabilidad de encontrar empleo en la región de destino, cualesquiera que sea ésta.
4. Por último, hay otros factores (cambios en la estructura productiva, mal funcionamiento del mercado de la vivienda, prestaciones sociales a cargo del llamado "estado del bienestar" características singulares de cada

región, etc.) que en los últimos años han alcanzado una importancia tal que, en el mejor de los casos, no están contribuyendo a incentivar los movimientos migratorios y en el peor están actuando como desincentivadores de estos. Un dato relevante en este sentido es que, en cierta medida, se ha producido un cambio en la pauta de los flujos migratorios, sucediendo que hay una cantidad creciente de personas que emigran de las regiones más desarrolladas a las menos desarrolladas, lo que indica que no son sólo, ni principalmente, los factores económicos los que influyen en la dirección de los flujos migratorios.

Tratando de ser un poco más sistemáticos a la hora de conocer los determinantes de los movimientos migratorios interregionales en España, hemos ensayado la estimación de varios modelos econométricos, ocurriendo que el que ofrece unos resultados más prometedores. De estos estudios se deducen las conclusiones siguientes: 1. Que, en contra de lo inicialmente apuntado, la tasa migratoria neta responde esencialmente a las diferencias en las tasas relativas de paro; 2. Que en menor medida, y con un estadístico t no significativo, responde también a los salarios; 3. Que la mencionada tasa no se ve influida por el precio relativo de la vivienda en cada región, y 4. Que los parámetros propios de cada región (que han de interpretarse como diferencias en las tasas migratorias con relación a la Comunidad de Madrid) no son significativos, aunque podría sostenerse que Canarias es, *ceteris paribus*, la comunidad que tiene una tasa inmigratoria más elevada, seguida a cierta distancia por Andalucía y de un buen número de comunidades mediterráneas; en sentido opuesto, la región que, *ceteris paribus*, registra una tasa de emigración más elevada es el País Vasco, seguida de cerca, a su vez, por Castilla y León y, algo más alejada, Galicia.

IMPLICACIONES INTERNACIONALES DE POLÍTICA ECONÓMICA

La creación de la UME supondrá la emergencia de un área económica con un poder de negociación y decisión muy superior, en el ámbito monetario, al de los países constituyentes. En este sentido, la reducción resultante en el número de autoridades monetarias autónomas podría facilitar la coordinación internacional de políticas monetarias. *A priori*, podría parecer que tal simplificación no sería trasladable a otros terrenos de la política económica, dado que las competencias sobre política fiscal permanecerán depositadas sobre los gobiernos nacionales; sin embargo, el Pacto de Estabilidad constituye un mecanismo implícito de coordinación fiscal dentro de la UME. En lo que se refiere a la política cambiaria, las competencias dentro de la UE están compartidas entre el Consejo ECOFIN y el BCE, de manera que la participación del área del euro en los foros internacionales exigirá una estrecha coordinación entre estas instituciones. No obstante, en un régimen de flotación como el actual y como el que regirá a partir de la implantación del euro, la evolución cambiaria a medio y largo plazo está determinada fundamentalmente por la política monetaria. En todo caso, las prerrogativas asignadas al Consejo ECOFIN en materia cambiaria se entienden limitadas a circunstancias excepcionales (tales como un desalineamiento notorio de los tipos de cambio) y están, además, sometidas a la inexistencia de interferencias con la independencia del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) y con su objetivo primario de mantenimiento de la estabilidad de precios.

Además, la UME podría intensificar los incentivos a la coordinación internacional de políticas económicas entre los principales bloques, especialmente durante el período inmediatamente posterior a la introducción del euro, en la medida en que las hipotéticas incertidumbres iniciales acerca del diseño y ejecución de la política monetaria pudieran hacer que el BCE fuese más receptivo a este tipo de iniciativas. En cuanto a Estados Unidos, es posible que la aparición del euro implique mayores restricciones sobre sus políticas económicas, dada su condición de principal deudor mundial. Su capacidad para financiar sus voluminosos déficit exteriores en el largo plazo tal vez podría verse afectada si la posición hegemónica del dólar como moneda internacional se viera disminuida. Además, si la volatilidad cambiaria se acrecentase en el nuevo SMI, su financiación exterior podría verse encarecida, dado que sus prestamistas extranjeros exigirían tipos de interés superiores como compensación del mayor riesgo cambiario. Por ambas razones, la UME podría proporcionar, en comparación con la situación actual, mayores incentivos a la Reserva Federal a preocuparse por paliar las fluctuaciones del tipo de cambio del dólar.

