

# Las perspectivas del dólar estadounidense como moneda internacional dominante en los albores del siglo XXI

*Víctor M. Cuevas Ahumada\**

## Introducción

En este trabajo se analizan las perspectivas del dólar estadounidense como moneda internacional dominante, sobre todo después de la primera recesión económica global del siglo XXI. Como se constatará, las variables o factores que mayor influencia tienen para que una moneda alcance estatus internacional son cuatro: 1) la estabilidad de precios, dado que una moneda internacional debe conservar en mayor o menor medida su poder de compra a lo largo del tiempo; 2) el valor real del producto interno bruto (PIB) y de las exportaciones totales del país emisor, pues de esto depende el respaldo productivo y comercial de una unidad monetaria; 3) el tamaño y la calidad de los mercados de dinero y capital denominados en esa moneda y 4) las externalidades sistémicas o inercias históricas, toda vez que una moneda internacional dominante (como el dólar hoy) tiende a mantenerse en las preferencias de un agente económico determinado por el simple hecho de que otros agentes hacen uso de dicha moneda y lo seguirán haciendo en el futuro previsible.

En este contexto, la amplia demanda y aceptación del dólar a escala planetaria no responde a un acuerdo entre países ni a una decisión de organismos financieros multilaterales como el Fondo Monetario Internacional (FMI). El papel central del dólar en el escenario mundial es más bien el resultado de las fuerzas de mercado derivadas de los cuatro factores ya mencionados, entre otros. Al respecto, Cooper (2009: 1) señala que el dólar no es moneda clave por una decisión de política económica, sino por la simple vía de los hechos; sin embargo, el dólar sería desplazado como moneda internacional preponderante no sólo a través de un proceso espontáneo de selección de mercado, sino a través de una decisión supranacional de política económica; es decir, a través del diseño y la implantación de un nuevo sistema monetario internacional. Este trabajo se centra en el primer caso y argumenta que el relevo del dólar exigiría un cambio muy drástico en uno o varios de los factores referidos, que redujera sustancialmente

\* Profesor-investigador de la Universidad Autónoma Metropolitana Azcapotzalco, <victorcuevasahumada@yahoo.com.mx>.

la demanda del dólar como medio de pago y depósito de valor en todas las regiones del planeta.<sup>1</sup>

Este artículo se encuentra organizado en cinco apartados. En el primero se analiza el papel de la estabilidad macroeconómica en la trascendencia del dólar fuera de Estados Unidos. El segundo aborda la cuestión del respaldo productivo y comercial del dólar estadounidense, mientras que en el tercero se evalúa la fortaleza de los mercados financieros denominados en esa moneda. Cada uno de estos tres primeros apartados involucra un breve ejercicio comparativo entre la economía de Estados Unidos y la de la eurozona. El cuarto apartado se refiere a las externalidades sistémicas y a la noción de los costos de transacción que supone la utilización de una determinada moneda internacional. En el quinto y último apartado se evalúa el proceso de internacionalización del euro, así como la factibilidad de que esta moneda desplace al dólar como principal medio de pago y depósito de valor en el orbe. Finalmente, se presentan las conclusiones del trabajo.

## **El papel de la estabilidad macroeconómica**

Por definición, una moneda internacional es la que cumple con las tres funciones estándar del dinero (unidad de cuenta, medio de pago y depósito de valor), tanto dentro como fuera del país emisor. De allí que, por ejemplo, las naciones emisoras de una moneda internacional obtengan beneficios de señoreaje no sólo en el ámbito doméstico, sino, también, en el foráneo. Esto último ocurre cuando el gobierno de Estados Unidos, Japón o Reino Unido pagan a proveedores o acreedores externos con moneda local recién emitida. El gobierno de Estados Unidos, en particular, ha financiado una fracción del déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos mediante emisión de dinero. De este modo, la elevada demanda mundial de dólares y de activos financieros denominados en esa moneda ha redundado en amplios radios de acción macroeconómica y en sustanciales beneficios de señoreaje para Estados Unidos. Cabe señalar que Goldberg (2010: 1) define el señoreaje como la atribución del gobierno de crear medios de pago y gastarlos en bienes, servicios o activos financieros. Desde el punto de vista macroeconómico, el señoreaje constituye un impuesto inflacionario. Cuando una entidad o individuo en el exterior acepta las notas de la Reserva Federal (es decir, el dinero emitido por

<sup>1</sup> En el segundo caso, consistente en la adopción de un nuevo orden monetario en el mundo, la sustitución del dólar no sería por la vía de los hechos, sino que respondería a una decisión supranacional de política macroeconómica. Ésta se tomaría en el marco de las reformas a la arquitectura financiera y monetaria internacional que se requieren para prevenir y resolver futuras crisis en el sector externo de las economías. En este escenario hipotético, el dólar no sería remplazado como medio de pago y depósito de valor, sino únicamente como activo de reserva internacional. Asimismo, la nueva moneda clave para intervenir en los mercados cambiarios (por la vía de la quema o de la acumulación de reservas oficiales) no sería una moneda nacional como la libra esterlina ni regional como el euro, sino una moneda sintética como los Derechos Especiales de Giro (DEG) del FMI.

esta última), éstas tienen una cierta capacidad de compra. Conforme los precios en Estados Unidos suben, el poder adquisitivo de estas notas se erosiona.

De este modo, cuando ese dinero retorna a la Unión Americana, la cantidad de mercancías y servicios por las que podrá canjearse será necesariamente menor. La pérdida de valor de ese dinero constituye una forma de calcular la ganancia “bruta” de señoreaje internacional que obtiene la Reserva Federal, así como el impuesto inflacionario pagado por el tenedor. La ganancia “neta” de señoreaje internacional sería igual al impuesto inflacionario pagado por el “tenedor no residente” menos el costo de impresión y administración del dinero.<sup>2</sup> De allí la enorme trascendencia que para Estados Unidos tiene mantener la supremacía del dólar frente al euro y frente a otras monedas internacionales.

Para mantener la hegemonía del dólar, Estados Unidos debe atender especialmente los factores que lo han convertido en la moneda internacional dominante de nuestros tiempos, como la estabilidad macroeconómica, el crecimiento del PIB y de las exportaciones totales, así como la fortaleza de los mercados e instituciones financieras. La estabilidad macroeconómica significa que las principales variables agregadas de la economía no registran una volatilidad excesiva. Las variables aludidas serían nominales o reales. Entre las primeras destacan los precios, las tasas de interés y el tipo de cambio; de las segundas sobresalen la producción y el empleo. Este apartado versa sobre las variables nominales, puesto que el siguiente examina el respaldo real de una moneda. En esta tesitura, la estabilidad de precios implica que, en promedio, los precios no cambian o lo hacen muy lentamente. Ésta es la principal bondad de una moneda, toda vez que determina el grado en que conserva su poder de compra a lo largo del tiempo. La existencia de un banco central autónomo, con el mandato expreso de proteger la capacidad adquisitiva de la moneda es una condición *sine qua non* para alcanzar una inflación reducida y estable. La tasa de inflación —entendida como la de crecimiento del nivel de precios— influye en el comportamiento tanto de la tasa de interés como del tipo de cambio. La ecuación de Fisher (ecuación [1]) explica la relación entre la tasa de interés nominal ( $i$ ), la tasa de interés real ( $r$ ) y la tasa de inflación esperada ( $\pi^e$ ):

$$i = r + \pi^e \quad (1)$$

Tanto para Saunders y Cornett (2007: 48), como para Mishkin (2006: 79) la ecuación (1) significa que las variaciones en la tasa de inflación esperada provocan variaciones en la tasa de interés nominal, de modo que la de interés real permanece constante. El supuesto de que la tasa de interés real permanece constante es simplificador. En realidad, la tasa de interés real varía, pero lo hace en mucho menor medida que la de interés nominal y que la de inflación esperada. La tasa de inflación esperada por los agentes económicos privados es, a su vez, función de: 1) la experiencia inflacionaria reciente o tasa de inflación *ex post* ( $\pi$ ); 2) los acontecimientos

<sup>2</sup> Dentro del costo de administración del dinero habría que considerar los gastos destinados a combatir la falsificación y a mantener bóvedas con billetes nuevos para reemplazar los billetes gastados.

económicos que se vayan produciendo y 3) Las medidas de política económica que vaya tomando el gobierno. En el largo plazo, sin embargo, la tasa de inflación esperada (o *ex ante*) y la tasa de inflación *ex post* convergen, de tal manera que la ecuación de Fisher puede reexpresarse como:  $i = r + \pi$ .<sup>3</sup> Ésta es la versión *ex post* de la ecuación de Fisher, la cual nos permite ver que, para que las tasas de interés nominales sean reducidas y estables, se requiere un comportamiento análogo de la tasa de inflación.

