



Real
Instituto
Elcano

de Estudios Internacionales y Estratégicos

LA GEOPOLÍTICA DE LAS DIVISAS Y EL FUTURO DEL SISTEMA INTERNACIONAL

Benjamin J. Cohen

Documento de Trabajo (DT) 11/2004

15/01/2004



La geopolítica de las divisas y el futuro del sistema internacional

Benjamín J. Cohen *

La geopolítica, según la definición del diccionario, trata de la rivalidad internacional entre grandes potencias –la lucha por el dominio entre Estados territorialmente definidos. El conflicto es el elemento central de la geopolítica y las relaciones geopolíticas son dinámicas, estratégicas y jerárquicas. En geopolítica, definitivamente los mansos no heredan la tierra.

Hoy por hoy, puede decirse prácticamente lo mismo de las monedas, que en los últimos años se han vuelto cada vez más competitivas a escala mundial. También las relaciones monetarias han pasado a ser conflictivas y jerárquicas; y los mansos se encuentran igualmente desfavorecidos. La cuestión central es la descomposición de los nítidos monopolios territoriales que los Gobiernos nacionales han reivindicado históricamente en la gestión del dinero, un proceso impulsado por el mercado que ya en otro lugar describí como la “desterritorialización” del dinero (Cohen 1998, 2003a). En lugar de un monopolio, lo que tenemos ahora es más parecido a un oligopolio, un número finito de proveedores autónomos, Gobiernos nacionales, compitiendo incesantemente entre ellos para configurar y gestionar la demanda de sus monedas respectivas. Puesto que la mayoría de los Estados ya no son capaces de ejercer un control supremo sobre la circulación y el uso del dinero dentro de sus propias fronteras, deben hacer lo que puedan por preservar o impulsar su cuota de mercado. Como resultado, la población del universo monetario cada vez se está volviendo más estratificada, adoptando el aspecto de una enorme Pirámide de Monedas –estrecha en la parte superior, donde se sitúan las monedas más fuertes, y con una base cada vez más ancha, lo que refleja diferentes niveles de inferioridad competitiva–.

¿Cuáles son las consecuencias geopolíticas de esta nueva geografía del dinero? En la actualidad, una moneda está claramente muy por encima del resto: el dólar estadounidense, familiarmente conocido como *greenback*. El dólar es la única verdadera moneda global; se emplea para todos los usos habituales del dinero (medio de cambio, unidad contable, depósito de valor) en prácticamente todos los rincones del mundo. Desde su posición dominante de mercado, EEUU obtiene ventajas económicas y políticas significativas. La pregunta es: ¿Puede plantarse cara al dominio del dólar? La respuesta tiene dos vertientes: una, si nos centramos en la lógica de la competencia de mercado, y otra si también tenemos en cuenta las preferencias de los Gobiernos.

Si nos centramos tan sólo en la lógica de la competencia de mercado, la respuesta es clara: el dólar seguirá imponiéndose. En la actualidad tan sólo existen otras dos monedas ampliamente utilizadas fuera de sus respectivos países de emisión. Estas dos monedas son el euro, la nueva moneda común de la Unión Europea (UE), y el yen japonés. En conjunto, estas monedas son las Tres Grandes de la geopolítica de divisas. Pero ni el euro ni el yen, sostengo, suponen una amenaza competitiva seria para el dólar en el mercado mundial actual.

* *Profesor de Economía Política Internacional.*
Universidad de California, Santa Bárbara

Una vez que tenemos en cuenta el factor de las preferencias de los Gobiernos, sin embargo, el panorama se vuelve menos claro. Podemos dar por hecho que los europeos y los japoneses harán todo lo posible por defender el atractivo de mercado de sus divisas. Lo que no está tan claro es si irán más allá, si buscarán la formación de bloques monetarios organizados con Gobiernos extranjeros. Japón podría decidir hacer frente a la actual supremacía del dólar en Asia Oriental. De la misma manera, Europa podría verse tentada a hacer de Oriente Medio su campo de batalla. Sin embargo, no es probable que ninguna de ellos lleve su confrontación monetaria con EEUU hasta el extremo de poder llegar a poner en peligro intereses políticos y de seguridad más vitales. Parece que la apuesta menos arriesgada sería una política de contención mutua entre las Tres Grandes.

I. El dólar

Comienzo por el dólar. En términos generales, las monedas pueden usarse fuera de sus países de origen con alguno de los dos fines siguientes: transacciones entre naciones o transacciones dentro de un Estado extranjero. La primera de las dos posibilidades suele denominarse uso de moneda internacional o internacionalización de moneda; la segunda suele etiquetarse como sustitución de moneda y puede hacerse referencia a ella como uso extranjero-nacional. Para ambos fines, el dólar estadounidense es, hoy por hoy, el indiscutible líder de mercado, la Principal Moneda, encaramada en la cúspide de la Pirámide Monetaria. Sus únicos rivales posibles son el euro y, a mayor distancia, el yen. Debido al liderazgo de mercado del dólar, podría argumentarse, EEUU ostenta una posición privilegiada tanto en términos económicos como políticos.

El liderazgo de mercado del dólar

La señal más clara del liderazgo del dólar como moneda *internacional* es la que muestra el mercado mundial de divisas, en el cual, según el *Bank for International Settlements* (BIS, 2002), el dólar es el vehículo preferido para el intercambio de divisas en todo el mundo, apareciendo en un lado u otro de aproximadamente el 90% de todas las transacciones en 2001 (el último año para el que se dispone de estos datos). El euro, en segundo lugar pero a bastante distancia, apareció en tan sólo el 38% de las transacciones (por encima de la proporción de su popular predecesor, el marco alemán (DEM), que había figurado en el 30% de las transacciones en 1998, pero por debajo de la del conjunto de las monedas constituyentes del euro para ese mismo año (53%). El yen se situó aún más por debajo, con tan sólo un 23% (1).

El dólar estadounidense supone también el vehículo preferido para la facturación del comercio internacional, donde se calcula que representa cerca de la mitad de todas las exportaciones mundiales (Hartmann 1998), más del doble de la proporción de EEUU en el comercio mundial total. La proporción de facturación del DEM en sus últimos años, antes de ser reemplazado por el euro, era de un 15%, aproximadamente el equivalente a la proporción de exportaciones alemanas en las exportaciones mundiales. Datos preliminares del Banco Central Europeo (BCE) (2002: 39-42) sugieren que la cuota del euro puede haber aumentado moderadamente desde su introducción como moneda "virtual" en 1999, si bien es cierto que más por lo que respecta al propio comercio de Europa con el mundo exterior que por lo que respecta a intercambios entre terceros países. La cuota del yen en la facturación mundial fue tan sólo del 5%, una proporción significativamente inferior al porcentaje japonés de exportaciones mundiales.

También se evidencia una historia paralela en los mercados internacionales de activos financieros, incluyendo los préstamos y depósitos bancarios, así como los bonos y las acciones. Empleando datos de una gran variedad de fuentes, Thygesen (1995) calculó lo que se ha denominado "riqueza financiera mundial", la cartera total de inversiones

internacionales privadas a nivel mundial, estimada en más de 4,5 billones de dólares en 1993. De nuevo en esta ocasión, también dominaba el dólar, llegando a suponer cerca de dos quintas partes de los bonos internacionales y cerca de tres quintas partes de los depósitos de moneda extranjera. El DEM representó el 10% de los bonos y el 14% de los depósitos; el yen, el 14% de los bonos y el 4% de los depósitos. Más recientemente, el euro ha arrebatado al dólar parte de su cuota en el mercado de obligaciones, representando en la actualidad cerca del 30% de todas las emisiones, frente al 44% del dólar y únicamente el 13% del yen (BCE 2002: 17-19). Con todo, en la banca internacional el dólar sigue dominando, con una cuota del 55% de los depósitos, frente al 24% del euro y el 7% del yen (BCE 2002: 16).

La señal más clara del liderazgo del dólar en el uso *extranjero-nacional* es el rápido aumento en la circulación física de la moneda fuera de las fronteras de EEUU, principalmente en forma de billetes de 100 dólares. Estudios realizados por la Reserva Federal (Porter y Judson 1996) y el Tesoro estadounidense (2000) sitúan el valor de todos los billetes de la Reserva Federal en circulación en el extranjero en entre un 50% y un 70% del total en circulación, equivalente a finales de siglo a aproximadamente entre 275.000 millones y 375.000 millones de dólares (2). Las estimaciones sugieren también que hasta tres cuartas partes del aumento anual de los billetes estadounidenses sale en la actualidad directamente al exterior, comparado con menos de la mitad en la década de 1980 y menos de un tercio en la de 1970. A finales de la década de 1990, hasta un 90% de todos los billetes de 100 dólares emitidos por la Reserva Federal salían directamente al extranjero para satisfacer la demanda externa (Lambert y Stanton 2001). La sed de dólares no sólo parece ser fuerte, sino que además parece estar creciendo.

En contraste, las estimaciones del banco central alemán, el Bundesbank (1995), sitúan la circulación del DEM en el extranjero durante los últimos años (sobre todo en Europa Central y Oriental y en los Balcanes) en no más de un 30%-40% del valor total, cifra equivalente a finales de 1994 a aproximadamente entre 65.000 millones y 90.000 millones de marcos (45.000 millones a 65.000 millones de dólares) (3). Sigue sin estar claro hasta qué punto los billetes de euro pueden superar el nivel de popularidad disfrutado anteriormente por el DEM (BCE 2002: 48-52). Al otro lado del mundo, se ha sugerido que los funcionarios del Banco de Japón opinan privadamente que, del suministro total de billetes de yen, que ascendió aproximadamente a 370.000 millones de dólares en 1993, no más del 10% estaban en países vecinos (Hale 1995) (4).

Ventajas para EEUU

No es de sorprender que todo este uso internacional y *extranjero-nacional* del dólar parezca traducirse en ventajas considerables para EEUU, tanto en términos económicos como políticos. Aunque minimizados por algunos (como Wyplosz 1999: 97-100), los beneficios derivados de un liderazgo del mercado en cuestiones monetarias pueden de hecho ser bastante sustanciales. Podrían citarse cuatro ventajas claras.