EL COMPORTAMIENTO DEL TIPO DE CAMBIO DEL EURO

Los determinantes del comportamiento del euro, tanto en términos de la evolución tendencial de su tipo de cambio como de su variabilidad, diferirán muy probablemente en dos fases: un período inicial, de duración incierta, a lo largo del cual el tipo de cambio de la nueva moneda tenderá a ajustarse hacia su nivel de equilibrio; y el largo plazo, cuando, una vez terminados estos ajustes, la marcha del euro en los mercados cambiarios esté determinada por factores análogos a los que caracterizan a cualquier otra moneda ya establecida. En la etapa inicial, la evolución del tipo de cambio del euro estará sometida a algunas incertidumbres, que emanan, básicamente, de dos fuentes. Por un lado, el nacimiento de la nueva moneda representa un cambio estructural de grandes proporciones, con implicaciones para los tipos de cambio reales entre las principales monedas cuyo sentido resulta difícil de prever. Por otro lado, el área de la UME estará caracterizada, al comienzo de su andadura, por la innovación histórica que supone el funcionamiento del nuevo marco institucional y, en particular, del Banco Central Europeo (BCE). En este período, la evolución de los mercados cambiarios estará determinada por la confianza relativa de que gocen las principales monedas, que, a su vez, dependerá de que las políticas económicas sean capaces de garantizar, de manera permanente, la estabilidad nominal.

Dado el mandato de estabilidad de precios y el elevado grado de independencia con que el BCE ha sido dotado, así como las implicaciones del Pacto de Estabilidad y Crecimiento para las políticas fiscales del área, cabe esperar que el euro sea inicialmente una moneda con un alto grado de estabilidad nominal, lo que se traducirá en un elevado atractivo para los inversores internacionales.

De hecho, al inicio de la UME, las variaciones en la demanda y la oferta de instrumentos financieros denominados en las principales divisas constituirán un condicionante muy importante del grado de fortaleza de la futura moneda europea. La introducción del euro se verá acompañada, previsiblemente, por el deseo de los inversores internacionales de mantener inmediatamente más activos denominados en esta moneda, mientras que la oferta solo podría ajustarse paulatinamente. Si ello fuera así, este elemento apuntaría a una cierta fortaleza del euro, cuya magnitud estaría directamente relacionada con el tamaño del exceso de demanda. Este factor podría verse, no obstante, atemperado o incluso plenamente contrarrestado por la presión a la baja sobre las rentabilidades en euros derivada de tales desplazamientos. Con el transcurso del tiempo, la mayor preferencia de los emisores por los instrumentos de endeudamiento denominados en euros – en la medida en que la integración de los mercados financieros europeos repercuta en una reducción del coste de esa financiación, vía ganancias de eficiencia– compensará el exceso de demanda inicial.

Una vez que el reajuste inicial de carteras haya tenido lugar – probablemente a lo largo de un período prolongado – y que se haya desvelado por completo el comportamiento de las autoridades fiscales y monetarias de la UME, las políticas económicas practicadas en los principales bloques de la economía mundial pasarían a ser el elemento dominante en la evolución tendencial del tipo de cambio de la moneda europea. En este sentido, el marco institucional de la UME aboga por un euro caracterizado por la estabilidad nominal. Es posible que la variabilidad del tipo de cambio del euro frente a otras divisas sea algo mayor, tanto en la etapa de transición como en el largo plazo, a la que ha caracterizado a las monedas europeas frente a terceras monedas en las últimas décadas, aunque en este terreno el peso de los distintos argumentos está más equilibrado. Al inicio de la UME, la intensidad de los desplazamientos de carteras podría dar lugar a algunas oscilaciones cambiarias. Además, es concebible que las autoridades monetarias de la UME pudieran conceder una menor atención a las fluctuaciones de su moneda que los bancos centrales europeos en la actualidad, dada la desaparición de uno de los motivos por los que estos se han preocupado de tratar de contrarrestar los movimientos de sus divisas en los últimos años: el impacto del comportamiento del dólar sobre los tipos de cambio intraeuropeos. En la dirección opuesta, es posible que, al comienzo de la UME, el BCE otorgue cierta relevancia a las fluctuaciones cambiarias en la adopción de decisiones de política monetaria, en un hipotético contexto inicial de incertidumbre acerca de los efectos de estas últimas. A más largo plazo, puede argumentarse que, puesto que la economía de la UME tendrá una naturaleza más cerrada que la de cualquiera de los países que constituyen la UE en la actualidad, el tipo de cambio tenderá a desempeñar un papel más reducido en la política económica, dada la menor incidencia de las oscilaciones cambiarias sobre la actividad y los precios. No obstante, también es cierto que la mayor apertura actual de las economías europeas no es