La tasa de inflación también ejerce una influencia de largo plazo sobre el tipo de cambio. Una de las teorías más extendidas al respecto es la teoría de la paridad del poder adquisitivo. La versión relativa de esta teoría postula que, en el largo plazo, la tasa de depreciación del dólar frente al euro es igual a la diferencia entre la inflación en Estados Unidos y la de la eurozona. Formalmente, esta relación se representa de la siguiente manera:

$$\Delta e(\$/\epsilon) = \pi^{EUA} - \pi^{EZ} \quad (2)$$

Donde:  $\Delta e(\$/\epsilon)$  = tasa de depreciación del dólar frente al euro,  $\pi^{EUA}$  tasa de inflación en Estados Unidos, y  $\pi^{EZ}$  tasa de inflación en la eurozona. Tanto Zhou, Bahmani-Oskooee y Kutan (2008: 134-150), como Bénassy-Quéré, Béreau y Mignon (2008) señalan que la disponibilidad de series estadísticas para periodos prolongados y el desarrollo de nuevas técnicas econométricas han permitido generar un consenso en la bibliografía especializada en torno a que, en el caso concreto de las economías industrializadas, la teoría de la paridad del poder adquisitivo se cumple en el largo plazo (Zhou *et al.*, 2008: 134-150; Bénassy-Quéré *et al.*, 2008). En este contexto, la tasa de inflación en Estados Unidos es un determinante de largo plazo de la evolución del tipo de cambio de su moneda frente al euro. Consecuentemente, la estabilidad de precios es una condición necesaria, aunque no suficiente, para la estabilidad cambiaria.<sup>4</sup>

En el cuadro 1 se observa la evolución en el periodo 2002-2011 de dos variables macroeconómicas clave en Estados Unidos y la eurozona 17:<sup>5</sup> la tasa de inflación y la tasa de interés. Adicionalmente, en este cuadro se reporta la evolución del tipo de cambio del dólar frente al euro. La selección del periodo obedece a que el euro comenzó a circular el 1º de enero de 2002.<sup>6</sup> Como se advierte, la tasa de inflación “promedio anual” en Estados Unidos fue del 2.28 por ciento, frente al

<sup>3</sup> En este marco, si  $i$  denota la tasa de interés nominal de los bonos del tesoro estadounidense a plazo de un año y  $\pi$  la tasa de inflación de Estados Unidos en el periodo respectivo, entonces la tasa de interés real pagada por este activo financiero se obtendría mediante un simple despeje:  $r = i - \pi$ .

<sup>4</sup> No es una condición suficiente debido, sobre todo, a la influencia de los flujos de capital sobre el tipo de cambio.

<sup>5</sup> La eurozona 17 alude a la zona del euro sobre la base de las diecisiete naciones que se encuentran afiliadas en la actualidad.

<sup>6</sup> No obstante, entre el 1º de enero de 1999 y el 31 de diciembre de 2001, el euro existió de forma intangible, dado que no circulaba, pero servía como unidad de cuenta y medio de pago en transacciones bancarias.

1.97 por ciento de la eurozona 17. Asimismo, la volatilidad inflacionaria, medida a través de la desviación estándar de la tasa de inflación, ascendió a 1.21 unidades para el dólar y a 0.84 unidades para el euro. Esto sustenta la conclusión de que, en la eurozona 17 la inflación fue no sólo menor, sino más estable que en Estados Unidos.

En el mismo cuadro se aprecia el comportamiento de las tasas de interés de referencia de Estados Unidos y de la zona del euro. En el caso de Estados Unidos, aparece la tasa de interés de fondos federales, que es la que un banco comercial le cobra a otro por un préstamo a corto plazo (normalmente, a 24 horas). Una peculiaridad de estos préstamos es que se realizan con el dinero que los bancos comerciales mantienen en la Reserva Federal, es decir, con fondos federales o reservas.<sup>7</sup>

En el caso de la eurozona, se reporta la tasa de préstamo marginal, que es la que rige en los préstamos de corto plazo que los bancos centrales nacionales hacen a los bancos comerciales. Se dice que estas dos tasas de interés son “de referencia”, porque sirven de pauta para fijar las tasas de interés “de mercado” que se aplican a los financiamientos de corto plazo. De allí la importancia de analizar su comportamiento, sobre todo en términos de volatilidad. Al final del cuadro 1, se constata que la desviación estándar de la tasa de interés de fondos federales de Estados Unidos es de 1.85 unidades, contra 1.13 unidades de la tasa de préstamo marginal de la eurozona. Esto permite concluir que tanto los precios como las tasas de interés han sido tradicionalmente más estables en la eurozona que en Estados Unidos.

Finalmente, el mismo cuadro 1 reporta la evolución del tipo de cambio *spot* del dólar frente al euro a lo largo del intervalo 2002-2011. Como se observa, la paridad dólar-euro pasó de un nivel de 0.9456 en 2002 a un nivel de 1.392 en 2011, lo cual equivale a una depreciación acumulada del dólar frente al euro del 47.21 por ciento. En síntesis, la eurozona ha gozado de una mayor estabilidad de precios y tasas de interés, en tanto que su moneda ha tendido a apreciarse en el largo plazo. Sin embargo, cabe hacer dos matices importantes:

1. El hecho de que una moneda registre una tasa de inflación baja y estable es una condición necesaria, mas no suficiente, para que ésta adquiera una verdadera hegemonía en el mundo. En Suecia, por ejemplo, la tasa de inflación promedio anual durante el periodo 2002-2011 fue de sólo un 1.77 por ciento y la desviación estándar para esta variable fue de 0.70 unidades (estimación propia con base en datos de Eurostat). La implicación de este hallazgo es que la corona sueca es superior tanto al dólar como al euro, en términos de conservar su poder de compra y de ofrecer certidumbre al respecto; a pesar de esto, la corona sueca carece de un área de transacciones suficientemente grande debido a que la economía de Suecia es relativamente pequeña, al igual que su participación en el comercio mundial. De allí que esta moneda, pese a la gran estabilidad de precios que la caracteriza, no pueda convertirse en moneda internacional líder.

<sup>7</sup> Los bancos con superávit de reservas le prestan a los bancos con déficit de reservas.

2. La depreciación del dólar frente al euro y, por supuesto, frente a otras monedas, “no significa” que la divisa estadounidense haya retrocedido “sustancialmente” en demanda o en uso para la realización de las transacciones comerciales y financieras en el mundo. Como lo plantea Cohen (2009: 763), el precio de una moneda en términos de otra (u otras) no constituye un indicador de su estatus en la economía global.

CUADRO 1  
EVOLUCIÓN DE VARIABLES NOMINALES SELECCIONADAS  
EN ESTADOS UNIDOS Y LA EUROZONA 17  
DURANTE EL PERIODO 2002-2011

<i>Año</i>	<i>Tasa de inflación en Estados Unidos (%)</i>	<i>Tasa de inflación en la eurozona (%)</i>	<i>Tasa de referencia en Estados Unidos* (%)</i>	<i>Tasa de referencia en la eurozona* (%)</i>	<i>Tipo de cambio spot del dólar frente al euro**</i>
2002	1.6	2.3	1.67	3.75	0.9456
2003	2.3	2.1	1.13	3.00	1.1312
2004	2.7	2.2	1.35	3.00	1.2439
2005	3.4	2.2	3.22	3.25	1.2441
2006	3.2	2.2	4.97	4.50	1.2556
2007	2.8	2.1	5.02	5.00	1.3705
2008	3.8	3.3	1.92	3.00	1.4708
2009	-0.4	0.3	0.16	1.75	1.3948
2010	1.6	1.6	0.18	1.75	1.3257
2011	1.8	2.7	0.1	1.75	1.392
Promedio	2.28	1.97	1.97	3.07	1.28
Desviación estándar	1.21	0.84	1.85	1.13	0.15

\* En calidad de tasa de interés de referencia se emplea la tasa de interés de fondos federales para Estados Unidos y la tasa de préstamo marginal para la eurozona.