La mejor conocida es el potencial de señoreaje (o monedaje). Una mayor circulación transfronteriza de la moneda de un país genera el equivalente a un préstamo subvencionado o libre de intereses del extranjero, una transferencia implícita que representa una ganancia de recursos reales para la economía en su conjunto. Consideremos tan sólo la circulación de billetes de la Reserva Federal, que son una forma de título de deuda que no devenga intereses. Actualizando estimaciones anteriores de Jeffrey A. Frankel (1995) y Alan S. Blinder (1996), el ahorro actual de intereses derivado de la circulación del dólar en el extranjero puede estimarse, como mínimo, en alrededor de entre 16.000 millones y 22.000 millones de dólares anuales. A esto puede añadirse un ahorro en el pago de intereses sobre bonos del Estado americanos, que resultan extraordinariamente atractivos para los tenedores extranjeros debido a su mayor liquidez. Richard Portes y Hélène Rey (1998: 309) se refieren a esto como una

“frecuentemente ignorada fuente de señoreaje para el emisor de la moneda internacional”. Según ellos (1998: 309), este efecto de moneda internacional reduce el rendimiento real que el Gobierno estadounidense debe pagar, lo que supone un “descuento por liquidez” que, sugieren, podría alcanzar al menos de 5.000 millones a 10.000 millones de dólares anuales. Si sumamos todas estas cifras, y parafraseando la célebre observación del antiguo senador republicano Everett Dirksen acerca del presupuesto federal, estamos empezando a hablar de dinero de verdad.

Una segunda ventaja es la mayor flexibilidad de la política macroeconómica otorgada por el privilegio de poder depender del dinero de uno mismo para ayudar a financiar los déficit externos. Una mayor circulación transfronteriza reduce el coste real del ajuste a *shocks* de pago imprevistos, interiorizando mediante el crédito lo que de otra forma serían transacciones externas que exigirían un intercambio de valiosas divisas. De hecho, reduce la necesidad de preocuparse por la balanza de pagos al formular y poner en práctica políticas nacionales. ¿Quién se acuerda de la última vez en que los responsables en Washington incluyeron activamente una preocupación por nuestros amplios déficit actuales o nuestro tipo de cambio en los debates sobre el curso de la política monetaria y la política fiscal?

En tercer lugar, otra ventaja, de carácter más psicológico, es la adquisición del estatus y el prestigio que van unidos al dominio del mercado. El dinero, como ya he escrito en alguna otra ocasión (Cohen 1998), lleva mucho tiempo representando un papel simbólico clave para los Gobiernos, útil (al igual que las banderas, los himnos o los sellos de correos) como medio de cultivar un sentido especial de identidad nacional. Pero ese papel crítico se ve minado en la medida que una moneda local pueda llegar a verse desplazada por una divisa extranjera más popular, especialmente una moneda como el dólar estadounidense, que tanto se emplea a diario. Al público extranjero se le recuerda constantemente el alto lugar ocupado por EEUU en la comunidad de las naciones. Como escribió en su día el Premio Nobel Robert Mundell, “las grandes potencias tienen grandes monedas” (1993: 10). De hecho, el dólar se ha convertido en un poderoso símbolo de la supremacía estadounidense, un ejemplo de lo que el politólogo Joseph S. Nye (1990) denominó “potencia suave” (*soft power*): la capacidad de ejercer una influencia mediante la determinación de creencias y percepciones. Aunque obviamente resulta difícil de cuantificar, el papel de la reputación en geopolítica no debería subestimarse.

Por último, está la ventaja de la “potencia bruta” (*hard power*) geopolítica que se deriva de la dependencia monetaria de otros. Por un lado, un país emisor está mejor protegido de las influencias externas en el ámbito nacional. Por otro lado, también se encuentra en una mejor posición de perseguir objetivos en el extranjero sin limitación alguna, o hasta de ejercer cierto grado de coacción a nivel internacional. Como nos recuerda el politólogo Jonathan Kirshner (1995: 29, 31), “el poder monetario es un componente altamente eficaz del poder de un Estado, (...), el instrumento más poderoso de coerción económica del que disponen los países en posición de emplearlo”. El dinero, después de todo, es sencillamente control sobre recursos reales. Si puede negarse a otro país el acceso a los medios necesarios para adquirir bienes y servicios vitales, dicho país será claramente vulnerable en términos políticos. Kirshner cita cuatro formas en las que puede explotarse la dependencia monetaria: (a) imposición (*enforcement*), manipulación de las reglas del juego o amenaza de sanciones; (b) expulsión (*expulsion*), la suspensión o el cese de los privilegios; (c) extracción (*extraction*), el uso de la relación para obtener recursos reales; y (d) captación (*entrapment*), la transformación de los intereses de un Estado dependiente. El extendido uso del dólar pone todas estas posibilidades en manos de quienes formulan las políticas en Washington.

Hay que reconocer que existen limitaciones a estos beneficios, que tienden a ser mayores en las fases iniciales del uso transfronterizo, cuando la confianza en una

moneda es mayor. Posteriormente, a medida que los compromisos exteriores van acumulándose, aumentando la oferta frente a la demanda, las ganancias pueden verse reducidas, especialmente si sale al mercado alguna alternativa atractiva. Los tenedores extranjeros pueden mostrar preocupación, con razón, ante el riesgo de depreciación futura o incluso de restricciones sobre el uso de sus activos. De este modo, la autonomía del líder monetario puede verse limitada en un momento dado, hasta cierto punto, por la necesidad de poner freno a conversiones repentinas o sustanciales a través del mercado de divisas. Tanto los ingresos de señoreaje, de forma neta, como la flexibilidad macroeconómica se verán reducidos si es necesario un aumento significativo de los tipos de interés para mantener la cuota de mercado. Igualmente, la explotación manifiesta del poder político puede verse inhibida si los extranjeros tienen la posibilidad de poder fácilmente pasar de ser leales al dólar para serlo a otra moneda. Pero aun admitiendo estas limitaciones, parece bastante claro que, en conjunto, éstas son unas ventajas considerables, tal y como han reconocido numerosas fuentes (como por ejemplo Portes y Rey 1998: 308-310).

II. La lógica de la competencia de mercado

¿Puede plantarse cara al dominio del dólar? Tal y como ya se ha indicado, los únicos rivales posibles del dólar hoy por hoy son el euro y el yen. Pero la lógica de la competencia de mercado, sostengo, sugiere que ninguna de estas dos divisas será capaz de igualar, y mucho menos de superar, la popularidad del dólar en el futuro inmediato. Con libertad para elegir entre las Tres Grandes, el mercado seguirá dando clara preferencia al dólar.

Barreras al reemplazo

El reemplazo de un líder de mercado no resulta fácil, por dos motivos: en primer lugar, porque las cualidades requeridas para alcanzar un éxito competitivo tienden a ser extremadamente difíciles; y, en segundo lugar, debido a la inercia, que es una característica inherente a todo comportamiento monetario.

Fundamentalmente, la elección de una moneda en el mercado mundial viene determinada por tres atributos esenciales. En primer lugar, al menos durante las fases iniciales de un uso transfronterizo de una moneda, está la confianza generalizada en su valor futuro, respaldada por la estabilidad política del país de origen. En segundo lugar están las cualidades de “conveniencia de cambio” y “certidumbre de capital” –un alto nivel de liquidez transaccional y una razonable predecibilidad del valor de los activos–. La clave de ambas cualidades es un conjunto de mercados financieros bien desarrollados, lo suficientemente abiertos como para garantizar un pleno acceso a los no residentes. Los mercados no deben verse obstaculizados por altos costes de transacción o por barreras formales o informales de entrada. Deben ser amplios, con un gran abanico de instrumentos disponibles para inversiones temporales o a más largo plazo, y fuertes, con mercados secundarios plenamente operativos para la mayor parte (si no la totalidad) de sus activos financieros. Y, en tercer lugar, una moneda debe ofrecer una amplia red transaccional, ya que nada aumenta más la aceptación de una moneda que las perspectivas de su aceptación por otros. Históricamente, este factor normalmente conlleva la existencia de una economía grande en dimensiones absolutas y que está bien integrada en los mercados mundiales. Cuanto mayor sea el volumen de las transacciones llevadas a cabo dentro de un país o con un país, mayores son las potenciales externalidades de red derivadas del uso de su dinero. No muchas monedas pueden cumplir todas estas duras condiciones. Hoy por hoy, tan sólo las Tres Grandes.

Además, aun con los atributos necesarios, el reemplazo resulta complicado debido a la inercia en la elección de la moneda. La principal fuente de inercia es la preexistencia de

redes transaccionales ya establecidas, que provoca el bien documentado hecho de que se mantengan invariables las preferencias de los usuarios, lo que los especialistas denominan histéresis o efecto trinquete. En efecto, el uso previo confiere una cierta ventaja natural. Cambiar de una moneda a otra resulta costoso, suponiendo un caro proceso de adaptación financiera. Debe invertirse un considerable esfuerzo en crear y aprender a utilizar nuevos instrumentos e instituciones, dependiendo muchos aspectos de lo pueda esperarse que van a hacer los demás agentes de mercado al mismo tiempo. De ahí que, por muy atractiva que una determinada moneda pueda parecer, su adopción no resultará rentable a menos que parezca probable que otros también vayan a hacer un uso extensivo de ella. En palabras de los economistas Kevin Dowd y David Greenaway (1993: 1180), “el cambio de moneda resulta costoso; debemos aprender a calcular en la nueva moneda, debemos cambiar las unidades en que expresamos los precios, incluso puede que tengamos que cambiar nuestros archivos, etc.... Esto explica por qué los agentes a menudo se muestran reacios a cambiar de moneda, aun cuando la moneda que están empleando parezca ser claramente inferior a otra.”