muy relevante a efectos de la volatilidad global de sus monedas, según indica la gran estabilidad registrada por los tipos de cambio intraeuropeos en épocas recientes. Además, el comercio exterior no es, posiblemente, un criterio muy adecuado para la medición de los incentivos de las autoridades a preocuparse por la variabilidad cambiaria, puesto que el proceso de globalización no se manifiesta exclusivamente en la intensificación de los intercambios comerciales, sino también en las decisiones de producir en distintos países y de colocar – o captar– recursos financieros en diversas áreas geográficas.

LA UTILIZACIÓN DEL EURO EN EL SISTEMA MONETARIO INTERNACIONAL

La aparición del euro comporta el mayor desafío, hasta la fecha, a la supremacía adquirida por el dólar tras la posguerra en el contexto del SMI. Probablemente, el lento declive que la moneda norteamericana inició tras la quiebra de Bretton – Woods se vea gradualmente acelerado, de modo que comience un proceso cuyo punto final a largo plazo estaría representado por un sistema de naturaleza bipolar, en el que el dólar y el euro desempeñarían papeles de relevancia comparable. Esta tesis está respaldada por el examen de un conjunto de factores [Bergsten (1997)] que, aunque de forma imperfecta, contribuyen a explicar el grado de utilización internacional de una moneda (cuadro 1). Los dos primeros (la ausencia de controles cambiarios en la economía que la emite y su estabilidad nominal) tienen más bien la naturaleza de prerequisites que una moneda debe cumplir para acceder a una utilización internacional amplia; con elevada probabilidad, ambos serán satisfechos en igual medida tanto por el dólar como por el euro. Además, la relevancia del papel de la nueva moneda europea en el futuro SMI estaría avalada, a muy largo plazo, por el peso equiparable de Estados Unidos y de la UME dentro de la economía y el comercio mundiales, así como por su similar grado de apertura al exterior. Otros factores hacen más complejo precisar con exactitud la importancia relativa que una y otra moneda alcanzarán en el SMI. En primer lugar, la posición exterior fuertemente deudora de Estados Unidos podría operar en contra de la demanda de dólares en el largo plazo, en la medida en que tendiera, en caso de mantenerse, a minar la confianza en la fortaleza de esta moneda y los incentivos de las autoridades a preservar su valor. En sentido opuesto, la segmentación y el reducido tamaño comparativo de los mercados financieros europeos (frente a los de Estados Unidos) constituyen un serio obstáculo potencial al desarrollo del euro. De ahí que, para que la nueva moneda pueda rivalizar con el dólar a nivel internacional, será preciso que esta desventaja se corrija. Ello ocurrirá, en parte, como resultado del estímulo proporcionado por la propia UME a la integración y liquidez de los mercados financieros en el área del euro; sin embargo, cabe esperar que el proceso sea lento, debido a que la homogeneización de las prácticas no será inmediata y a la inexistencia de un prestatario central equivalente al Tesoro de Estados Unidos.

Parece, por tanto, relativamente bien establecida la conclusión que apunta a un papel muy relevante de la nueva moneda europea en el SMI a muy largo plazo. Sin embargo, es mucho más incierto el ritmo al que irá creciendo el peso del euro. Esa incertidumbre se verá alimentada por el comportamiento inercial de cualquier orden monetario establecido, explicado por las ventajas de que goza la moneda dominante. Por esta razón, los cambios en la importancia relativa de las principales monedas se han desarrollado históricamente con gran lentitud.

