

¿Será el euro la moneda internacional dominante?

GUILLERMO DE LA DEHESA

El pasado 30 de noviembre, los miembros del Eurogroup 50, que nos reunimos dos veces al año para analizar y debatir todos los asuntos de interés para la Zona Euro y su moneda única, tuvimos la inolvidable ocasión de escuchar a Alan Greenspan hablar, por primera vez, de su visión del euro, su potencial papel internacional y su competencia con el dólar. Como es ya costumbre en este peculiar y excepcional personaje, que consigue, en cada una de sus intervenciones, ir mucho más allá de la imagen tradicional del banquero central, conservadora y aburrida, su discurso fue una exhibición de sus profundos conocimientos económicos y de su pensamiento, siempre original. Las ideas que expuso, que paso a comentar, fueron las siguientes.

La primera es que las monedas que alcanzan un nivel internacional lo suficientemente importante tienden a convertirse en monopolios naturales, a través de las fuerzas centrípetas de las economías de escala y de aglomeración. La experiencia histórica demuestra que una moneda se impone como dominante cuando consigue ser más utilizada que las otras porque, fundamentalmente, soluciona problemas a sus tenedores. En un mundo de monedas múltiples y comercio multilateral liberalizado, aquellos que llevan a cabo transacciones entre países se plantean el problema de coordinar las compras y ventas de monedas. Como la venta de una moneda a un cliente no es fácilmente compensada por la compra simultánea de la misma moneda por otro cliente, los intermediarios en monedas deben hacer esperar a sus clientes o deben mantener costosos inventarios de ellas. Sin embargo, cuando el volumen de transacciones de una moneda es muy elevado, el tiempo de espera o las existencias necesarias son mucho más reducidos; es decir, se dan importantes ahorros de costes al canalizar las transacciones internacionales a través de una sola moneda vehículo. Cuanto mayor es la utilización de dicha moneda, su liquidez aumenta y los diferenciales entre sus precios de compra y de venta se reducen haciéndola cada vez más atractiva frente a las demás, ya que cada vez se reduce en mayor medida el coste de su utilización y aumenta el de las restantes. Por tanto, una moneda que consigue despegarse claramente de las demás tiende a convertirse, finalmente, en un monopolio natural.

La segunda es que, afortunadamente, no se consigue alcanzar dicha condición de monopolista, ya que dichas fuerzas centrípetas tendentes a que una moneda se convierta en dominante o monopolista se ven contrarrestadas por las fuerzas centrífugas opuestas que rigen la diversificación de las carteras de activos financieros y que intentan reducir la concentración de sus riesgos en una sola moneda repartiéndolos entre varias. Estas fuerzas son muy potentes, puesto que las monedas ofrecen muchas mayores oportunidades de diversificación que los instrumentos financieros de renta fija y variable. El precio medio de todas las monedas, por definición, no muestra ninguna tendencia y, por tanto, reduce la covarianza y el riesgo de una cartera. Por el contrario, con la creciente globalización financiera, tanto los precios de los instrumentos de renta fija como los de la renta variable de distintos países tienden a evolucionar o variar en la misma dirección, por razones de contagio entre sus principales mercados, y a menudo, incluso los precios de las acciones también varían en la misma dirección que los de la deuda; es decir, se logran mayores efectos de diversificación y de reducción del riesgo con las monedas que con otros instrumentos. Estas fuerzas centrífugas permiten que tienda a haber, en cada momento, al menos dos monedas que comparten el liderazgo internacional, aunque una sea dominante, y que esta coexistencia dure muchos años, e incluso muchas décadas.

La historia ha corroborado estas teorías y ha demostrado cómo el florín holandés fue la moneda dominante durante los siglos XVII y XVIII, y dejó paso, a principios del XIX, a la libra esterlina, que mantuvo su hegemonía hasta principios del XX, en el que el dólar tomó el relevo como divisa dominante hasta nuestros días. Ahora bien, en todos los casos hubo un largo periodo de coexistencia y competencia entre ambas monedas, incluso después de que una reemplazara a la otra como líder. Es interesante observar que esta posición dominante la alcanzaron las monedas de los países que estaban

más abiertos y más activos en el comercio internacional de mercancías, servicios y capitales, y que habían desarrollado grandes centros comerciales y financieros, y no tanto las de aquellos que dominaban militarmente el mundo en ese momento. España fue una gran potencia militar y llegó a dominar incluso a los Países Bajos, pero la gran potencia económica y financiera seguía siendo Holanda, el gran centro financiero seguía siendo Amsterdam y la moneda clave seguía siendo el florín, y no el real español.