La inercia también se ve fomentada por el nivel excepcionalmente alto de incertidumbre inherente a cualquier elección entre monedas alternativas. La incertidumbre fomenta una tendencia hacia lo que los psicólogos denominan “mimetismo”: el impulso racional de los agentes con aversión al riesgo, en condiciones de contingencia, a minimizar la inquietud mediante un comportamiento de imitación basado en la experiencia previa. Una vez que una moneda alcanza un cierto nivel de aceptación, su uso es apto para ser perpetuado, aun después de la aparición de potentes competidores nuevos, simplemente por repetición regular de prácticas anteriores. De hecho, cierta inclinación conservadora es inherente a la dinámica del mercado. Tal y como sostenía Orléan (1989: 81-83), “la imitación conduce al surgimiento de una convención en la cual se hace hincapié en un cierto ‘conformismo’ o incluso hermetismo en los círculos financieros.”

La importancia de la inercia en este contexto queda perfectamente ilustrada por la propia experiencia del dólar cuando empezó a competir con la libra esterlina, la moneda dominante en el siglo XIX. Aun después del surgimiento de EEUU como la economía más rica del mundo, el dólar tardó literalmente decenios en alcanzar el primer puesto entre todas las divisas. Tal y como observaba Paul Krugman (1992: 173): “el hecho más impresionante aquí es sin duda la inercia; la libra esterlina siguió ocupando el primer puesto durante medio siglo más después de que Gran Bretaña hubiera dejado de ser ya la primera potencia económica.” Durante milenios han sido evidentes inercias similares en el uso prolongado de monedas internacionales tales como el *solidus* bizantino (también conocido como *bezante*) o el peso de plata español (más tarde conocido como dólar de plata mexicano) mucho después del declive de las potencias imperiales que las acuñaron en un primer momento (Cohen 1998: cap. 2). De hecho, dichas inercias son prácticamente la tónica general, y no excepciones, en las relaciones monetarias mundiales.

Excepcional o no, incluso las inercias más persistentes pueden llegar a vencerse con el tiempo, como muestran también estos ejemplos históricos. Pero para vencer la tendencia conservadora del comportamiento del mercado, un nuevo aspirante debe hacer algo más que simplemente *igualar* los atributos del líder de mercado. Debe ser capaz de ofrecer *ventajas* sustanciales con respecto a aquella moneda que ocupe el primer puesto en ese momento. El dólar fue capaz de hacerlo con respecto a la libra esterlina una vez que Nueva York reemplazó a Londres como fuente preeminente de capital de inversión mundial. El problema del euro y del yen es que, en el futuro inmediato, ninguno de los dos puede esperar de modo realista ofrecer unas ventajas comparables en relación con el dólar.

El yen

Consideremos primero el yen. Existen pocas probabilidades de que la tan cacareada divisa japonesa pueda hacer frente con éxito al dólar, a pesar del evidente punto fuerte de este país como principal nación acreedora del mundo y su envidiable historial de éxito a largo plazo en el control de la inflación y el fomento de las exportaciones. El uso transfronterizo del yen se aceleró significativamente en las décadas de 1970 y 1980, durante los vertiginosos años de expansión económica de este país. La internacionalización alcanzó su nivel más alto en los créditos bancarios y los mercados de valores, donde, debido a una apreciación de los tipos de cambio del yen, los activos financieros denominados en yenes resultaban especialmente atractivos a los inversores. Con todo, la popularidad del yen nunca llegó a superar ni de lejos a la del dólar, ni la del marco, y la moneda fue poco empleada en la facturación comercial o la sustitución de monedas. Y lo que es peor, su trayectoria ascendente se vio interrumpida bruscamente en la década de 1990, tras el estallido de la “burbuja económica” japonesa, y existen pocas probabilidades de que dicha trayectoria se reanude a corto plazo mientras persista el estancamiento interno japonés.

De hecho, en los últimos años, lejos de haber aumentado, el uso del yen en el extranjero ha disminuido en términos relativos. En los mercados de divisas, la cuota del 23% del yen con respecto a la facturación total registrada en 2001 representó un descenso importante desde el máximo del 27% alcanzado en 1989. De forma similar, en reservas de bancos centrales, la cuota del yen con respecto al total disminuyó desde cerca del 7% a finales de la década de 1980 hasta menos de un 5% un decenio más tarde. En términos generales, la posición del yen cerca de la cúspide de la Pirámide de Monedas ha pasado a situarse bastante por debajo de los otros dos líderes de mercado, tal y como ya no tienen reparo en reconocer observadores entendidos. En palabras de un grupo de expertos (Bergsten *et al.* 2001: 234), el yen se sitúa en la actualidad en tercera posición, a considerable distancia del nuevo euro y del dólar (5).

En gran parte, el descenso de popularidad del yen en el exterior refleja los problemas económicos que Japón atraviesa internamente, entre los cuales se incluyen no sólo un frágil sistema bancario sino también un nivel de deuda pública en relación con el PIB situado en la actualidad a la cabeza del de todos los países industrializados. Quizás la mayor carga para el yen sea el sistema financiero japonés que, a pesar de recientes mejoras, lleva mucho tiempo por detrás del de EEUU e incluso por detrás del de muchos mercados europeos en términos de apertura y eficiencia. A mediados de la década de 1970 comenzó un proceso de liberalización, provocado en parte por una ralentización del crecimiento económico japonés y en parte por las presiones externas procedentes de EEUU. Más radical fue un programa de liberalización plurianual anunciado en 1996, apodado *Big Bang* a imitación de la rápida desregulación de los mercados financieros británicos diez años antes. Pero el proceso de reforma dista mucho todavía de haberse completado y podría tardar muchos años en tan sólo aproximarse a los estándares de mercado de EEUU o de Europa, donde los costes transaccionales son considerablemente menores.

Sin mayores progresos en la liberalización de los mercados financieros, el yen seguirá presentando una clara desventaja competitiva. Los inversores y operadores internacionales tendrán pocos alicientes para soportar los costes y los riesgos derivados de pasar del dólar o el euro al yen. De hecho, si dependiera solo del mercado, tendería a seguir avanzando en la otra dirección, es decir, hacia una erosión gradual de la posición del yen como moneda internacional de forma parecida al largo declive experimentado por la libra esterlina en una época anterior.

El euro

En principio, las perspectivas para el euro deberían ser mucho más alentadoras. La vida

de la nueva moneda europea comenzó en enero de 1999, con muchos de los atributos necesarios para alcanzar un éxito competitivo ya de manifiesto. Juntos, los doce miembros actuales de la Unión Económica y Monetaria de la UE (UEM), comúnmente conocidos como “zona euro” o “eurolandia”, constituyen una economía casi tan grande como la de EEUU, con amplias relaciones comerciales no sólo en la región europea, sino también en el resto del mundo. El potencial de externalidades de red es considerable. De forma similar, la zona euro comenzó tanto con una estabilidad política incuestionable como con una tasa de inflación envidiablemente baja, respaldada por una autoridad monetaria común, el Banco Central Europeo, plenamente comprometido a mantener la confianza en el valor futuro del euro. Existe por lo tanto mucho margen para una rápida ascensión hacia la cúspide de la Pirámide de Monedas, tal y como muchos han pronosticado. Resulta típica la actitud de Robert Mundell, quien expresa no tener ninguna duda de que el euro “hará frente a la posición dominante del dólar y alterará la configuración de poder del sistema” (2000: 57). En palabras del antiguo Presidente de la Comisión Europea, Jacques Delors, a menudo citadas, “*le petit euro deviendra grand*”.

No obstante, en la práctica, el panorama para el euro es todo menos halagüeño. De hecho, con el paso de los años cada vez queda más claro que en el camino ascendente del euro existen grandes obstáculos. Dentro de la región europea, evidentemente, el euro dominará fácilmente, y su influencia puede incluso extenderse también a algunas zonas vecinas, como el litoral mediterráneo o el África subsahariana –lo que el BCE (2001) ha denominado “*Euro-time zone*”–. En esta zona el euro es la moneda natural de elección. Como señala Wyplosz (1999: 89), “esta zona es ‘territorio del euro’”. Pero esto parece ser lo más lejos que podrá llegar el dominio de la nueva moneda como resultado tan sólo de las fuerzas de mercado. Prácticamente todo el aumento de uso transfronterizo del euro desde su introducción se ha producido dentro de dicha zona (BCE, 2002: 54). En otros lugares, a merced de la lógica de competencia de mercado, la moneda parece abocada a seguir ocupando el segundo puesto a bastante distancia del dólar. En un análisis reciente (Cohen 2003b) expliqué en detalle tres motivos críticos para esta apreciación negativa.

Costes de transacción. En primer lugar está el coste de hacer negocios en euros, lo cual afecta directamente al atractivo de la moneda como vehículo para operaciones en divisas o para el comercio internacional. Los costes de transacción en euros, medidos por el diferencial entre *bid* y *ask*, son históricamente mayores que los del más comúnmente empleado dólar. El que puedan reducirse a niveles más competitivos dependerá directamente de lo que suceda con la eficiencia estructural de los mercados financieros europeos. Aparentemente, las perspectivas para los costes de transacción del euro parecen buenas. En términos puramente cuantitativos, la introducción del euro promete crear el mayor mercado de capitales de moneda única del mundo; y esta expansión, a su vez, debería provocar importantes mejoras cualitativas en cuanto a profundidad y liquidez, al irse uniendo progresivamente los anteriormente segmentados mercados nacionales para formar un todo integrado. No obstante, en términos prácticos, el progreso hasta la fecha ha resultado decepcionante debido a la persistente resistencia a muchas medidas de apertura de mercado, y, como resultado, no está claro en absoluto que la promesa del euro en este respecto pueda hacerse realidad algún día. Tal y como se insistía firmemente en un informe reciente de la UE sobre los mercados financieros europeos –el denominado Informe Lamfalussy (Unión Europea 2001: 8)–, “la Unión Europea no tiene ningún derecho divino a obtener los beneficios de un mercado financiero integrado. Tiene que *conseguir captar* dichos beneficios”. Y hasta ahora, al menos, la UE no ha hecho un trabajo demasiado bueno al respecto.