\*\* Se reportan los tipos de cambio promedio de cada año.

FUENTE: Elaboración y estimaciones propias con base en datos de las estadísticas financieras internacionales del Fondo Monetario Internacional (FMI) y de *Eurostat*.

## El respaldo productivo y comercial

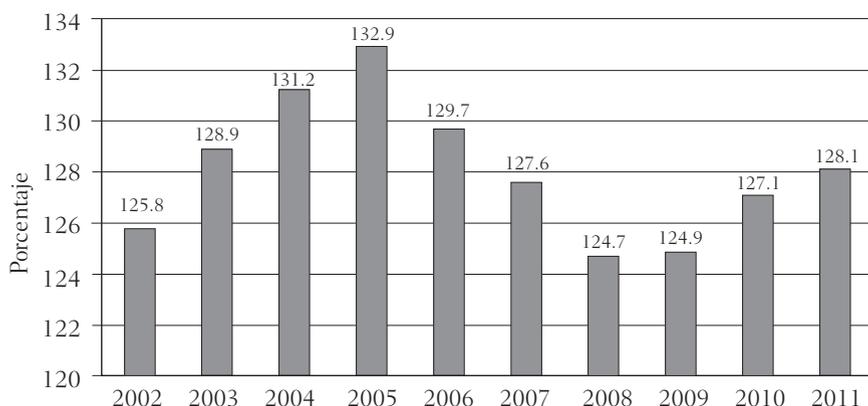
Una moneda internacional líder debe estar respaldada por una economía grande, con un fuerte peso específico en el comercio mundial. Chinn y Frankel (2008: 49) señalan que un factor determinante para que el dólar estadounidense desbancara a la libra esterlina como la principal moneda mundial fue que Estados Unidos superó a Reino Unido en el renglón de “valor del producto interno bruto real” a partir de 1872, mientras que en el rubro de “volumen de exportaciones totales” lo hizo a partir de 1915. Otro dato relevante es el aportado por Mundell (1999: 441), en el sentido de que, en 1914, el PIB de Estados Unidos era tres veces superior al del conjunto de las islas británicas; sin embargo, la transición del patrón libra al patrón dólar no comenzó sino hasta 1915, luego de que se fundara la Reserva Federal estadounidense. A partir de entonces, el crecimiento de la economía estadounidense, así como la expansión y diversificación de sus exportaciones coincidieron con un auténtico proceso de maduración del sistema financiero. Aunque el inicio de la transición hacia el patrón dólar se ubica en 1915, el fin o culminación de dicha transición es materia de controversia. El punto de vista de Mundell (1999: 441) es que el cambio de una moneda a otra abarcó el periodo comprendido entre 1915 y 1974. De acuerdo con Eichengreen y Flandreau (2009: 379), el dólar estadounidense devino moneda internacional hegemónica a mediados de los años veinte, puesto que para aquel entonces esta moneda ya había desplazado a la libra esterlina en el comercio y las finanzas mundiales; sin embargo, para Chinn y Frankel el cambio de un patrón a otro no concluyó realmente sino hasta después de firmarse los acuerdos de Bretton Woods en 1944 (2008: 49). Como se recordará, estos acuerdos establecieron un sistema de paridades fijas, aunque ajustables, frente al dólar estadounidense. Ciertamente, en 1944, el dólar ya desempeñaba un papel preponderante entre los agentes económicos privados de todo el mundo, pero a partir de ese año se erigió también en la moneda clave en el ámbito de las políticas económicas (específicamente de la monetaria y cambiaria) de las naciones firmantes.

Independientemente de cuándo concluyó la transición de un patrón monetario a otro, es innegable que ésta respondió en gran medida a la vigorosa expansión de la producción y el comercio de la Unión Americana. De hecho, la evolución del producto global y de las exportaciones de Estados Unidos constituye un factor central para explicar dos fenómenos estrechamente ligados: 1) el crecimiento exponencial del volumen de transacciones solventadas en dólares y 2) la generación de las economías de escala, de densidad y de alcance requeridas para dar al dólar la proyección internacional indiscutible de la que goza en la actualidad.

En la gráfica 1 se presenta el valor del PIB de Estados Unidos como porcentaje del PIB de la eurozona 17 durante el periodo 2002-2011. Para la realización de este cálculo, se emplearon paridades corrientes del poder de compra para el PIB, pues éstas permiten eliminar los problemas asociados con la posible subvaluación

o sobrevaluación del dólar estadounidense frente al euro.<sup>8</sup> Como puede apreciarse, el producto interno bruto estadounidense supera ampliamente en valor al PIB de las diecisiete naciones de la eurozona. Durante el periodo de referencia, el PIB estadounidense representó en promedio un 128 por ciento del correspondiente producto de la eurozona 17. Hay que poner también de relieve que este porcentaje evoluciona oscilatoriamente, puesto que aumenta en el intervalo 2002-2005, disminuye durante 2005-2008 y repunta en los años posteriores, es decir, en 2009, 2010 y 2011. Ahora bien, dos consideraciones prevén que la tendencia del periodo 2009-2011 habrá de mantenerse en los años subsecuentes:

GRÁFICA 1  
VALOR DEL PIB DE ESTADOS UNIDOS  
COMO PORCENTAJE DEL PIB DE LA EUROZONA 17



NOTA: El cálculo se hizo con base en paridades corrientes del poder de compra para el PIB.

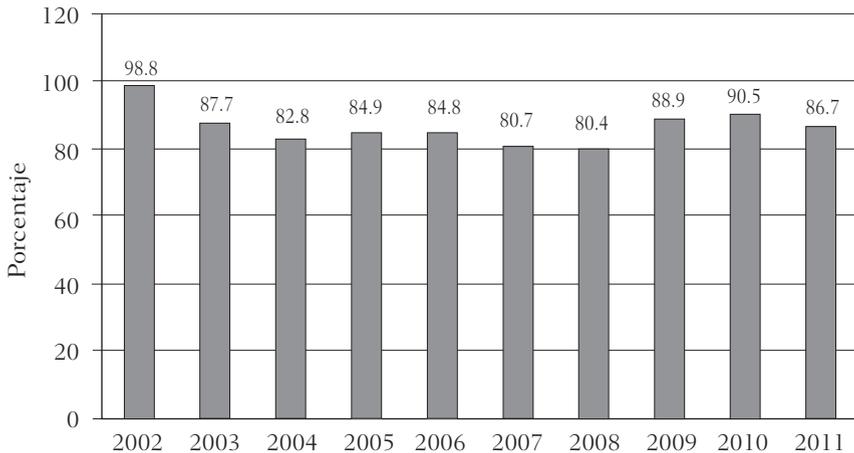
FUENTE: Elaboración y estimaciones propias con base en datos de Eurostat.

<sup>8</sup> La paridad corriente del poder de compra del PIB es el tipo de cambio que, para un periodo determinado, iguala el costo de una canasta de bienes y servicios que involucra a todos los componentes de la producción. Ésta es una forma de determinar el tipo de cambio (en este caso, el del dólar frente al euro) que no se encuentra subvaluado ni sobrevaluado, sino en su justo valor. Por ejemplo, si el comparativo que nos ocupa se hiciera con un dólar subvaluado (esto es, con un euro sobrevaluado), entonces el PIB de Estados Unidos estaría minusvalorado y el PIB de la eurozona estaría sobrevalorado.