¿Cómo puede llegar una moneda a ser internacionalmente dominante? Dentro de cada país la moneda se utiliza porque tiene la garantía total del Estado que la emite, pero en el campo internacional no hay un Estado único y soberano que la avale, sino que son los mismos agentes económicos privados los que se ponen de acuerdo en qué moneda utilizar preferentemente. ¿Qué requisitos son los que dichos agentes consideran necesarios a la hora de coincidir en su elección? El primero y fundamental es que esté respaldada, como se ha señalado en el párrafo anterior, por una economía fuerte y competitiva, que esté muy abierta al comercio, servicios y capitales internacionales y que, por tanto, ya tenga un peso importante, por sí misma, en la utilización internacional de su moneda. El euro cumple con creces este requisito, ya que la Unión Europea tiene un tamaño económico similar al de Estados Unidos y sus flujos de comercio e inversión con el resto del mundo son también de tamaño parecido.

El segundo factor es que en su país de origen exista un mercado financiero potente y bien desarrollado y regulado que permita que se financien dichas transacciones a costes competitivos y que se puedan intercambiar divisas y realizar operaciones de cobertura con productos derivados con rapidez y liquidez suficientes. Alta liquidez, grandes volúmenes y bajos costes de transacción son los factores, todos ellos interrelacionados, que hacen que los agentes económicos de otros países prefieran utilizar otra moneda vehículo que la suya propia y otro mercado financiero que el nacional a la hora de realizar sus operaciones comerciales y financieras internacionales. La experiencia histórica demuestra que el éxito de todas las monedas vehículo en el ámbito internacional ha empezado en su propio país no sólo por la fortaleza de su economía, sino también por la eficiencia de su sistema financiero.

Aquí, la posición del euro respecto del dólar es más débil, ya que la Unión Europea no cuenta todavía con un mercado financiero integrado y potente como tiene Estados Unidos. El mercado financiero europeo sigue segmentado por un sinnúmero de regulaciones defensivas nacionales que impiden que funcione como un solo mercado. Hasta que se logre poner de acuerdo a los gobiernos nacionales para que adopten las mismas reglas o las armonicen en toda la Unión, como ya se ha conseguido con éxito en el mercado monetario, no será posible que el euro pueda desarrollar toda la potencialidad que tiene como moneda alternativa al dólar.

El tercer requisito es que esté respaldada por una economía competitiva y flexible. La fortaleza del dólar respecto del euro ha reflejado que los mercados esperaban un mayor crecimiento de la productividad en Estados Unidos que en la Zona Euro y, por tanto, una mayor tasa de rendimiento para sus inversiones. Greenspan cree que la principal rigidez de la economía de la Eurozona está determinada por las especiales estructuras jurídicas y consuetudinarias que gobiernan sus relaciones laborales. Durante décadas, Europa ha buscado la protección de sus trabajadores de la supuesta dureza de la competencia de libre mercado, evitando o encareciendo los despidos. Esta política está siendo especialmente nociva en el mundo de las nuevas tecnologías, ya que las tasas de retorno derivadas de su utilización dependen de la reducción de costes, que, en buena parte, son laborales. Si esta reducción no se puede llevar a cabo o sólo se consigue con mucho coste en términos de dinero y tiempo, se reducen notablemente las tasas de retorno de las nuevas tecnologías y, por tanto, los incentivos para implantarlas. De ahí que la diferencia en la intensidad de su aplicación entre Estados Unidos y la Zona Euro sea muy elevada y que el nivel de empleo en el primero haya sido mucho más elevado que en la segunda, ya que las empresas encuentran mucho menos arriesgado contratar mano de obra en EE UU que en Europa. La persistente fortaleza del dólar, a pesar de su 'insostenible déficit por cuenta corriente' (*sic*), es en buena parte el resultado de las mayores tasas de rentabilidad esperadas por las inversiones en EE UU frente a las realizadas en Europa.