En algunos aspectos clave las ventajas del dólar seguirán existiendo independientemente de lo que haga la UE. Más importante resulta la falta de un instrumento financiero universal en Europa capaz de competir con los bonos del Tesoro estadounidense en materia de liquidez y conveniencia –deficiencia que resulta difícil, si no imposible, de

rectificar mientras los europeos, con sus Gobiernos nacionales independientes, carezcan de un equivalente al Gobierno Federal de Washington. La plena consolidación de los mercados de la zona euro en materia de deuda pública se ve obstaculizada por la persistencia de diferentes primas de riesgo de crédito y liquidez entre los países participantes y por las variaciones en los procedimientos, las tradiciones legales, los calendarios de emisión y los principales sistemas de mercado primario. La segmentación del mercado también se ha visto prolongada por la intensa competencia entre los Gobiernos por establecer sus propias emisiones como parámetros de referencia de la UEM.

En resumen, por lo tanto, parece poco probable que el aumento de la eficiencia previsto, aunque sustancial, sea a corto plazo suficiente por sí mismo para desplazar al dólar del puesto de cabeza. Hasta la fecha, existe poca evidencia de reducciones en los costes de transacción para la nueva moneda europea. De hecho, para algunos tipos de transacciones, los diferenciales *bid-ask* han aumentado con respecto a los correspondientes al marco alemán, la moneda de Europa más negociada con anterioridad a la creación de la UEM (Hau *et al.* 2002a, 2002b). En realidad, nadie espera que los costes de transacción del euro lleguen a disminuir en algún momento hasta un nivel sustancialmente por debajo del ofrecido actualmente por el dólar.

Tendencia anticrecimiento. Un segundo factor crítico es una grave tendencia anticrecimiento que parece inherente a la estructura institucional de la UEM. Al afectar negativamente a la rentabilidad de los activos denominados en euros, esta tendencia estructural afecta directamente al atractivo de la nueva moneda como medio de inversión. Cuando entró en existencia la UEM, eliminando el riesgo de cambio dentro de la región europea, se pronosticó un desplazamiento masivo en la distribución del ahorro mundial en comparación con la posesión de activos europeos en el pasado. No obstante, en realidad, los gestores de carteras internacionales han tardado en adoptar el euro (Detken y Hartmann 2002), debido claramente a las dudas en torno a las perspectivas de crecimiento a largo plazo. A su vez, la principal causa de dichas dudas parece residir en las principales disposiciones institucionales de la UEM que gobiernan la política fiscal y monetaria, los factores determinantes clave del rendimiento macroeconómico. En ninguno de los dos ámbitos de política se otorga prioridad al fomento de la producción real, sino que más bien, en ambas, el principal hincapié se hace en otros factores que podrían llegar a limitar las oportunidades de expansión futura, transmitiendo un claro sesgo anticrecimiento a la economía de la zona euro en su conjunto.

En cuanto a la política monetaria, el Banco Central Europeo, a diferencia de muchas otras autoridades monetarias, fue creado con un único mandato político: mantener la estabilidad de precios. Además, el BCE está dotado de una independencia absoluta, que le aísla de influencias políticas de cualquier tipo. Legalmente, el BCE es libre de centrarse exclusivamente en combatir la inflación, aun cuando con el tiempo esto pueda realizarse a costa de frenar el crecimiento real. En la práctica, naturalmente, el BCE no se muestra totalmente insensible a las inquietudes en materia de crecimiento. No obstante, la orientación general de las prioridades del BCE es clara. Desde que comenzó a funcionar la UEM, las condiciones monetarias en la zona euro se han situado entre las más estrictas del mundo industrializado. La tendencia de la política ha estado claramente orientada hacia la restricción, no hacia la expansión.

Igualmente, por el lado de la política fiscal, los Gobiernos de la zona euro se han atado ellos mismos formalmente de pies y manos con su controvertido Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC), que exige un objetivo a medio plazo de equilibrio fiscal en todas las economías participantes y sitúa un estricto tope a los déficit presupuestarios anuales. Estas restricciones fiscales hacen sumamente difícil emplear la política presupuestaria con fines contracíclicos, con objeto de contrarrestar la tendencia anticrecimiento de la

política monetaria. También en este caso sabemos que la práctica a veces ha diferido de la teoría, y muchos especialistas en Europa han solicitado una modificación o revocación de las principales disposiciones del Pacto. Hasta ahora, sin embargo, dichas solicitudes han avanzado poco. Mientras el PEC siga siendo oficialmente vinculante para todos los Gobiernos de la zona euro, también se mantendrá la tendencia anticrecimiento en materia de política fiscal.

Gobierno. Por último está la estructura de gobierno de la UEM, que quizá suponga el mayor de los obstáculos a las perspectivas del euro como moneda internacional. La pregunta fundamental es la siguiente: ¿Quién está a cargo de dicho gobierno? La respuesta, lamentablemente, nunca ha estado clara. Desde el principio ha reinado un alto grado de confusión en torno a la delegación de autoridad entre los Gobiernos y las instituciones de la UE. El Tratado de Maastricht, que dio vida a la UEM, comprende una variedad de ingeniosos acuerdos y deliberadas confusiones en las disposiciones destinadas a la gestión política del euro, lo que provoca un elevado grado de ambigüedad. Por tanto, puede perdonarse a los potenciales usuarios de la nueva moneda el dudar a la hora de comprometerse a algo aparentemente a ciegas, aun cuando, de hecho, los costes de transacción podrían reducirse hasta niveles competitivos y la rentabilidad del capital europeo podría mejorarse significativamente.

La cuestión abarca tres disposiciones clave. La primera es el gobierno de la principal institución de la UEM, el propio Banco Central Europeo. El control operativo inmediato de la política monetaria está en manos del Comité Ejecutivo del BCE, compuesto por el presidente, el vicepresidente y cuatro miembros más. La autoridad suprema, sin embargo, reside formalmente en el Consejo de Gobierno, que, además de los seis miembros del Comité Ejecutivo incluye a los gobernadores de los bancos centrales de los Estados participantes, una cifra aparentemente demasiado elevada para una eficaz toma de decisiones colectiva. Antes o después, por lo tanto, y como tan a menudo ocurre en las grandes instituciones multinacionales, el poder real tendrá que recaer en un grupo más “íntimo” y reducido, encargado formal o informalmente de resolver las diferencias en torno a aspectos críticos. Pero, ¿a quién se permitirá unirse a este exclusivo club? ¿A los miembros del Comité Ejecutivo, de quien puede esperarse que adopten un enfoque amplio con respecto a las necesidades y los intereses de la zona euro? ¿O al círculo selecto de gobernadores de los bancos centrales, cuyo punto de vista podría ser más “estrecho”? De momento, nadie lo sabe.

En segundo lugar, tenemos el aspecto crítico de la política de tipos de cambio. En virtud del Tratado de Maastricht, al BCE se le asigna la responsabilidad diaria de velar por el valor externo del euro. Sin embargo, la autoridad sobre la orientación más general de la política es compartida incómodamente tanto con el Consejo de Ministros, que representa a los Gobiernos nacionales, como con la Comisión Europea en Bruselas. Evidentemente, se suponía que el poder sobre los tipos de cambio iba a ser compartido mediante un proceso de consenso. Pero, igualmente, estas disposiciones podrían terminar ocasionando problemas de callejones sin salida y llevar a una deriva. También en este caso, nadie lo sabe.

Por último, está la cuestión de la representación en el exterior: ¿Quién hablará en nombre de la zona euro en cuestiones macroeconómicas más amplias como la coordinación de políticas, la gestión de crisis o la reforma de la arquitectura financiera internacional? Aquí nos encontramos con que no existe respuesta alguna al respecto, lo que deja un vacío en el seno de la UEM. No se ha designado a ningún único organismo para representar a la UEM en el Fondo Monetario Internacional ni en otros foros mundiales, sino que el Tratado de Maastricht establece tan sólo un procedimiento para la resolución de esta cuestión en una fecha posterior, presumiblemente de forma individual

caso por caso. Esto supone una forma de evasión que, como mínimo, aumenta la confusión en torno a quién está al mando. En el peor de los casos, el vacío condena a la zona euro a un prolongado estatus de segunda categoría, puesto que limita la capacidad del grupo para proyectar su poder en las negociaciones internacionales. Tal y como advierte una fuente (McNamara y Meunier 2002: 850): “mientras no haya una ‘sola voz’ con la autoridad política necesaria para hablar en nombre de la zona euro, tal y como hace el Secretario del Tesoro estadounidense con respecto a la moneda de dicho país, lo más probable es que la preeminencia de EEUU en las cuestiones monetarias internacionales, como en otros ámbitos, siga siendo indiscutible.”

III. Preferencias del Gobierno

Pero ¿es probable realmente que Europa acepte un resultado geopolítico tan desfavorable? ¿Y Japón? Sea cual sea la lógica de la competencia de mercado, difícilmente puede esperarse que europeos y japoneses dejen que los agentes de mercado actúen a su antojo, sobre todo si eso significa someterse de un modo pasivo al continuo dominio del dólar. Las rivalidades entre monedas, en la práctica, reflejan la influencia de las preferencias de los Gobiernos, además de las del mercado. Sin embargo, una vez consideradas las preferencias de los Gobiernos, las perspectivas geopolíticas de las monedas se vuelven bastante menos claras.

Una distinción crítica

Una cosa es cierta. Una estrategia para mantener o mejorar su posición de mercado será la opción preferida tanto de Europa como de Japón. Resulta improbable que los políticos racionales le den la espalda a los considerables beneficios que pueden derivarse de una mayor circulación de su moneda. Pero siguiendo una sugerencia que ya he hecho en otra ocasión (Cohen 2003a), debe establecerse una distinción crítica entre dos tipos diferentes de conflicto monetario geopolítico: *informal* y *formal*.