Para precisar en mayor medida el orden de magnitud de los cambios necesarios para que el euro alcance un peso análogo al del dólar en el SMI, resulta útil comparar el grado presente de utilización de la moneda norteamericana y de las actuales divisas europeas en los distintos ámbitos en que está presente una moneda internacional (en la denominación del comercio mundial, en los mercados de divisas y en las carteras de los inversores privados y de los bancos centrales de las distintas áreas geográficas), así como evaluar las perspectivas futuras del euro en cada uno de ellos. Es importante notar que, en cualquiera de estos cuatro terrenos, la cuota de participación inicial del euro se verá reducida de forma súbita en relación con la correspondiente a las actuales monedas europeas, a causa del mero cambio en la moneda

de denominación .

CUADRO 1

Factores determinantes de la utilización internacional de una moneda

	UE	EE UU
Ausencia de controles de cambios		Cumplimiento previsible
Mantenimiento de la estabilidad nominal		Cumplimiento previsible
Tamaño de la economía (en relación con el total mundial)	29 %	25 %
Participación en el comercio mundial	15 % (a)	13 %
Grado de apertura al exterior	17 % (a)	19 %
Posición financiera frente al resto del mundo	Acreedora	Deudora (más desfavorable para el dólar)
Grado de desarrollo de los mercados financieros		Mucho mayor (más favorable para el dólar)

Fuentes: FMI, Eurostat, Bergsten (1997) y elaboración propia.
(a) Excluidos los flujos intraeuropeos.

El uso del euro en la denominación del comercio mundial

Según las estimaciones disponibles más recientes (cuadro 2), el dólar es, con gran diferencia, la principal moneda de denominación del comercio entre los distintos países. Su uso supera al peso de Estados Unidos en las exportaciones mundiales por un amplio margen. Por el contrario, las participaciones del conjunto de monedas de los países de la UME para las que existe información son análogas al peso de estas economías en el comercio internacional. Además, probablemente, una parte muy elevada de las transacciones exteriores en las que intervienen estas monedas europeas tienen lugar entre los países que las emiten, por lo que cabe esperar que la cuota inicial del euro sea muy reducida.

Es difícil evaluar las perspectivas ulteriores del euro, dado el escaso conocimiento acerca de los determinantes de la elección de las monedas de denominación del comercio internacional. En términos muy generales, la utilización de una moneda tiende a exceder el peso en el comercio mundial del país que la emite tanto más cuanto mayor sea este último, aunque esta pauta no es sistemática, como muestra el caso de Japón. Este factor y la estabilidad de precios en la economía emisora son relevantes, al menos como prerequisites, y en ambos aspectos, la UME se encontraría bien posesionada. Otro conjunto de factores encierra probablemente un elevado poder explicativo, aunque su importancia relativa sea de difícil verificación. Entre ellos se incluirían la composición del comercio exterior de cada país, la naturaleza de su régimen de tipo de cambio o la disponibilidad de instrumentos de cobertura del riesgo cambiario.

CUADRO 2

Participación de las principales monedas y países en el comercio internacional

	Participación en las exportaciones mundiales			
	1980		1992	
	Denominadas en	Realizadas por el país emisor de	Denominadas en	Realizadas por el país emisor de
Dólar USA	56	11,9	48	11,9
Marco alemán	14	10,4	15	11,3
Franco francés	6	6,2	6	6,3
Lira italiana	2	4,2	3	4,7
Florín holandés	3	4,0	3	3,3
Libra esterlina	7	6,2	6	5,1
Yen japonés	2	7,0	5	9,1
Otras	10	43,1	14	48,3

Fuentes: Direction of Trade Statistics (Fondo Monetario Internacional) y Mc Cauley (1997).

El euro en los mercados de divisas.