1. Las expectativas de crecimiento económico son más optimistas para Estados Unidos que para la eurozona 17. Por ejemplo, para el periodo 2012-2014 se esperaba que el PIB anual creciera el 2.3 por ciento en promedio para Estados Unidos y el 0.4 por ciento para la eurozona 17 (estimaciones propias con base en datos de Eurostat).
2. Las economías de las ocho naciones (República Checa, Lituania, Letonia, Polonia, Hungría, Rumania, Bulgaria y Suecia) que probablemente se incorporarán a la eurozona en los próximos años son relativamente pequeñas.<sup>9</sup> De hecho, es procedente afirmar que la incorporación de estas ocho naciones incrementaría el PIB de la eurozona en un 18.8 por ciento (estimación propia con base en información estadística de Eurostat). Este incremento, pese a ser sustancial, no bastaría para igualar el valor del PIB estadounidense.

Todo lo anterior significa que el respaldo real del dólar estadounidense es significativamente superior al del euro y continuará siéndolo en el futuro previsible.

GRÁFICA 2  
EXPORTACIONES DE ESTADOS UNIDOS  
COMO PORCENTAJE DE LAS EXPORTACIONES DE LA EUROZONA 17



FUENTE: Eelaboración y estimaciones propias con base en datos de Eurostat.

La gráfica 2 refleja el comportamiento de las exportaciones de Estados Unidos como porcentaje de las exportaciones de la eurozona 17 durante el periodo 2002-2011. En promedio, las exportaciones estadounidenses representaron el 86.6 por

<sup>9</sup> Tanto Dinamarca como Reino Unido han decidido no adoptar por ahora el euro.

ciento de las exportaciones de la eurozona. En este cálculo no se considera el comercio intraeurozona, ya que el objetivo radica solamente en sopesar las exportaciones de la eurozona hacia terceras naciones. Aun así, resulta evidente que Estados Unidos se encuentra por debajo de la eurozona en este renglón. Como se demostrará en el último apartado, no obstante el mayor respaldo del euro en el renglón de las exportaciones de bienes y servicios, así como la mayor estabilidad macroeconómica de la eurozona, el dólar sigue manteniendo un nítido predominio mundial en sus funciones básicas de medio de pago y depósito de valor. De hecho, la relación de poder entre el dólar estadounidense y el euro ha cambiado bastante menos de lo que, en su momento, pronosticaron los llamados eurooptimistas.

## El desarrollo de los mercados financieros

La hegemonía de una moneda en la economía mundial depende no sólo de su respaldo real, sino, también, de su respaldo financiero. De esta manera, el predominio del dólar como moneda internacional se ha fincado en el tamaño, amplitud, profundidad y transparencia del mercado de acciones, instrumentos de deuda y productos derivados denominados en esa moneda. El tamaño de un mercado financiero se mide a través del valor de capitalización (vc),<sup>10</sup> mientras que la amplitud se mide a partir del volumen de operación. En la gráfica 3 se presenta un comparativo entre el vc del mercado accionario de Estados Unidos y el de la eurozona 17. De los datos reportados se desprende que, al cierre de 2009, 2010 y 2011, el mercado accionario de Estados Unidos era 1.95, 2.75 y 2.96 veces más grande, respectivamente, que el de la eurozona 17.

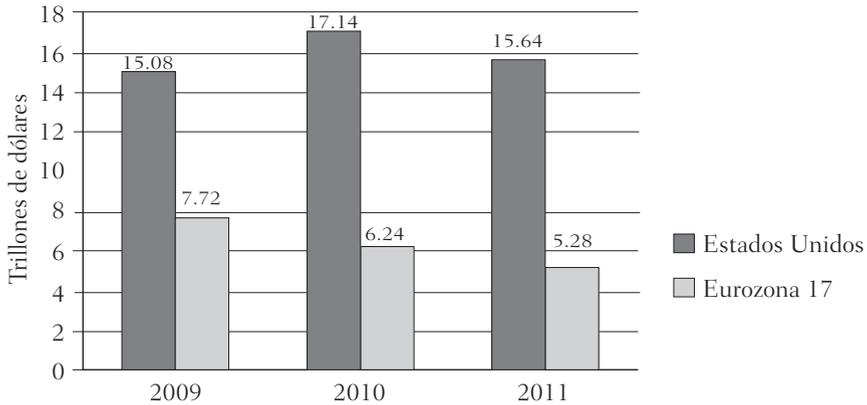
El cuadro 2 ofrece una perspectiva sobre el tamaño del mercado de instrumentos de deuda de Estados Unidos *vis-à-vis* el de las cinco principales economías de la eurozona 17 (Alemania, Francia, Italia, España y los Países Bajos).<sup>11</sup> Al contabilizar el valor agregado del mercado de instrumentos de deuda de estas cinco naciones europeas y compararlo con el de Estados Unidos, se obtiene el siguiente resultado: en 2009, 2010 y 2011 el mercado de instrumentos de deuda de Estados Unidos fue 1.82, 1.95 y 1.97 veces más grande, respectivamente, que el de este grupo de naciones de la eurozona. Dado que las cinco naciones consideradas generaron el 71.8 por ciento del PIB de la eurozona en 2010 (estimación propia, con datos de Eurostat), es factible inferir que el mercado de instrumentos de deuda estadounidense (considerando todos los emisores y plazos disponibles) supera holgadamente en valor al del conjunto de la eurozona 17.

<sup>10</sup> Supongamos que  $P_i$  es el precio de la acción de la emisora  $i$  mientras que  $Q_i$  es el número de acciones en circulación de dicha emisora. Si en un mercado accionario determinado existen  $n$  emisoras, entonces

$$VC = \sum_{i=1}^n P_i Q_i .$$

<sup>11</sup> Para muchas de las economías de la eurozona no existe información reciente al respecto.

GRÁFICA 3  
VALOR DE CAPITALIZACIÓN DEL MERCADO  
ACCIONARIO DE ESTADOS UNIDOS Y DE LA EUROZONA 17



NOTA: Valores al cierre del año.

FUENTE: Elaboración y estimaciones propias con base en datos del Central Intelligence Agency World Factbook.

CUADRO 2  
VALOR TOTAL DE LOS INSTRUMENTOS DE DEUDA EN CIRCULACIÓN  
EN ESTADOS UNIDOS Y EN LAS CINCO PRINCIPALES  
ECONOMÍAS DE LA EUROZONA 17

Año	País					
	Estados Unidos	Alemania	Francia	Italia	España	Países Bajos
2009	31 809.7	4 810.0	4 165.3	3 809.1	2 320.9	2 335.4
2010	32 749.2	4 490.9	4 149.0	3 592.7	2 258.2	2 282.6
2011	33 583.1	4 383.1	4 381.7	3 686.1	2 306.8	2 246.4

NOTA: Cifras en billones de dólares estadounidenses.

FUENTE: Elaboración propia, con base en datos del Banco de Pagos Internacionales.

La amplitud (o volumen de operación) de los mercados financieros es, en alguna medida, función de su tamaño. Tanto en los mercados grandes como en los pequeños, los volúmenes de operación aumentan o disminuyen, dependiendo de multiplicidad de factores, como las expectativas de rendimiento y la percepción de riesgo; sin embargo, los mercados comparativamente grandes (como el estadounidense) reportan

“en promedio” volúmenes de operación más elevados que los mercados comparativamente pequeños (como el de la eurozona 17). Así, se diría que los mercados financieros de Estados Unidos son más amplios que los de la eurozona 17, toda vez que en promedio registran mayores volúmenes de operación por día.<sup>12</sup> Durante 2012, el volumen diario de operación en los mercados accionarios de Estados Unidos ascendió a un promedio de 960 303.6 millones de dólares, frente a 745 910.14 millones de dólares en los mercados accionarios de toda la región de Europa, África y Medio Oriente (estimación propia con datos de la World Federation of Exchanges). Esto significa que los mercados accionarios de Estados Unidos son considerablemente más amplios que los de la eurozona 17.<sup>13</sup>

La profundidad de un mercado financiero se relaciona con la diversidad de instrumentos de inversión, cobertura de riesgos y especulación que ofrece. En un mercado profundo habrá una extensa gama de instrumentos a disposición de los inversionistas, quienes, por definición, tienen preferencias y necesidades muy variadas.<sup>14</sup> Aunque no existe información suficiente para evaluar la profundidad de los diferentes mercados financieros del mundo, procede señalar que el mercado de valores de Nueva York y el mercado Nasdaq (es decir, el mercado de acciones tecnológicas de Estados Unidos) ocupan el primero y segundo lugar a escala planetaria en cuanto a capitalización, liquidez, número de participantes y volumen de operación, según World Federation of Exchanges. De este hallazgo se desprende que el mercado financiero estadounidense, pese a que adolece de grandes problemas e insuficiencias, se encuentra también a la cabeza en lo que respecta a variedad y sofisticación de instrumentos para invertir, especular y transferir riesgos.<sup>15</sup>

Finalmente, la transparencia de un mercado financiero podría definirse como la disponibilidad de información oportuna, abundante y precisa sobre las diferentes características de los activos objeto de intercambio. Tanto el mercado de valores de Estados Unidos como el de la eurozona son mercados financieros maduros y, por ende, ostentan un cierto grado de transparencia y eficiencia;<sup>16</sup> sin embargo, las crisis

<sup>12</sup> Cabe precisar que, en algunas ocasiones, el volumen de operación de un mercado financiero puede decrecer, a pesar de que su valor de capitalización esté aumentando y viceversa.