En vista de lo que está en juego, existen pocas dudas de que tanto Europa como Japón harán todo lo posible por mantener la competitividad subyacente de sus monedas, con el objetivo de defender o impulsar su uso generalizado por parte de los actores de *mercado*. La rivalidad por la cuota de mercado (lo que yo denomino conflicto informal) es natural en un oligopolio. Sin embargo, lo que resulta menos evidente es si Europa o Japón estarán lo suficientemente motivados como para dar un paso más, para intentar influir en el comportamiento de los agentes *estatales* (es decir, respaldar la formación de un bloque monetario organizado, lo que yo denomino conflicto formal). ¿Intentarán Europa o Japón ofrecer incentivos directos a los Gobiernos extranjeros para fomentar una mayor confianza en su moneda? En torno a esta posibilidad existe una mayor incertidumbre, especialmente porque el equilibrio entre costes y beneficios implicado por ese paso extra no está del todo claro.

Lo que sí está claro es que cualquier cosa que alguno de los dos haga será observada muy de cerca por Washington. Cualquier movimiento para impulsar la creación de bloques monetarios organizados transformaría la, por definición, baja política de competencia del mercado en alta política de confrontación diplomática. El riesgo existente es que las maniobras políticas pudiesen conducir a mayores tensiones geopolíticas, especialmente si las iniciativas monetarias se percibiesen como un intento de alterar las relaciones regionales establecidas. Precisamente por ese motivo, no obstante, es más probable que tanto Japón como Europa, en última instancia, se muestren comedidos en sus acciones para evitar confrontaciones directas con EEUU que pudiesen poner en peligro intereses políticos y de seguridad más vitales. Parece que lo menos arriesgado sería que la rivalidad entre las Tres Grandes divisas se limitase principalmente al ámbito de las transacciones de mercado. La única excepción sería

Oriente Medio, donde cabría la posibilidad de que la rivalidad por el apoyo monetario de los Gobiernos de la OPEP generase una seria batalla entre Europa y Washington.

Conflicto informal

En el escenario oligopolístico creado por la desterritorialización, tanto Europa como Japón tienen incentivos claros para impulsar la competitividad de sus monedas respectivas, para “vender” su marca monetaria a tantos usuarios potenciales como les sea posible. Por lo que respecta a Europa, el éxito del lanzamiento de la UEM ha creado una oportunidad de oro para ascender considerablemente en la Pirámide de Monedas. Por el contrario, por lo que respecta a Japón, los recientes contratiempos han aumentado la presión para adoptar medidas defensivas destinadas a evitar seguir descendiendo en la clasificación mundial. El claro objetivo para ambos es el dólar, la moneda líder. La rivalidad a nivel de mercado, por tanto, tenderá a ser intensa.

Japón, por ejemplo, ha emitido todo tipo de señales posibles que indican que no pretende abandonar la carrera, es decir, que pretende competir activamente para conservar todo lo que pueda del papel internacional del yen, cada vez menor. De hecho, en 1998 se estableció como objetivo político oficial invertir la tendencia de disminución de prestigio de la moneda y al año siguiente se dio un mayor ímpetu a dicho objetivo mediante un informe ampliamente publicitado de un grupo asesor del Ministerio de Finanzas (1999), el *Council on Foreign Exchange and Other Transactions*. Dicho organismo declaró (1999:1-2) que “la internacionalización no ha mantenido necesariamente el ritmo que le correspondería a la magnitud de la economía japonesa... Los recientes entornos económicos y financieros que afectan a Japón señalan la necesidad de una mayor internacionalización del yen... La pregunta de qué es lo que debe hacer Japón para realzar el papel internacional del yen ha vuelto a resurgir como una cuestión vital.”

En Japón, se ha hecho especial hincapié en la continua aplicación del proceso de reforma denominado *Big Bang*, del que se espera que pueda llegar a reducir los costes de transacción del yen hasta niveles más parecidos a los del dólar o el euro. En la misma línea, el Gobierno también ha presentado un plan para eliminar dos ceros del yen, actualmente valorado en más de 100 yenes por dólar o euro. Estableciendo una paridad aproximada con las monedas de Europa y EEUU, las autoridades japonesas creen poder facilitar también un mayor uso de su moneda. Tal y como observaba un funcionario cuando el primero de los planes salió a la luz, simplificar la denominación del yen sería bueno para su internacionalización y para que se recuperase la confianza en dicha moneda (6). Un banquero extranjero comentaba en Tokio que “si existe un mercado líquido en dólares y un mercado líquido en euros, existe el riesgo de que Japón se convierta en una especie de mercado de reserva... No quieren que el yen se convierta en el franco suizo de Asia” (7). Es evidente que Tokio no permitirá una mayor erosión de la posición actual de su moneda en los mercados sin luchar.

Por lo que respecta a Europa, las aspiraciones oficiales siguen siendo más modestas. Según declaraciones del Banco Central Europeo, el desarrollo del euro como moneda internacional –en la medida en que se produzca– será un proceso que vendrá determinado fundamentalmente por el mercado, tan sólo una de las muchas consecuencias posibles de la UEM. Europa, afirma el BCE (2002: 11), “no persigue la internacionalización del euro como objetivo político independiente... Ni fomenta ni obstaculiza este proceso”. Estas palabras cuidadosamente escogidas, no obstante, pueden calificarse de pura retórica diplomática poco más o menos, que no revela nada. Entre bastidores se sabe que existe un considerable desacuerdo entre las élites europeas, sin que se haya determinado todavía la posible dirección de la política. Muchos en Europa se inclinan de hecho por dejar el futuro del euro estrictamente en manos de la lógica de la competencia de mercado. No obstante, muchos otros, celosos de las ventajas que supone el fuerte dominio del dólar, respaldan una actitud más firme en

reforzar el potencial de la UEM. Pocos europeos desconocen las ventajas que EEUU obtiene de la posición de privilegio del dólar en lo más alto de la Pirámide de Monedas, lo que Charles De Gaulle denunció como el “desorbitado privilegio” de EEUU. El euro lleva tiempo viéndose en algunos círculos, sobre todo en Francia, como la mejor oportunidad de la UE para hacer frente a la preeminencia de EEUU en cuestiones monetarias. Charles Wyplosz (1999: 76) llama a esto “la agenda oculta de la largamente planeada adopción por parte de Europa de una moneda única”.

Por lo tanto, resulta mucho más revelador lo que hace el BCE que lo que dice. Especialmente sugerente es la controvertida decisión de dicho Banco de emitir billetes de euro en denominaciones tan elevadas como 100, 200 y 500 euros, unas sumas mucho mayores de lo que la mayor parte de los ciudadanos de la zona euro probablemente consideren de utilidad para sus transacciones diarias. ¿Por qué emitir billetes de tanto valor? Algunos expertos sugieren que este plan pudo haberse decidido para tranquilizar al público alemán, temeroso de perder su amado marco, asegurándole que pronto estarían disponibles billetes comparables a los marcos existentes en ese momento, con denominaciones muy altas. Pero la historia difícilmente acaba ahí. Tal y como han observado expertos como Wyplosz (1999) y Kenneth Rogoff (1998), es también probable que la decisión tuviera algo que ver con el conocido fenómeno de la sustitución de monedas: la ya extendida circulación de billetes de dólar de grandes denominaciones, especialmente los billetes de 100 dólares, en varias partes del mundo. En palabras de Rogoff (1998: 264): “dada la aparentemente aplastante preferencia por los billetes con una elevada denominación por parte de usuarios extranjeros y clandestinos, la decisión [del BCE] de emitir billetes de gran valor constituye un paso agresivo para asegurarse una amplia cuota de la demanda de divisas seguras por parte de los países en vías de desarrollo”. Los europeos que apoyan un uso más extendido del euro han aplaudido abiertamente el plan. Uno de ellos escribía (Hüfner 2000: 25): “EEUU es capaz de obtener bienes y servicios con tan sólo dar a los extranjeros trozos de papel verde cuya impresión cuesta sólo unos centavos... No hay ningún motivo por el que EEUU deba monopolizar estos beneficios”.

¿Qué más podría hacer Europa aparte de emitir billetes de elevada denominación? La respuesta radica en los tres motivos del lento ascenso del euro hasta la fecha. Podría hacerse más por reducir los costes de transacción para los no residentes en los mercados financieros europeos. Las inversiones internacionales en bonos y acciones en euros podrían fomentarse mediante incentivos fiscales, incluyendo la abolición de cualquier retención o declaración al fisco. De forma similar, un mayor uso transfronterizo del euro como moneda de cambio podría verse apoyado por subvenciones para bancos europeos, disminuyendo el coste del crédito comercial para el comercio con terceros países. También podría hacerse más por invertir el sesgo anticrecimiento de la estructura institucional de la zona euro y por clarificar la estructura de gobierno de la UEM. Tal y como se ha indicado, existe un amplio margen para que las acciones políticas aumenten el atractivo del euro de cara a los agentes de mercado.

¿Cómo reaccionará Washington a semejante competencia? Oficialmente, EEUU permanece indiferente. Las declaraciones de política en torno a posibles desafíos del euro y del yen han sido cuidadosamente neutras, evitando cualquier provocación. Pero también en este caso, estas palabras pueden considerarse mera retórica diplomática que esconde tanto como revela. Tal y como observa Richard Portes (1999: 34): “resulta difícil creer que las autoridades estadounidenses se muestren indiferentes”. De hecho, también en Washington existen considerables desacuerdos entre bastidores en torno a qué dirección deberá terminar adoptando su política. No obstante, hay suficientes sentimientos como para responder con la misma moneda a cualquier amenaza directa al dólar. La introducción de los billetes de elevada denominación por parte del BCE, por ejemplo, hizo que surgiesen rápidamente contrapropuestas para emitir un billete de 500

dólares emitido por la Reserva Federal que les hiciese competencia, diseñado para mantener las ganancias derivadas del señoreaje de EEUU en el extranjero. Los esfuerzos de Japón por revivir el yen son igualmente susceptibles de suscitar oposición e incluso irritación en Washington. Como incluso reconoce un entusiasta del yen como David Hale (1995: 162): existe el “riesgo de que las iniciativas japonesas sean interpretadas por algunos estadounidenses como una amenaza, y esto podría intensificar los conflictos económicos que en la actualidad ya están dañando las relaciones entre estos dos países”. Lo más probable es que cualquier medida política agresiva por parte de Japón o Europa termine provocando contramedidas por parte de Washington, con las Tres Grandes haciendo todo lo posible por maximizar el uso de mercado.