En abril de 1995 [BIS (1996)], el dólar intervino en un 83,3 % de las transacciones llevadas a cabo en los mercados de divisas, frente a unas participaciones respectivas del yen y de las monedas del SME del 24,1 % y del 59,7 %, respectivamente (cuadro 3). La cuota del marco alemán ascendió al 36,1 %. En buena medida, la primacía del dólar se explica por el papel desempeñado por la divisa norteamericana como vehículo en

aquellas transacciones entre pares de divisas con mercados estrechos. El marco cumple una función análoga entre las monedas del SME. Por este motivo, una forma de aproximar las cuotas iniciales del dólar y del euro consiste en restar, a las transacciones actuales en las que intervienen monedas del SME, las que tienen lugar entre dos de ellas. Hecha esta operación, las participaciones respectivas serían, al inicio de la UME, del 89,5 % para el dólar y del 56,7 % para el euro (4). Al margen de este impacto inicial, el eventual mayor peso de la nueva moneda en la denominación del comercio y en los mercados financieros augura un aumento gradual de las transacciones en euros, al que no será ajena la mayor importancia de las operaciones con monedas de la Unión Europea (UE) que no accedan inicialmente a la UME o de otros países europeos (ya sean cruces directos o bien intermedios frente a terceras divisas).

El euro en los mercados internacionales privados.

Para examinar la situación de partida de las principales monedas, sería preciso disponer de información detallada acerca de las emisiones realizadas en cada una de ellas por no residentes (independientemente de la nacionalidad del tenedor) y por residentes en el territorio nacional (y con tenedor extranjero) o en el extranjero.

Sin embargo, la escasez de información disponible impide llevar a cabo el análisis en estos términos. Una posible alternativa de alcance más limitado consiste en examinar las cuotas de las distintas monedas en el saldo vivo de emisiones internacionales de renta fija .

CUADRO 3

Participación de las principales monedas en los mercados de divisas (en porcentaje del total) (a)

	Abril 1989	Abril 1992	Abril 1995
Dólar USA	90	82	83
Yen japonés	27	23	24
Franco suizo	10	9	7
Libra esterlina	15	14	10
Monedas del SME	33	56	60
Marco alemán	27	40	37
Franco francés	2	4	8
Ecu	1	3	2
Otras monedas del SME	3	9	13
Otras monedas	25	16	16

Fuente: Bank for International Settlements (1996).

(a) Las cifras representan la participación de cada moneda dentro del volumen total negociado en los mercados cambiarios mundiales. La suma para todas las monedas es 200, porque en cualquier transacción intervienen dos de ellas.

Con datos del FMI [FMI (1997)], la presencia en estos mercados de las monedas del conjunto de la UE era, en marzo de 1997, de un 34,2 % del total (frente al 40,2 % del dólar). Si se atiende a las cuotas en función de la nacionalidad del emisor, las participaciones respectivas de los países de la UE y de Estados Unidos fueron del 45,6 % y 12,9 %, respectivamente. La elevada participación de las emisiones de la UE induce a pensar que, probablemente, una proporción elevada de ellas se lleve a cabo en otros países del área. En la medida en que estas consideraciones sean trasladables al ámbito de la UME, una parte de las emisiones en las monedas participantes dejarían de ser internacionales, en sentido estricto, tras la introducción del euro, por lo que con las debidas cautelas motivadas por el alto grado de imprecisión de la información la cuota de la nueva moneda sufriría también una reducción sustancial. Posteriormente, en la medida en que la UME se traduzca en una mayor integración de los mercados nacionales, cabe esperar que la presencia internacional del euro tienda a acrecentarse con fuerza. Tanto la demanda como la oferta internacional de activos en la nueva moneda europea tenderán a aumentar porque los mercados financieros del área de la UME estarán caracterizados por una mayor profundidad y eficiencia, un abanico de instrumentos más amplio y una competencia más pronunciada, a causa de la propia fusión de los mercados y monedas nacionales. Además, la existencia de un entorno macroeconómico estable derivado de las políticas económicas previsiblemente aplicadas en la UME favorecerá el atractivo del euro. Finalmente, su peso en las carteras de los agentes tenderá a acrecentarse en la medida en que ofrezca mayores posibilidades de diversificación que las monedas constituyentes (porque la

correlación entre las rentabilidades de los activos en euros y los instrumentos denominados en terceras monedas sea menor).