<sup>13</sup> Aquí conviene hacer dos precisiones: 1) debido a que las metodologías de cálculo y la normatividad en materia de divulgación de información pueden diferir considerablemente de un país a otro y de una región a otra, las cifras presentadas no permiten hacer una comparación del todo exacta y 2) en cada caso se incluyen las emisiones internas de acciones y las emisiones internacionales.

<sup>14</sup> Un inversionista puede, por ejemplo, requerir de un instrumento que lo proteja frente a la posible depreciación de un activo financiero o de una divisa.

<sup>15</sup> Bajo determinadas condiciones, la disponibilidad de diversos productos financieros y la competencia (directa o indirecta) que se establece entre sí, se traducen en menores costos para los deudores y en mayores expectativas de rendimiento para los inversionistas.

<sup>16</sup> Un mercado financiero es eficiente cuando los precios de los activos financieros efectivamente responden a toda la información que se pone a disposición de los participantes. La implicación central de la eficiencia de un mercado de valores es que toda la información relevante sobre el rendimiento y el riesgo de un activo financiero se refleje en su precio de mercado. La eficiencia de un mercado depende en gran medida de la revelación y divulgación de información (es decir, de la transparencia), de que el número de participantes sea lo suficientemente grande, y de que los activos financieros que allí se negocien sean estandarizados y líquidos.

financieras que estallaron en años recientes (la de Estados Unidos en el verano de 2007, la de algunos países de Europa Oriental en el verano de 2008 y la de varias naciones de la periferia de la eurozona en 2010) han evidenciado la necesidad de reforzar la transparencia y disciplina de mercado a escala global, de mejorar la regulación y supervisión financiera y de afinar las políticas macroeconómicas. Según Masera, el objetivo de tales medidas es contrarrestar las recurrentes fallas de mercado, así como estimular un crecimiento económico con estabilidad en los precios y en los sistemas financieros (Masera, 2010: 332-339). De allí que, en materia de transparencia financiera, tanto en Estados Unidos como en la eurozona haya mucho por hacer todavía. En el caso estadounidense, la Ley Dodd-Frank, aprobada en julio de 2010, constituye un paso en la dirección correcta, al igual que el Reporte de Larosière (2009) y los acuerdos del Consejo de Asuntos Económicos y Financieros (alcanzados en septiembre de 2010) en el caso de la Unión Europea y, por ende, de la eurozona.<sup>17</sup>

En síntesis, el tamaño, amplitud, profundidad y transparencia de los mercados financieros denominados en dólares son atributos esenciales para que esta moneda sea el medio de pago y depósito de valor preponderante en las operaciones internacionales. Los datos presentados indican que el mercado financiero de Estados Unidos supera claramente al de la eurozona<sup>17</sup> en valor de capitalización, volumen de operación, así como diversidad y complejidad de los instrumentos de inversión, cobertura y especulación. Desafortunadamente, en el tema específico de la transparencia financiera, las múltiples transformaciones en marcha y la falta de información impiden obtener conclusiones precisas.

## **Las externalidades sistémicas**

En el caso que nos atañe, las externalidades sistémicas son los beneficios netos que reciben los individuos, las empresas y los organismos públicos en todo el mundo por la utilización del dólar estadounidense. La preferencia por el dólar como medio de pago, depósito de valor o moneda vehículo proviene de que esta moneda es ampliamente utilizada en todas partes. En este contexto, en la realización de transacciones económicas los agentes privados y las instituciones del sector público tienden a seleccionar aquella moneda cuyo uso es más generalizado. En este sentido, Chinn y Frankel (2008: 215) afirman que cada país tiende a adoptar la moneda internacional que es mayormente utilizada por el resto de las naciones. Esto implica que el empleo de una moneda a escala mundial tiene un fuerte componente inercial o predeterminado. De allí que la transición del patrón libra al patrón dólar haya ocurrido paulatinamente, puesto que la moneda que prevalece en el pasado tiende también a prevalecer en el futuro.

<sup>17</sup> Por supuesto, las reformas emprendidas en ambas latitudes comprenden un amplio espectro de temas, como la protección de los inversionistas, la regulación y la supervisión financiera en el ámbito nacional y transfronterizo, la cooperación internacional y diversas herramientas para prevenir, anticipar y resolver crisis financieras.

Las externalidades sistémicas, conjuntamente con la libre movilidad de capital, la estabilidad macroeconómica, así como la fortaleza económica y financiera, contribuyen a que el dólar estadounidense tenga bajos costos de transacción. Se dice que una moneda tiene bajos costos de transacción cuando, en términos de tiempo y esfuerzo, resulta fácil comprarla y venderla en los diferentes mercados cambiarios del planeta. Los costos de transacción de una moneda se miden a través del diferencial cambiario. Éste, también llamado diferencial del tipo de cambio de una moneda frente a otra (denotado como  $d$ ) es igual al tipo de cambio a la venta ( $e_v$ ) menos el tipo de cambio a la compra ( $e_c$ ) entre el tipo de cambio a la venta ( $e_v$ ), multiplicado todo esto por cien. Esto es:

$$d = \left( \frac{e_v - e_c}{e_v} \right) \times 100.$$

Una regularidad empírica es que el dólar estadounidense, en promedio, registra diferenciales comparativamente bajos en sus tipos de cambio frente a un amplio espectro de monedas. De allí que, como veremos líneas adelante, el dólar tenga una mayor participación que el euro en las transacciones cambiarias extrabursátiles.

## El proceso de internacionalización del euro

Conforme el proyecto de integración monetaria en Europa fue cobrando fuerza en los años noventa, comenzaron a proliferar las investigaciones sobre la futura trascendencia del euro en el escenario mundial. Alogoskoufis y Portes (1997: 58-79) anunciaron que el euro desplazaría al dólar como la principal moneda mundial de manera prácticamente inmediata, mientras que Bergsten (1997: 17-49) pronosticó que esto ocurriría en un plazo máximo de diez años. Al no materializarse estos escenarios, los trabajos subsecuentes han asumido posturas más cautelosas. Para Chinn y Frankel (2008: 63), la transición de un patrón monetario a otro podría tener lugar entre los años 2015 y 2022, mientras que Becker (2008: 1), como Papaioannou y Portes (2008: 27), visualizan un proceso lento de sustitución del dólar por el euro como la moneda prevaleciente en la economía mundial. Mundell (1999: 442), por su parte, en lugar de hablar del eventual desplazamiento de una moneda por otra en las transacciones mundiales, predice la formación de tres grandes bloques monetarios: el del dólar, el del euro y el del yen.

Otra vertiente que ha cobrado fuerza en años recientes es la de los llamados euroescépticos, toda vez que en sus escritos postulan que el avance del euro en el sistema monetario internacional ha alcanzado un límite natural. Esta corriente se apoya en la evidencia de que el euro, pese a sus grandes progresos iniciales como medio de pago y depósito de valor internacional, alcanzó desde hace tiempo una suerte de estado estacionario. En los continentes americano, asiático y africano las instituciones privadas siguen privilegiando al dólar estadounidense en sus operaciones internacionales. Los bancos centrales de estas latitudes mantienen al dólar como

la moneda de intervención por excelencia y los turistas continúan empleándolo como la principal moneda vehículo. En suma, la hegemonía del patrón dólar está aún muy lejos de verse amenazada.