IV. Conflicto formal

No obstante, esto no quiere decir que Japón o Europa estén obligados a dar ese paso más, es decir, buscar influir en el comportamiento *estatal*. Las ganancias adicionales de respaldar un bloque monetario formal podrían ser considerables, comparadas con los beneficios derivados del liderazgo de mercado. Pero también lo sería el coste, tanto político como económico, poniendo freno a nuevas iniciativas. Las predicciones, por tanto, son arriesgadas. Lo más seguro es que tanto Japón como Europa, en última instancia, actúen con moderación para evitar una confrontación geopolítica directa con EEUU. Con todo, una excepción clave podría ser Oriente Medio, donde es claramente posible una seria fricción entre Europa y Washington.

Japón

Desde el punto de vista de Japón, cabe esperar algún desafío de tipo formal. El motivo es sencillo. Si Tokio no hace nada, el declive del yen podría pasar a ser irreversible, incluso en el Este asiático, al que los japoneses prefieren seguir considerando su “patio trasero”. Resulta difícil concebir que Tokio vaya a aceptar semejante pérdida de estatus sin tan siquiera luchar. Pero también resulta difícil imaginar que un desafío japonés sea llevado hasta el punto de crear una confrontación abierta con EEUU, que posee sus propias relaciones ya establecidas en el Este de Asia. Existen buenas razones para creer que las tensiones entre ambos Gobiernos en materia de monedas, si bien prácticamente inevitables, resultarán manejables.

Los japoneses no han escondido el hecho de que sus aspiraciones van en la actualidad mucho más allá de la mera competitividad de mercado. Parecen haber decidido que la mejor defensa para el atribulado yen es un buen ataque. Aparte de “vender” su marca monetaria a los usuarios de mercado, parece que los japoneses pretenden también “venderla” a sus Gobiernos vecinos –en resumen, hacer lo que puedan por construir un bloque monetario formal en el Este de Asia– aun cuando esto inevitablemente sea a costa del dólar estadounidense. Tokio espera llegar a convencer a sus vecinos a anclar sus tipos de cambios al del yen y hacer del yen su principal moneda de reserva, sustituyendo al dólar. Los esfuerzos en esta línea han persistido a pesar del riesgo de provocar a Washington.

Sintomática fue la respuesta de Japón a la gran crisis financiera asiática que comenzó a mediados de 1997. Tokio aprovechó la ocasión para proponer un nuevo mecanismo financiero a nivel regional por valor de 100.000 millones de dólares, que rápidamente recibió el apodo de Fondo Monetario Asiático (FMA). Aparentemente, la finalidad del FMA era contribuir a la protección de las monedas locales frente a posibles ataques especulativos. En la práctica, un fondo del tipo “Asia para los asiáticos”, excluyendo a EEUU, hubiese llegado lejos en el intento de institucionalizar el dominio japonés en las cuestiones de moneda a nivel regional, minando los intereses estadounidenses. Si bien

los japoneses negaron cualquier segunda intención oculta, las perspectivas consternó francamente al gobierno estadounidense, y la propuesta fue rápidamente suprimida.

Con todo, a pesar de las dificultades económicas a nivel interno y la regular repatriación de las inversiones privadas en el extranjero, Tokio ha insistido en buscar nuevos modos de impulsar el papel de su moneda a nivel regional. En octubre de 1998, el por aquel entonces ministro de Finanzas Kiichi Miyazawa ofreció cerca de 30.000 millones de dólares de nueva ayuda financiera para Asia, en un plan que pronto recibió el nombre de “Nueva Iniciativa Miyazawa”. Más recientemente, en mayo de 2000, se llegó a un acuerdo en torno a una nueva red dirigida de acuerdos de *swap* con los países asiáticos, denominada “Iniciativa Chiang Mai” (por la población de Tailandia donde se llevaron a cabo las negociaciones). Debido a que ambas iniciativas quedaron confinadas a lo que se denominó “ASEAN+3” (las diez naciones de la Asociación de Naciones del Sudeste Asiático más China, Japón y Corea), sin participación explícita de EEUU, muchos lo consideran otro testimonio claro de que Tokio sigue interesada en crear un bloque exclusivo para el yen, un sutil intento de alcanzar los objetivos del FMA por medios incrementales evitando al mismo tiempo el paso, políticamente provocador, de establecer una institución formal. A medida que las iniciativas de este tipo se multiplican las tensiones con Washington parecen continuar, o incluso aumentar.

Con todo, tensión no es lo mismo que conflicto. Tokio puede aspirar a una mayor parte del papel de gran potencia monetaria, pero casi con total seguridad no a costa de la importante relación política y de seguridad que durante tanto tiempo lleva disfrutando con EEUU. Un experto escribía (Green 2001: 3-4) que “la relación bilateral con EEUU constituía el núcleo indispensable de la posición de Japón en el mundo... En cuestiones de interés fundamental para EEUU, Japón seguía mostrándose respetuoso y cauto”. De hecho, Japón siempre ha tenido que mantener un difícil equilibrio, como ya han comprendido hace tiempo quienes estudian la política exterior japonesa (Vogel 2002). La fragilidad de este equilibrio queda muy bien ilustrada por la “Iniciativa Chiang Mai”, que está directamente basada en la premisa de la implicación del Fondo Monetario Internacional (y que por lo tanto presupone de forma indirecta una participación de EEUU, el miembro más influyente del FMI) como condición para recibir la ayuda.

Japón tampoco puede pasar por alto la amenaza que supone una China emergente en el horizonte, amenaza que aumenta aún más la importancia de conservar una relación especial con Washington. China ha obtenido ya un gran peso diplomático en el Este de Asia como resultado de su rápida expansión económica en los últimos años, y parece totalmente decidida a hacer frente a las aspiraciones de Japón en materia de liderazgo en la región. La resistencia al gigante chino resultaría especialmente difícil sin el respaldo de los estadounidenses.

En resumen, a Tokio no le interesa alienar a su aliado más poderoso. Y Washington tampoco tiene demasiados deseos de poner en peligro una relación de decenios que sigue siendo altamente valorada por la estabilidad que confiere a una parte turbulenta del mundo. Cabe esperar que ambas partes continúen maniobrando para obtener ventajas en las finanzas asiáticas, pero resulta improbable que alguna de las dos deje que su rivalidad en materia monetaria se descontrole.

Europa

También es posible un desafío formal procedente de Europa, si bien, fuera de Oriente Medio, bastante improbable. Los europeos, como ya se ha indicado anteriormente, sin duda harán todo lo posible por impulsar el uso de su nueva moneda a nivel de mercado siempre que tengan ocasión. También resulta evidente que no pondrán trabas a una mayor dependencia del euro de los Gobiernos cercanos, especialmente en Europa Central y del Este y en los Balcanes. Pero nada de esto desencadenará un conflicto

geopolítico con Washington a menos que las aspiraciones de la UE empiecen a extenderse más allá de sus vecinos inmediatos hacia regiones tradicionalmente más alineadas con EEUU. Posiblemente tan sólo exista un riesgo significativo de confrontación directa en Oriente Medio.

Esto no quiere decir que no haya europeos con mayores aspiraciones a nivel mundial con respecto al euro. Más bien lo contrario. Portes y Rey (1998), por ejemplo, defienden abiertamente lo que denominan el escenario del “gran euro”, en el que dicha moneda se uniría al dólar en la cúspide de la Pirámide de Monedas. Según ellos (1998: 308), “el dólar tendrá que compartir la primera posición”. Con todo, ésta es una visión minoritaria. La mayor parte de los expertos europeos aceptan que existen limitaciones a lo que puede considerarse el hábitat natural de una zona euro formal.

Un bloque UEM incluiría naturalmente a la mayor parte (por no decir a la totalidad) de los países de la propia Europa, incluyendo en primer lugar a los diez países candidatos que tienen previsto incorporarse a la UE en 2004. Además de los doce miembros actuales de la UEM, seis jurisdicciones regionales han adoptado ya el euro como su moneda de curso legal, incluyendo los diminutos enclaves de Andorra, Mónaco, San Marino y El Vaticano, así como Montenegro y Kosovo, dos casos especiales en los Balcanes. Además, diversas economías regionales están vinculadas al euro por medio de comités cambiarios, incluyendo Bosnia y Herzegovina, Bulgaria, Estonia y Lituania. Y la mayor parte de las monedas de los alrededores están vinculadas de forma más flexible. Algunas mantienen una vinculación a una cesta que da un mayor peso al euro, otras han adoptado sistemas de flotación dirigida empleando el euro de forma extraoficial como ancla. El impulso hacia una plena “eurización” sólo aumentará a medida que vaya continuando la ampliación de la UE. Tal y como sugiere Pier Carlo Padoan (2000: 101), “la situación está bastante clara. Lo que importa no es ‘si’, sino ‘cuándo’”. Cualquier Gobierno regional que aspire a formar parte del club de la UE espera adoptar también el euro.

De hecho, para la UE, el problema no es decidir si acelerar la expansión del euro al resto de Europa, sino más bien si ralentizarla. Aunque todos los nuevos candidatos deben comprometerse a adoptar el euro como condición para su inclusión en la UE, su plena participación en la UEM no se producirá de forma automática. Formalmente, después de incorporarse a la UE, los Gobiernos estarán obligados en primer lugar a cumplir una serie de estrictas condiciones, los mismos “criterios de convergencia” que se exigieron a los miembros actuales antes de que pudiesen entrar a formar parte de la UEM. Los candidatos deberán participar con éxito durante al menos dos años en el acuerdo de vinculación al euro conocido como Mecanismo de Tipo de Cambio. Sin embargo, muchos de los países candidatos han hablado abiertamente de la posibilidad de adoptar el euro de forma unilateral, sin esperar a cumplir las condiciones del Tratado de Maastricht. ¿Por qué posponer las ventajas de acceder a una de las principales monedas del mundo?