CUADRO 4

Composición de las reservas cambiarias por monedas de denominación (A fin de año)

	1977	1987	1995
TODOS LOS PAÍSES:			
Dólar USA	80,3	70,2	62,9
Monedas futura UME (a)			
<i>Marco alemán</i>	9,3	13,4	13,7
<i>Franco francés</i>	1,3	0,8	1,8
<i>Florín holandés</i>	0,9	1,2	0,4
Libra esterlina	1,8	2,2	3,4
Yen japonés	2,5	7,0	7,1
Franco suizo	2,3	1,8	0,9
Otras monedas o monedas no especificadas	1,6	3,4	9,7
PAÍSES INDUSTRIALIZADOS:			
Dólar USA	89,4	74,7	65,1
Monedas futura UME (a)			
<i>Marco alemán</i>	5,5	14,1	15,7
<i>Franco francés</i>	0,3	0,3	2,1
<i>Florín holandés</i>	0,6	1,1	0,2
Libra esterlina	0,9	1,0	2,1
Yen japonés	1,8	6,3	6,9
Franco suizo	0,8	1,5	0,1
Otras monedas o monedas no especificadas	0,7	1,0	7,8
PAÍSES EN DESARROLLO:			
Dólar USA	70,9	59,1	60,5
Monedas futura UME (a)			
<i>Marco alemán</i>	13,3	11,5	11,4
<i>Franco francés</i>	2,3	2,0	1,5
<i>Florín holandés</i>	1,2	1,3	0,8
Libra esterlina	2,8	5,4	4,9
Yen japonés	3,2	8,6	7,3
Franco suizo	3,9	2,7	1,8
Otras monedas o monedas no especificadas	2,5	9,5	11,8

Fuente: Fondo Monetario Internacional.
(a) Incluye exclusivamente las citadas a continuación.

El euro en las reservas oficiales

En la actualidad, el dólar permanece como la principal moneda de reserva del mundo, aunque su cuota ha ido menguando paulatinamente particularmente en los países industrializados desde la ruptura de Bretton – Woods (cuadro 4). En las monedas que se integrarán en el euro están denominadas actualmente al menos el 16 % de las reservas mundiales. Con la llegada de la UME, las tenencias de los bancos centrales de los Estados participantes denominadas en las monedas de estos países con anterioridad al comienzo de la tercera fase pasarán a ser activos en moneda nacional. Si se tiene en cuenta este hecho, la participación inicial del euro en las reservas mundiales sufrirá una cierta reducción respecto a la cifra anterior, mientras que la del dólar subirá por encima del 67 % del total.

A más largo plazo, este efecto será compensado, en una cuantía difícil de precisar, por la demanda ejercida por terceros países, cuyas decisiones acerca de la composición de sus reservas estarán gobernadas principalmente por la naturaleza de su régimen cambiario (y, por tanto, por la elección de cada país acerca de la moneda de denominación de las intervenciones más idónea), pero también por su valoración acerca de la estabilidad del euro y por la combinación de rentabilidad y riesgo asociada al mismo. Por áreas geográficas, es previsible que los países de la UE que no accederán a la UME desde el inicio sobre todo, aquellos cuyas monedas pertenezcan al nuevo mecanismo de cambios ejerzan una demanda elevada de reservas en euros. Este será el caso también de las economías en transición del Centro y el Este de Europa, que probablemente mantendrán vínculos unilaterales frente al euro o frente a una cesta de monedas en la que este tenga un peso dominante. El papel que pueda desempeñar la futura moneda europea en las carteras de activos exteriores de los bancos centrales del resto del mundo resulta más incierto. Es posible que las autoridades de Estados

Unidos, país que mantiene en la actualidad un nivel global de reservas bajo, deseen mantener unas tenencias en euros relativamente elevadas, en el posible caso en que la aparición de la nueva moneda lleve aparejado un mayor interés por su parte en el comportamiento del tipo de cambio del dólar. En cuanto a los países en desarrollo, es probable que tiendan a conceder un mayor peso al euro en sus carteras, aunque en cuantía y ritmo difíciles de precisar.

En todo caso, es concebible que las reservas requeridas en el área del euro sean menores que en la situación previa a la UME, debido al menor grado de apertura del área y a la desaparición de la necesidad de intervenir en los mercados para defender los tipos de cambio intraeuropeos.