Un primer indicador del escaso avance del euro en el contexto mundial es el cambio en la participación que esta moneda ha tenido en el volumen total de transacciones cambiarias extrabursátiles. Como es bien sabido, estas operaciones se presentan en el mercado *spot*, en el de contratos anticipados o en el de *swaps*. El cuadro 3 brinda una visión respecto del estancamiento del euro frente al dólar y otras monedas internacionales. Las cuotas o participaciones de este cuadro suman doscientas (en lugar de cien), toda vez que cada transacción cambiaria involucra necesariamente dos monedas. En esta tesitura, durante el periodo 2001-2010, la participación del dólar ha disminuido relativamente poco, es decir, de 89.9 a 84.9 puntos.

Por otra parte, no todo el terreno perdido por el dólar ha sido ganado por el euro, pues en el periodo referido esta moneda ha acrecentado su cuota en tan sólo 1.2 unidades, pues pasó de 37.9 a 39.1. El yen japonés ha retrocedido en 4.5 puntos y la libra esterlina mantiene una cuota constante en las transacciones cambiarias extrabursátiles. Por último, conviene tomar nota de que el mayor avance se reporta en el rubro de “otras monedas”, pues que aquí hay un incremento de 35.7 a 44.1 unidades. Algunas divisas internacionales de creciente demanda en los mercados cambiarios son el dólar australiano y el canadiense, mientras que, por el lado de las monedas de países emergentes, destacan el yuan chino y la rupia india.

CUADRO 3  
PARTICIPACIÓN DE LAS DIFERENTES MONEDAS  
EN LAS TRANSACCIONES CAMBIARIAS EXTRABURSÁTILES

<i>Moneda</i>	<i>Año</i>			
	<i>2001</i>	<i>2004</i>	<i>2007</i>	<i>2010</i>
Dólar estadounidense	89.9	88.0	85.6	84.9
Euro	37.9	37.4	37.0	39.1
Yen japonés	23.5	20.8	17.2	19.0
Libra esterlina	13.0	16.5	14.9	12.9
Otras monedas	35.7	37.3	45.3	44.1
Todas las monedas	200	200	200	200*

\* La suma de la participación porcentual de las monedas individuales es igual a 200 en virtud de que cada transacción involucra necesariamente a dos monedas.

FUENTE: Elaboración propia con base en datos del Banco de Pagos Internacionales. Los datos que reporta el Banco de Pagos Internacionales se refieren a la cuota porcentual alcanzada por cada moneda en el volumen de operación promedio por día durante el mes de abril de cada año.

El cuadro 4 describe la participación del euro, el dólar estadounidense y otras monedas en los mercados internacionales de instrumentos de deuda. Aquí se observa un avance considerable del euro en el periodo 2002-2007, pues su participación aumentó del 23.2 al 29.1 por ciento; sin embargo, a partir del inicio de la crisis financiera global, se produjo un cambio de tendencia, habida cuenta de que el euro comienza a ceder participación en los mercados internacionales de deuda frente al yen japonés y otras monedas. El dólar estadounidense, por su parte, exhibe una trayectoria básicamente declinante en el periodo 2002-2007, un repunte sustancial en el 2008 y una nueva ronda de descensos en 2009, 2010 y 2011, pero, en el tema que nos ocupa, el dólar estadounidense se mantiene todavía en un sólido primer lugar, en tanto que el euro parece haberse estancado como consecuencia de la crisis de algunas naciones de la periferia de la eurozona, como Portugal, Italia, Grecia y España.

CUADRO 4  
PARTICIPACIÓN PORCENTUAL DEL EURO, EL DÓLAR Y OTRAS MONEDAS  
EN LOS MERCADOS INTERNACIONALES DE INSTRUMENTOS DE DEUDA  
DURANTE EL PERIODO 2002-2011

<i>Año</i>	<i>Moneda</i>			
	<i>Dólar estadunidense</i>	<i>Euro</i>	<i>Yen japonés</i>	<i>Otras monedas</i>
2002	46.7	23.2	16.1	13.9
2003	42.7	26.2	16.6	14.5
2004	41.5	27.0	16.2	15.3
2005	43.9	25.0	14.9	16.2
2006	42.5	27.2	13.1	17.2
2007	40.6	29.1	12.1	18.3
2008	48.8	28.4	14.2	16.5
2009	38.9	29.0	13.4	18.7
2010	39.1	26.9	14.7	19.3
2011	38.0	26.9	15.4	19.7

NOTA: Los porcentajes pueden no sumar exactamente cien, debido al redondeo.

FUENTE: Elaboración propia, con base en datos del Banco Central Europeo y del Banco de Pagos Internacionales.

Otro dato interesante es que en el mercado internacional de préstamos bancarios, el euro tuvo una participación del 21.8 por ciento en el tercer trimestre de 2011, frente a un 56.6 por ciento del dólar estadounidense. Asimismo, en el mercado internacional de depósitos bancarios, se observa una situación similar, puesto que el euro ostenta una cuota del 22.4 por ciento contra el 61.1 por ciento del dólar estadounidense (FMI, s.f.; Banco Central Europeo, s.f.). Por lo tanto, la intermediación financiera bancaria en el ámbito internacional continúa realizándose fundamentalmente en dólares estadounidenses. Si se analizan las tendencias de estas variables (es decir, de los financiamientos y los depósitos bancarios internacionales por moneda de denominación) la conclusión que se desprende es que el euro ha llegado a un estado estacionario, mientras que el dólar conserva un liderazgo indiscutible.

En cuanto al papel del euro como medio de pago en operaciones comerciales internacionales, los datos disponibles sugieren que los países de la eurozona lo han utilizado de manera creciente. En el periodo 2006-2011, el porcentaje de las exportaciones de bienes y servicios de la eurozona a terceros países que se facturó y liquidó en euros aumentó del 59.5 al 66.7. Por otro lado, en el periodo referido, el porcentaje de las importaciones totales de la eurozona proveniente de terceros países que se facturó y liquidó en euros se incrementó de manera más modesta; es decir, del 48.8 al 50.2 (FMI, s.f.; Banco Central Europeo, s.f.). Cabe agregar que, aunque no se encontraron datos precisos al respecto, en los intercambios comerciales internacionales donde no participa la eurozona, el dólar mantiene una ventaja considerable.

El cuadro 5 permite ponderar la importancia relativa del euro en las reservas internacionales de los diferentes bancos centrales del planeta durante el periodo 2002-2011. Los datos proporcionados han de tomarse con cierta cautela, puesto que en el periodo mencionado únicamente el 63.4 por ciento de los bancos centrales suministraron información sobre la composición de sus reservas por moneda de denominación (cálculos propios, con datos del FMI, s.f.; Banco Central Europeo, s.f.).

Como se observa, el euro aumentó su participación del 23.8 al 27.7 por ciento entre 2002 y 2009; sin embargo, en 2010 y 2011 el euro representó un 26.5 y un 26 por ciento de las reservas internacionales mundiales, respectivamente, lo cual refleja un cambio de tendencia. Por su parte, la cuota del yen japonés se acrecentó en el periodo 2009-2011, en tanto que el porcentaje correspondiente a otras monedas creció casi ininterrumpidamente a lo largo de todo 2002-2011. Este hallazgo sugiere que el euro ha sido desplazado en los últimos años por monedas como la libra esterlina, el dólar canadiense, el dólar australiano y, en menor medida, por el yen japonés. En cuanto al dólar estadounidense, aunque se advierte una participación decreciente en las reservas internacionales de los bancos centrales, esta moneda mantiene una holgada delantera frente al euro. Esto en virtud de que la participación correspondiente al dólar estadounidense podría muy bien estabilizarse en torno al 60 por ciento, mientras que la del euro difícilmente sobrepasará la barrera imaginaria del 30 por ciento.