Las autoridades de la UE, sin embargo, han estado haciendo todo lo posible por impedir semejantes prisas por incorporarse al euro, alegando fundamentalmente que una participación sin una preparación adecuada podría resultar difícil de controlar, imponiendo limitaciones a los Gobiernos justo en el momento en que necesitarán más flexibilidad. Podrían surgir tensiones debido a los cambios en las estructuras económicas y la demanda monetaria, los considerables flujos de capitales, posiblemente volátiles, y las diferentes tendencias de crecimiento en materia de productividad. Tanto el Consejo de Ministros como el Parlamento Europeo han abogado firmemente por un enfoque gradual. En noviembre de 2001, los Jefes de Gobierno de la UE insistieron formalmente en que los países candidatos siguiesen el plan establecido. En público, el Banco Central Europeo se muestra más equívoco, llegando a sugerir que los países candidatos podrían adoptar el euro si así lo desearan siempre que entendiesen que el BCE no estaría

obligado a tenerlos en cuenta a la hora de formular políticas. En privado, los dirigentes monetarios se muestran, no obstante, más categóricos, mostrándose preocupados por la forma en que estas “eurizaciones” unilaterales podrían afectar a su control del suministro de euros en circulación. Lo último que quieren en este punto es tener que soportar la carga de ser responsables de respaldar sistemas bancarios aún frágiles e infradesarrollados.

Aun así, sea cual sea la velocidad de adopción del euro, no es probable que Washington se sienta ofendido. EEUU nunca ha cuestionado los intereses privilegiados de la UE en lo que en todo el mundo se reconoce como su “patio trasero”. De hecho, por motivos geopolíticos puede que Washington se sienta inclinado incluso a respaldar a los europeos en este sentido. Un apoyo más positivo a la inclusión de países candidatos promete otorgar una mayor estabilidad a una región potencialmente volátil. Tal y como observaba Randall Henning (2000: 18): “la consolidación de la unión monetaria contribuye a la estabilidad económica y política en Europa Central y del Este... Si la Unión monetaria fracasase, Europa Central y Europa del Este serían probablemente mucho menos estables... En consecuencia, los compromisos estadounidenses humanos y materiales se verían obligados a ser proporcionalmente mayores. Esta consideración geopolítica es muy importante para la política exterior de EEUU.”

Tampoco es probable que Washington se ofenda si el creciente bloque UEM se ampliase para incluir también a países del litoral mediterráneo y el África subsahariana que mantienen estrechos vínculos económicos y políticos con la UE. También éstos son considerados Estados de la denominada zona gravitacional del euro. Algunas de sus divisas ya están vinculadas al euro, incluyendo principalmente el franco CFA en África central y occidental, donde la nueva moneda europea ha asumido a la perfección el papel de ancla previamente representado por el franco francés, y para la mayor parte de ellos el euro constituye ya una importante moneda de reserva. También en este caso es posible que Washington incluso apoye a los europeos en aras de la estabilidad regional.

La pregunta crítica es la siguiente: ¿Puede Europa aspirar a llegar más lejos? No existen pruebas de que la UE vaya a considerar seriamente la posibilidad de plantar cara al dólar en Latinoamérica o en Asia, donde claramente los intereses de Washington ostentan una situación de privilegio. Los europeos reconocen que estas regiones son “territorio estadounidense”, pero ¿qué hay de Oriente Medio, con su concentración de ricos exportadores de petróleo? Si es que la geopolítica de las monedas termina provocando alguna confrontación directa en algún sitio, sin duda será allí.

Oriente Medio

Tres factores explican por qué Oriente Medio podría convertirse en un campo de batalla monetario. En primer lugar está la masiva concentración de riqueza monetaria en dicha área controlada directa o indirectamente por los Gobiernos nacionales. Las exportaciones de petróleo generan ingentes ingresos a las autoridades estatales de Arabia Saudí, Kuwait y otros países dispersos por el Golfo Pérsico. Y gran parte de esta riqueza, a su vez, se almacena en reservas de bancos centrales o se invierte en el extranjero en carteras públicas. Lo que estos Gobiernos deciden hacer con su dinero puede afectar de forma muy significativa a la fortuna relativa de las monedas internacionales.

En segundo lugar está la inestabilidad de los alineamientos entre superpotencias en dicha región. Dentro de la zona gravitacional del euro, a EEUU no le importa ser respetuoso con Europa y, a la inversa, en Latinoamérica y Asia Europa podrá seguir aceptando el dominio estratégico de Washington, pero en términos geopolíticos Oriente Medio es una región en disputa, tal y como demuestra claramente la cuestión todavía por resolver de Irak. De momento, la mayor parte de los Gobiernos de la región encuentran prudente aceptar el liderazgo estadounidense, e incluso las tropas americanas. Pero con

sus amplios vínculos económicos y culturales con dicha región, los Gobiernos europeos siguen comprometidos a representar un papel importante allí. El resentimiento en torno a la sustitución de la preeminencia histórica de Europa por parte de Washington en la región está muy extendido entre los europeos.

Y en tercer lugar está la aparente contradicción entre los vínculos comerciales de la región con el resto del mundo y sus relaciones financieras. El comercio exterior está dominado por Europa, que es con diferencia el principal mercado de las exportaciones de petróleo de Oriente Medio y la principal fuente de sus importaciones. Sin embargo, las relaciones financieras se ven dominadas por EEUU y el todopoderoso dólar, que no sólo constituye el estándar de facturación y pagos en los mercados mundiales de energía sino que también representa la amplia mayoría de las reservas de los bancos centrales e inversiones gubernamentales en la región y representa el ancla, de hecho y de derecho, de la mayoría de las monedas locales. A ojos de muchos, semejante disyunción parece anómala, incluso irracional. La misma pregunta se plantea una y otra vez: ¿No tendría más sentido hacer negocios con el país con el cual se mantienen mayores relaciones comerciales en la región, Europa, en la moneda europea en vez de en la estadounidense? Y, en tal caso, ¿no tendría sentido entonces pasar a adoptar el euro también como moneda de reserva y moneda ancla?

Juntos, estos tres factores suponen una clara fórmula para que se produzca un conflicto geopolítico si Europa decidiese caldear más los ánimos. Ciertamente, la posibilidad de cambiar al euro resulta tentadora desde una perspectiva europea: dadas las elevadas sumas manejadas, la nueva moneda de la UE se vería catapultada casi de inmediato al escenario del “gran euro” defendido por Portes y Rey (1998) y otros, al mismo tiempo que se restablecería una parte de la posición histórica de privilegio de Europa en Oriente Medio. Posiblemente esta perspectiva también resulte tentadora desde la perspectiva de los Gobiernos locales, por sólidas razones financieras y para poner freno a la desmesurada influencia estadounidense actual. Es bien sabido que cada cierto tiempo los países exportadores de petróleo han estudiado alternativas al dólar, que se han visto frenadas por la ausencia de un sustituto adecuado. Ahora, con la llegada del euro, ven la posibilidad de un rival verdaderamente competitivo al que volver su afecto. En las ingeniosas palabras de un alto cargo de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEC): “merece la pena destacar que a largo plazo no presenta tantas desventajas con respecto al dólar... Creo que la OPEC no descartará por completo la posibilidad de adoptar el euro para la fijación de precios y la realización de pagos en el futuro” (8).

De hecho, ya existen algunos indicios de cómo andan las cosas. Ya en octubre de 2000, en un deliberado desaire a EEUU, el ya derrocado dictador iraquí Sadam Husein comenzó a exigir los pagos en euros en las exportaciones de petróleo de su país. También convirtió su fondo de reserva de las Naciones Unidas por valor de 10.000 millones de dólares a euros, obteniendo un considerable beneficio una vez que la moneda europea comenzó a apreciarse dos años después. Y, más recientemente, se sabe que Irán ha considerado la posibilidad de adoptar una estrategia similar. Si Europa decidiese directamente intentar “vender” su marca monetaria a dichos Gobiernos regionales, puede encontrarse con que está empujando una puerta ya abierta.

Cualquier esfuerzo en esta línea, no obstante, sin duda suscitaría una fuerte oposición por parte de EEUU, que claramente prefiere mantener la puerta de la región lo más cerrada posible al euro. Para Washington hoy por hoy no hay política más alta que el “*Great Game*” disputado en Oriente Medio. Con tanto en juego, el nivel de tolerancia con respecto a un desafío monetario formal por parte de Europa sería en consecuencia bastante bajo, convirtiendo prácticamente la posibilidad de un conflicto geopolítico en una realidad. Para algunos observadores, el conflicto ya ha comenzado con el ataque

estadounidense a Irak, del cual se dice que estuvo motivado sobre todo por la amenaza supuesta por el euro hacia el dólar. Según un comentario muy extendido (Clark 2003: 1): “se trata de una guerra por la moneda del petróleo. El verdadero motivo de [la guerra] es el objetivo de la Administración estadounidense de evitar un mayor impulso de los países de la OPEC hacia el euro como patrón de moneda de transacción del petróleo”. Semejante teoría, en absoluto confirmada por las pruebas plausibles, obviamente huele a pensamiento conspirativo (9). Pero no hace falta ser un sensacionalista para reconocer la parte de verdad que contiene. Una lucha de monedas en oriente Medio podría convertirse en algo muy serio.

¿Se arriesgaría Europa? En última instancia, por mucho que se vean tentados, es más probable que los europeos contengan sus aspiraciones con el fin de evitar una confrontación directa con Washington. Al igual que los japoneses, la mayor parte de los europeos no desean poner en peligro la importante relación política y de seguridad que vienen disfrutando con EEUU desde hace mucho tiempo. De ahí que, al igual que con los japoneses, también en este caso cabe esperar que Europa se contenga en sus actuaciones más allá del hábitat natural de su moneda. En Oriente Medio, como en el Este de Asia, continuarán las maniobras para obtener ventajas, pero resulta improbable que se permita que la rivalidad en materia monetaria se des controle.