REPERCUSIONES PARA ESPAÑA

A partir de las consideraciones desarrolladas en cada uno de los tres apartados precedentes, se deducen otros tantos bloques de consecuencias para España derivadas de los cambios que el SMI pueda experimentar a raíz de la creación del euro. En primer lugar, la sustitución de una moneda la peseta de escasa proyección internacional, por otra que alcanzará previsiblemente un uso internacional muy amplio, comportará una serie de beneficios y, en menor medida, algunos costes para nuestro país. Entre las ventajas, un eventual empleo creciente del euro en la denominación del comercio exterior español frente a países ajenos a la UME permitiría, al menos en el corto plazo, un cierto aislamiento respecto a las fluctuaciones cambiarias con terceras monedas, de modo que los ingresos de los exportadores y los pagos de los importadores se mantendrían más estables. Además, cabe esperar que la financiación exterior de la economía española se vea facilitada, tanto en su cuantía como en su coste, puesto que, previsiblemente, los tenedores de activos financieros tanto privados como oficiales residentes fuera de la UME concederán una mayor ponderación en sus carteras a los instrumentos denominados en euros que la otorgada en la actualidad a las monedas que se integrarán en el euro (y, en todo caso, a la peseta).

La financiación de los agentes españoles podría verse facilitada adicionalmente por la mayor autonomía de la evolución de los precios de los activos en los mercados de capitales de la UME frente al comportamiento de los mercados de deuda y de acciones de Estados Unidos. Por último, la economía española podría verse beneficiada por los ingresos en concepto de señoría exterior, aunque su cuantía será probablemente reducida. Frente a estas ventajas, habría que contrapesar el riesgo potencial de fluctuaciones en la demanda exterior del euro asociadas a su condición de moneda de reserva. El segundo bloque de consecuencias para España se refiere al comportamiento del tipo de cambio del euro. Parece probable que el euro sea una moneda sólida en términos relativos en el largo plazo, respaldada por una elevada estabilidad nominal. De acuerdo con algunas simulaciones [OCDE (1997)], los efectos sobre la economía española de las variaciones del tipo de cambio del euro frente al dólar en términos de crecimiento económico y evolución de los precios y del saldo exterior no diferirían significativamente de los que se registrarían para el conjunto del área de la UME.

Los países de la UME, en general, manifiestan una sensibilidad parecida a la evolución del tipo de cambio del euro, por lo que cabe pensar que, previsiblemente, tenderían a prevalecer intereses comunes respecto a la orientación de la política cambiaria.

Por último, el tercer grupo de implicaciones hace referencia a los efectos sobre el grado de participación de los países de la UME en los mecanismos internacionales de coordinación de políticas económicas. En este terreno, España verá acrecentado su papel por dos vías. En primer lugar, se beneficiará, al igual que el resto de países participantes, del peso fortalecido que adquirirá la nueva área como interlocutora de Estados Unidos. Aparte de estos efectos, que se producirán con carácter general, cabe añadir que, para España y para los restantes países que actualmente no participan en los foros de coordinación monetaria (G3 y G7) se producirá una modificación, en sentido positivo, de su *status*, al pasar a tener voz, tras el comienzo de la UME, en la nueva configuración de dichos foros.

BIBLIOGRAFÍA

Convergencia regional y Unión Monetaria. José Villaverde Castro.

Bank for International Settlements (1996). Central Bbank

Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity 1995.

Bergsten, c. f. (1997). «The impact of the Euro on Exchange Rates and International Policy Cooperation».

Fondo Monetario Internacional (1997).

Markets: developments, prospects and key policy issues. Mc cauley, r. n. (1997).

The euro and the dollar, bank for International Settlements, working paper 50.

CUADRO 3

**Participación de las principales monedas
en los mercados de divisas
(en porcentaje del total) (a)**

	Abril 1989	Abril 1992	Abril 1995
Dólar USA	90	82	83
Yen japonés	27	23	24
Franco suizo	10	9	7
Libra esterlina	15	14	10
Monedas del SME	33	56	60
<i>Marco alemán</i>	27	40	37
<i>Franco francés</i>	2	4	8
<i>Ecu</i>	1	3	2
<i>Otras monedas del SME</i>	3	9	13
Otras monedas	25	16	16

Fuente: Bank for International Settlements (1996).

(a) Las cifras representan la participación de cada moneda dentro del volumen total negociado en los mercados cambiarios mundiales. La suma para todas las monedas es 200, porque en cualquier transacción intervienen dos de ellas.