CUADRO 5  
COMPOSICIÓN PORCENTUAL DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES  
DE LOS BANCOS CENTRALES POR MONEDAS DE DENOMINACIÓN  
DURANTE EL PERIODO 2002-2011

Año	<i>Moneda</i>			
	<i>Dólar estadounidense</i>	<i>Euro</i>	<i>Yen japonés</i>	<i>Otras monedas</i>
2002	67.1	23.8	4.4	4.8
2003	65.9	25.2	3.9	5
2004	65.9	24.8	3.8	5.4
2005	66.9	24.1	3.6	5.5
2006	65.5	25.1	3.1	6.3
2007	64.1	26.3	2.9	6.7
2008	64.1	26.4	3.1	6.4
2009	62	27.7	2.9	7.4
2010	61.9	26.5	3.4	8.2
2011	61.4	26	3.7	9

NOTA: Los porcentajes quizá no sumen exactamente cien debido al redondeo.

FUENTE: Elaboración propia, con datos del FMI (2012) y del Banco Central Europeo (2012).

Finalmente, cabría sopesar la importancia del euro como moneda paralela *vis-à-vis* el dólar estadounidense. Desafortunadamente, no existen cálculos precisos sobre la cantidad y los flujos de dólares fuera de Estados Unidos o de euros fuera de la eurozona, puesto que existen diversos métodos de estimación —la mayoría de éstos indirectos— y cada una de las bases de datos que se ha integrado en los últimos años adolece de ventajas y desventajas propias. En el caso de la eurozona, se calcula que en diciembre de 2011 casi el 13 por ciento de las notas bancarias en circulación se encontraban en el exterior (Eurosystem, 2012: 21). Este porcentaje equivaldría a unos 117 billones de euros. La investigación de Goldberg (2010: 2), apoyada en datos provenientes del Departamento del Tesoro, señala que en marzo de 2009 el 65 por ciento de los dólares emitidos por la Reserva Federal circulaba en otras naciones. De acuerdo con esta autora, esto equivalía a unos 580 billones de dólares en billetes de diferentes denominaciones. Por supuesto, los datos presentados no están exentos de polémica. En el caso particular de Estados Unidos, se han publicado varios trabajos clásicos, cuyos resultados son claramente discrepantes. Porter y Judson (1996: 892) apuntan que el porcentaje de dólares fuera de Estados Unidos aumentó del 40 por ciento en los años sesenta al 70 por ciento en los noventa. En contraste, Feige (1997: 157) documenta que a mediados de los noventa solamente el 35 por ciento del stock de dólares circulaba en el exterior,

aunque exhibía una tendencia creciente. En un trabajo más reciente, Feige (2009: 7) concluye que en 2008 la cantidad de dólares estadounidenses que circulaba en otras naciones se mantenía en casi un 37 por ciento.

Con independencia de la disparidad de métodos de estimación y fuentes de datos estadísticos, la evidencia empírica sugiere que el dólar estadounidense tiene mayor peso en el mundo como moneda paralela.<sup>18</sup> En esta misma línea, Judson (2012: 1-2) concluye que la demanda internacional de dólares declinó en los primeros años de existencia del euro, pero repuntó de forma notoria conforme la crisis económica de Estados Unidos se propagó hacia el resto del mundo.

En una línea de investigación relacionada, Pittaluga y Seghezza (2012: 89) apuntan que tanto el euro como el dólar son monedas fiduciarias, en tanto que su respaldo radica en la confianza depositada en los bancos centrales emisores<sup>19</sup> y en el compromiso que asumen estas instituciones en cuanto a proteger el poder de compra del dinero que suscriben. En el contexto mundial, según estos autores, el dinero fiduciario solamente puede ser aceptado cuando la nación líder se compromete a velar por el valor futuro de su moneda y forja un acuerdo político —el cual puede ser de facto— con un grupo de naciones. Mediante este acuerdo, la nación líder emite el dinero internacional y explota las ganancias de señoreaje resultantes en el ámbito foráneo, en tanto que las naciones seguidoras se benefician de una reducción en los costos de transacción inherentes al intercambio comercial. Al respecto, Hellerstein y Ryan (2009: 1-4) argumentan que la baja en los costos de transacción asociados al comercio internacional es el principal incentivo de las naciones seguidoras para convalidar la existencia de una moneda internacional, aunque ciertamente no es el único. Los hogares y los negocios en las naciones en vías de desarrollo recurren también a las monedas internacionales como depósito de valor, particularmente durante periodos de elevada inflación interna.

En esto se basa el señalamiento de Cohen (2009: 763), Cohen y Subacchi (2008: 159), así como Pittaluga y Seghezza (2012: 105-106) en el sentido de que, de no realizar las autoridades de la eurozona un esfuerzo de largo alcance para promover al euro como moneda global, éste quedará circunscrito al ámbito europeo (incluyendo quizá unas cuantas regiones y sectores fuera de Europa). En ausencia de una iniciativa de esta naturaleza, el desenlace más probable es que la moneda única europea termine por ocupar un distante segundo lugar frente al dólar estadounidense. Para reforzar esta idea, conviene recordar la aseveración de Mundell en el sentido de que todas las grandes monedas se han caracterizado históricamente por un Estado fuerte centralizado. Estados Unidos satisface este requisito, pero no la Unión Europea (dentro de la cual se inscribe la eurozona) (Mundell, 1999: 442).

Por último, cabría preguntarse sobre los efectos que tendría una recaída de la economía estadounidense sobre el estatus internacional del dólar. De los trabajos pioneros de Krugman (1984: 274-278), por un lado, y Matsuyama, Kiyotaki y

<sup>18</sup> Es pertinente comentar que los beneficios de señoreaje internacional guardan una relación directa con la proporción de dólares (o de euros) que circulan en el resto del mundo.

<sup>19</sup> Es decir, en la Reserva Federal de Estados Unidos y en el Banco Central Europeo.

Matsui (1993: 291), por el otro, se desprende que pequeños cambios en la tasa de inflación estadounidense o en el respaldo real, comercial y financiero del dólar no provocarán grandes cambios en la demanda mundial de esta moneda, por lo menos en horizontes de corto plazo.

## Conclusiones

La evidencia presentada sugiere que el dólar estadounidense habrá de mantenerse como moneda internacional dominante en el futuro previsible, pese a los problemas por los que ha atravesado la economía estadounidense. El papel central del dólar en la economía internacional responde a las fuerzas de mercado generadas por factores como la estabilidad macroeconómica, el respaldo real, productivo y financiero del dólar y las externalidades sistémicas. La conclusión en lo tocante al primer factor es que la eurozona ha gozado de mayor estabilidad de precios y de tasas de interés a lo largo del periodo 2002-2011, por una parte, y que el euro ha tendido a apreciarse frente al dólar, por la otra. Lo anterior, sin embargo, no se ha traducido en un cambio en el estatus internacional del euro, puesto que la demanda mundial de esta moneda como medio de pago y depósito de valor ha tendido a estancarse en años recientes.

La explicación del escaso avance del euro en el escenario internacional obedece, en lo fundamental, a la dimensión de los mercados reales y financieros que le sirven de plataforma. Una moneda internacional no puede volverse hegemónica, a menos que la nación o región que la respalda sea lo suficientemente grande y tenga un fuerte peso específico en el comercio y las finanzas mundiales. Al valor del PIB y de las exportaciones totales de Estados Unidos se atribuye el crecimiento exponencial del volumen de transacciones facturadas y liquidadas en dólares, de allí que el dólar estadounidense haya desarrollado las externalidades sistémicas requeridas para alcanzar la proyección internacional de la que aún goza. De acuerdo con las estadísticas presentadas, el PIB de Estados Unidos es mayor en valor al PIB de la eurozona 17. Por otra parte, las tendencias actuales sugieren que esta situación habrá de mantenerse en los años venideros.