El cuarto requisito, que es un resultado de los tres anteriores, es que sea una moneda estable y fuerte. Es importante esta distinción, porque una moneda puede ser muy poco volátil pero ir perdiendo valor persistentemente, y otra puede ser más volátil pero mantener o acrecentar su valor a largo plazo. Los importadores y exportadores de bienes y servicios y los inversores financieros más especulativos dan mucha importancia a la estabilidad y reducida volatilidad de la moneda vehículo. Los ahorradores y los inversores a largo plazo, financieros o industriales, dan mucha importancia a la pérdida de valor, a medio y largo plazo, de la moneda en la que invierten. El euro, en su todavía muy corta existencia, ha sido ligeramente menos volátil que el dólar o el yen, pero ha perdido casi un 30% de su valor relativo respecto del dólar en menos de tres años y no parece que vaya a recuperarlo a corto plazo. Lo óptimo, sin duda alguna, es que una moneda sea poco volátil y que no pierda valor, es decir, que cumpla simultáneamente ambos requisitos. El franco suizo, por ejemplo, no tiene un peso importante en las transacciones internacionales, pero, al poseer ambos atributos, se convierte en una moneda refugio tan pronto como surge una crisis económica o financiera y los inversores aumentan su aversión al riesgo.

En definitiva, para Greenspan, el futuro papel internacional del euro va a depender de que, por un lado, la Unión Europea sea capaz de alcanzar las tasas esperadas de retorno de los activos de Estados Unidos, lo que necesita reformas estructurales importantes, y de que, por otro, finalmente se dé una diversificación de carteras del dólar hacia el euro, como estaba originalmente previsto al introducirlo, lo que no sólo no ocurrió, sino que los flujos de diversificación han ido en sentido contrario, es decir, de Europa a EE UU, ya que los inversores europeos han perdido la posibilidad de diversificar utilizando las monedas europeas, al principio, porque éstas aumentaron notablemente su correlación, y, ahora, porque han desaparecido.

Yo estoy de acuerdo en que es difícil pronosticar qué va a ocurrir en el futuro con la creciente competencia que se va a desarrollar entre el euro y el dólar. La corta experiencia del euro no da pie todavía a intentar analizar tendencias. Sin embargo, sí cabe decir, primero, que el euro va a ser la segunda moneda de referencia mundial, que va a llegar a ser dominante en todo el continente europeo y gran parte del africano, mientras que el dólar va a seguir siéndolo en el resto del mundo. Segundo, que va a ser muy difícil que el euro desplace al dólar como moneda dominante mundial en las próximas décadas, ya que la experiencia demuestra que alcanzar dicho estatus requiere muchas décadas de acumulación de credibilidad y confianza en la misma, y el euro tiene todavía muy poca historia que mostrar. Tercero, que, aunque la ampliación de la Unión Europea hacia el Este va a dar al euro un mayor peso en las transacciones internacionales, sin embargo no va a favorecer a su fortaleza, ya que los nuevos miembros tienen aún muchos problemas económicos y sociales que resolver, lo que puede que no afecte positivamente al mantenimiento de su valor a largo plazo, incluso aunque recupere pronto su paridad con el dólar, por mayor debilidad de éste. Cuarto, que la Unión Europea tiene todavía tres problemas económicos estructurales e interrelacionados por resolver que tampoco van a favorecer el valor del euro a largo plazo. El primero es nuestro crecimiento demográfico cero o negativo; el segundo es la incierta y costosa financiación futura de nuestros sistemas de pensiones de reparto nacionales, y el tercero es la todavía baja tasa de participación o actividad de nuestra población en edad de trabajar, y, a pesar de ello, nuestra todavía elevada tasa de desempleo, después de varios años de crecimiento elevado. Estados Unidos tiene resueltos estos tres problemas básicos, aunque tenga otros, especialmente en el ámbito de su cohesión social.

A pesar de todo ello, hay que resaltar que no ha existido históricamente ninguna moneda que con tan corta historia haya alcanzado tanto peso entre las monedas internacionales y sea considerada ya como la potencial alternativa al dólar, lo que, sin duda, debe colmarnos de satisfacción y de esperanza con vistas a su futuro.

Guillermo de la Dehesa es presidente del Centre for Economic Policy Research (CEPR).