Las estadísticas analizadas también indican que el mercado financiero de la Unión Americana supera con creces al de la eurozona 17 en valor de capitalización, volumen de operación, así como en diversidad y sofisticación de los instrumentos de inversión, cobertura y especulación disponibles. En suma, el respaldo financiero del dólar es más sólido que el del euro. Al mayor respaldo productivo y financiero se atribuye el sostenido predominio del dólar en todo el orbe, no sólo en sus funciones estándar de unidad de cuenta, medio de pago y depósito de valor, sino, también, en sus funciones de moneda de intervención, moneda vehículo y moneda paralela. A esto habría que añadir que el empleo del dólar a escala global entraña un fuerte componente inercial o predeterminado, que junto con los factores antes señalados genera bajos costos de transacción. Es decir, el dólar resulta más fácil de comprar y de vender que el euro en la gran mayoría de los centros cambiarios del planeta.

La evaluación del proceso de internacionalización del euro lleva a concluir que esta moneda, pese a los progresos registrados en la fase de arranque, arribó desde hace tiempo a una suerte de estado estacionario. La participación del dólar frente al euro en el volumen de transacciones cambiarias extrabursátiles habla elocuentemente del estancamiento del euro. En el mercado internacional de instrumentos de deuda, al igual que en el de préstamos y depósitos bancarios, el dólar estadounidense conserva un liderazgo indiscutible.

Vale también hacer notar que en los continentes americano, asiático y africano las instituciones privadas continúan privilegiando al dólar en las operaciones relacionadas con el comercio exterior. Asimismo, la participación del dólar en las reservas internacionales de los diferentes bancos centrales del planeta parece haberse estabilizado por arriba del 60 por ciento, mientras que la del euro difícilmente sobrepasará la barrera psicológica del 30 por ciento.

Aparte de la diversidad de métodos de estimación y de fuentes de datos estadísticos, la evidencia empírica demuestra que el dólar estadounidense es más importante que el euro en calidad de moneda paralela. La dolarización campea por encima de la euroización.

Frente a la interrogante de cuáles serían los efectos de una nueva crisis en Estados Unidos, tanto la teoría de las inercias históricas como la evidencia reciente sugieren que pequeños cambios en la estabilidad macroeconómica, en la tasa de crecimiento del PIB o en el desempeño de los mercados financieros no modificarán de forma significativa la demanda mundial de dólares. Diversos autores señalan que, en ausencia de un esfuerzo de gran envergadura por parte de las autoridades de la eurozona para promover al euro como moneda global, éste se circunscribirá sólo al ámbito europeo.

## Fuentes

ALOGOSKOUFIS, GEORGE y RICHARD PORTES

1997 “The Euro, the Dollar, and the International Monetary System”, en Paul R. Masson, Thomas H. Krueger y Bart G. Turtelboom, eds., *EMU and the International Monetary System*. Washington, D. C.: International Monetary Fund.

BECKER, WERNER

2008 “The Euro Turns Ten”, *EU Monitor* 57 (julio).

BÉNASSY-QUÉRÉ, AGNÈS, SOPHIE BÉREAU y VALÉRIE MIGNON

2008 “Equilibrium Exchange Rates: A Guidebook for the Euro-Dollar Rate”, *Documento de investigación de la Asociación Francesa de Ciencias Económicas*, en <[http://congres.afse.fr/docs/678478benassy\\_bereau\\_mignon\\_afse.pdf](http://congres.afse.fr/docs/678478benassy_bereau_mignon_afse.pdf)>, consultada en septiembre de 2013.

BERGSTEN, C. FRED

1997 “The Impact of the Euro on Exchange Rates and International Policy Cooperation”, en Paul R. Masson, Thomas H. Krueger y Bart G. Turtelboom, eds., *EMU and the International Monetary System*. Washington, D. C.: International Monetary Fund.

CHINN, MENZIE y JEFFREY A. FRANKEL

2008 “Will the Euro Rival the Dollar? A Debate”, *International Finance* 11, no. 1 (febrero): 49-73.

COHEN, BENJAMIN

2009 “Dollar Dominance, Euro Aspirations: Recipe for Discord?”, *Journal of Common Market Studies* vol. 47, no. 4 (septiembre).

2008 “The Euro in a Global Context: Challenges and Capacities”, en Kenneth Dyson, ed., *The Euro at Ten: Europeanization, Power, and Convergence*. Oxford: Oxford University Press.

2007 “Enlargement and the International Role of the Euro”, *Review of International Political Economy* 14, no. 5 (diciembre): 746-773.

COHEN, BENJAMIN y PAOLA SUBACCHI

2008 “A One-and-a-Half Currency System”, *Journal of International Affairs* 62, no. 1 (otoño-invierno).

COOPER, RICHARD

2009 “The Future of the Dollar”, *Peterson Institute for International Economics*, documento de trabajo, no. PB09-21 (septiembre): 1-6.

EICHENGREEN, BARRY y MARC FLANDREAU

- 2009 “The Rise and Fall of the Dollar (or When Did the Dollar Replace Sterling as the Leading Reserve Currency?)”, *European Review of Economic History*, no. 13 (noviembre).

EUROSYSTEM

- 2012 *Review of the International Role of the Euro*. Fráncfort: Banco Central Europeo, julio.

FIEGE, EDGAR L.

- 2009 “New Estimates of Overseas U.S. Currency Holdings, the Underground Economy and the Tax Gap”, *Munich Personal RePEc Archive*, documento de trabajo no. 19564 (diciembre).
- 1997 “Revised Estimates of the Size of the U.S. underground Economy: The Implications of U.S. Currency Held Abroad”, en Owen Lippert y Michael Walker, eds., *The Underground Economy: Global Evidence of Its Size and Impact*. Vancouver: Fraser Institute Press.

GOLDBERG, LINDA

- 2010 “Is the International Role of the Dollar Changing”, *Current Issues in Economics and Finance* 16, no. 1 (enero).

HELLERSTEIN, REBECCA y WILLIAM RYAN

- 2009 “The Determinants of International Flows of U.S. Currency”, *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports* no. 400 (octubre).

JUDSON, RUTH

- 2012 “Crisis and Calm: Demand for U.S. Currency at Home and Abroad from the Fall of the Berlin Wall to 2011”, Board of Governors of the Federal Reserve System, documento de trabajo, no. 1058 (noviembre).

KRUGMAN, PAUL

- 1984 “The International Role of the Dollar: Theory and Prospect”, en John Bilson y Richard Marston, eds., *Exchange Rate Theory and Practice*. Chicago: Chicago University Press.

LAROSIÈRE, JACQUES DE, ed.

- 2009 *The High-Level Group on Financial Supervision in EU*. Bruselas: The De Larosière Group, febrero, en <[http://ec.europa.eu/internal\\_market/finances/docs/de\\_larosiere\\_report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf)>, consultada el 26 de septiembre de 2013.

MASERA, RAINER

2010 “Reforming Financial Systems after the Crisis: A Comparison of EU and USA”, *PSL Quarterly Review* 63, no. 255 (julio).

MATSUYANA, KIMINORI, NOBUHIRO KIYOTAKI y AKIHIKO MATSUI

1993 “Toward a Theory of International Currency”, *Review of Economic Studies*, no. 60 (abril).

MISHKIN, FREDERIC S.

2006 *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*. Londres: Pearson Addison Wesley.

MUNDELL, ROBERT

1999 “The Euro: How Important?”, *Cato Journal* 18, no. 3 (invierno).

PAPAIOANNOU, ELIAS y RICHARD PORTES

2008 “The International Role of the Euro: A Status Report”, Banco Central Europeo, documento económico, no. 317 (abril).

PITTALUGA, GIOVANNI y ELENA SEGHEZZA

2012 “Euro vs. Dollar: An Improbable Threat”, *Open Economies Review* 23, no. 1 (octubre).

PORTER, RICHARD D. y RUTH A. JUDSON

1996 “The Location of U.S. Currency: How Much Is Abroad?”, *Federal Reserve Bulletin* no. 82 (octubre).

SAUNDERS, ANTHONY y MARCIA CORNETT

2007 *Financial Markets and Institutions*. Nueva York: McGraw-Hill.

ZHOU, SU, MOHSEN BAHMANI-OSKOOEE y ALI M. KUTAN

2008 “Purchasing Power Parity before and after the Adoption of the Euro”, *Review of World Economics* 144, no. 1 (marzo).