V. Conclusión

En general, por lo tanto, las perspectivas para la geopolítica de las monedas parecen ser relativamente benignas. En el mercado mundial, la competencia entre el dólar y sus dos principales rivales, el euro y el yen, seguirá siendo intensa, y los Gobiernos harán todo lo posible por mantener el atractivo competitivo de sus monedas. Pero a nivel de relaciones interestatales, es poco probable que la baja política de competencia del mercado se convierta en la alta política de confrontación diplomática, en gran parte debido a que ni Japón ni Europa desearán provocar seriamente a EEUU. Evidentemente, siempre cabe la posibilidad de errores de cálculo, a pesar de las mejores de las intenciones. Japón podría excederse en sus esfuerzos por mantener el papel del yen en Asia y Europa, de forma similar, también podría llegar demasiado lejos a la hora de impulsar el uso del euro en Oriente Medio. No obstante, parece que la apuesta menos arriesgada sería una política de restricción mutua entre dichas Tres Grandes divisas situadas en la cúspide de la Pirámide de Monedas, manteniendo controladas las rivalidades entre superpotencias.

REFERENCIAS

Bank of Japan (1994): 'The Circulation of Bank of Japan Notes', *Quarterly Bulletin*, noviembre, pp. 90-118.

Bank for International Settlements (2002): *Triennial Central Bank Survey: Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in 2001* (Bâle, Suiza).

Bergsten, C. Fred, Takatoshi Ito, and Marcus Noland (2001): *No More Bashing: Building a New Japan-United States Economic Relationship* (Washington DC: Institute for International Economics).

Blinder, Alan S. (1996): 'The Role of the Dollar as an International Currency', *Eastern Economic Journal* 22:2 (Spring), pp. 127-136.

Bundesbank (1995): 'The Circulation of Deutsche Mark Abroad', *Monthly Report* 47: 7 (julio), pp. 65-71.

Caffentzis, George (2003): 'A Note on the "Euro" Explanation of the War' (Infoshop News), disponible en <http://www.infoshop.org>.

Clark, William (2003): 'The Real Reasons for the Upcoming War With Iraq: A Macroeconomic and Geostrategic Analysis of the Unspoken Truth' (Independent Media Center), disponible en <http://www.indymedia.org>.

Cohen, Benjamin J. (1998): *The Geography of Money* (Ithaca, NY: Cornell University Press).

(2003a): *The Future of Money* (Princeton, NJ: Princeton University Press).

(2003b): 'Global Currency Rivalry: Can the Euro Ever Challenge the Dollar?', *Journal of Common Market Studies* 42:4 (septiembre), pp. 575-595.

Council on Foreign Exchange and Other Transactions (1999): 'Internationalization of the Yen for the 21st Century' (Tokyo, 20 abril), disponible en: www.mof.go.jp/english/if/e1b064a.htm.

Detken, Carsten and Philipp Hartmann (2002): 'Features of the Euro's Role in International Financial Markets', *Economic Policy* 35 (octubre), pp. 553-569.

Dowd, Kevin and David Greenaway (1993): 'Currency Competition, Network Externalities and Switching Costs: Towards an Alternative View of Optimum Currency Areas', *Economic Journal* 103 (septiembre), pp. 1180-1189.

Doyle, Brian M. (2000): "Here, Dollars, Dollars..." Estimating Currency Demand and Worldwide Currency Substitution', International Finance Discussion Paper 657 (Washington, DC: Federal Reserve Board of Governors).

European Central Bank (2001): *Review of the International Role of the Euro* (Frankfurt, Alemania).

(2002): *Review of the International Role of the Euro* (Frankfurt, Alemania).

European Union (2001): *Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets* (Bruselas).

Feige, Edgar L. (1996): 'Overseas Holdings of U.S. Currency and the Underground Economy', en Susan Pozo, ed., *Exploring the Underground Economy* (Kalamazoo, MI: W.E. Upjohn Institute for Employment Research), pp. 5-62.

(1997): 'Revised Estimates of the Underground Economy: Implications of US Currency Held Abroad', en Owen Lippert y Michael Walker, eds., *The Underground Economy: Global Evidence of its Size and Impact* (Vancouver, BC: Simon Fraser Institute), pp. 151-208.

Feige, Edgar and James W. Dean (2002): 'Dollarization and Euroization in Transition Countries: Currency Substitution, Asset Substitution, Network Externalities and Irreversibility', documento presentado en "Conference on The Euro and Dollarization", Fordham University, Nueva York, 5-6 abril.

Frankel, Jeffrey A. (1995): 'Still the Lingua Franca: The Exaggerated Death of the Dollar', *Foreign Affairs* 74: 4 (julio), pp. 9-16.

Green, Michael Jonathan (2001): *Japan's Reluctant Realism: Foreign Policy Challenges in an Era of Uncertain Power* (Nueva York: Palgrave).

Hale, David D. (1995): 'Is it a Yen or a Dollar Crisis in the Currency Market?', *Washington Quarterly* 18: 4 (Autumn), pp. 145-171.

Hartmann, Philipp (1998): *Currency Competition and Foreign Exchange Markets: The Dollar, the Yen and the Euro* (Cambridge, Reino Unido: Cambridge University Press).

Hau, Harald, William Killeen y Michael Moore (2002a): 'The Euro as an International Currency: Explaining Puzzling First Evidence from the Foreign Exchange Markets', *Journal of International Money and Finance* 21:3 (junio), pp. 351-383.

(2002b): 'How Has the Euro Changed the Foreign Exchange Market?', *Economic Policy* 34 (abril), pp. 149-191.

Henning, C. Randall (2000): 'US-EU Relations after the Inception of the Monetary Union: Cooperation or Rivalry?', en C. Randall Henning and Pier Carlo Padoan, *Transatlantic Perspectives on the Euro* (Washington, DC: Brookings Institution), cap. 1.

Hüfner, Martin (2000): 'Give the Euro Greater Currency', *The International Economy* (noviembre/diciembre), pp. 24-25, 50.

Judson, Ruth A. y Richard D. Porter (2001): 'Overseas Dollar Holdings: What Do We Know?', *Wirtschaftspolitische Blätter* 4 (abril), pp. 431-440.

Katada, Saori N. (2002): 'Japan and Asian Monetary Regionalisation: Cultivating A New Regional Leadership after the Asian Financial Crisis', *Geopolitics* 7:1 (Summer), pp. 85-112.

Kirshner, Jonathan (1995): *Currency and Coercion: The Political Economy of International Monetary Power* (Princeton, NJ: Princeton University Press).

Krugman, Paul R. (1992): 'The International Role of the Dollar', in Paul R. Krugman, *Currencies and Crises* (Cambridge, MA: MIT Press), cap. 10.

Lambert, Michael J. y Kristin D. Stanton (2001): 'Opportunities and Challenges of the US Dollar as an Increasingly Global Currency: A Federal Reserve Perspective', *Federal Reserve Bulletin* 87:9 (septiembre), pp. 567-575.

McNamara, Kathleen R. y Sophie Meunier (2002): 'Between National Sovereignty and International Power: What External Voice for the Euro?', *International Affairs* 78:4 (octubre), pp. 849-868.

Mundell, Robert A. (1993): 'EMU and the International Monetary System: A Transatlantic Perspective', Working Paper 13 (Viena: Austrian National Bank).

Mundell, Robert A. (2000): 'The Euro and the Stability of the International Monetary System', en Robert A. Mundell y Armand Cleese, eds., *The Euro as a Stabilizer in the International Economic System* (Boston, MA: Kluwer Academic), cap. 5.

Nye, Joseph S. Jr. (1990): 'Soft Power', *Foreign Policy* 80 (Fall), pp. 153-171.

Orléan, Andre (1989): 'Mimetic Contagion and Speculative Bubbles', *Theory and Decision* 27:1-2, pp. 63-92.

Padoan, Pier Carlo (2000): 'The Role of the Euro in the International System: A European View', en C. Randall Henning y Pier Carlo Padoan, *Transatlantic Perspectives on the Euro* (Washington, DC: Brookings Institution), cap. 2.

Porter, Richard D. y Judson, Ruth A. (1996): 'The Location of U.S. Currency: How Much Is Abroad?', *Federal Reserve Bulletin* 82: 10 (octubre), pp. 883-903.

Portes, Richard y Hélène Rey (1998): 'The Emergence of the Euro as an International Currency', en David Begg, Jürgen von Hagen, Charles Wyplosz, y Klaus F. Zimmermann, eds., *EMU: Prospects and Challenges for the Euro* (Oxford, Reino Unido: Blackwell), pp. 307-343.

Rogoff, Kenneth (1998): 'Blessing or Curse? Foreign and Underground Demand for Euro Notes', en David Begg, Jürgen von Hagen, Charles Wyplosz y Klaus F. Zimmerman, eds., *EMU: Prospects and Challenges for the Euro* (Oxford, Reino Unido: Blackwell), pp. 261-303.

Seitz, Franz (1995): 'The Circulation of Deutsche Mark Abroad', Discussion Paper 1/95 (Frankfurt: Deutsche Bundesbank).

Sinn, Hans-Werner y Frank Westermann (2001a): 'The Deutschmark in Eastern Europe, Black Money and the Euro: On the Size of the Effect', *CESifo Forum* 3, pp. 35-40.
(2001b): 'Why Has the Euro Been Falling? An Investigation into the Determinants of the Exchange Rate', Working Paper 8352 (Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research).

Stix, Helmut (2001): 'Survey Results about Foreign Currency Holdings in Five Central and Eastern European Countries', *CESifo Forum* 3, pp. 41-48.

Thygesen, Niels *et al.* (1995): *International Currency Competition and the Future Role of the Single European Currency*, Informe Final de un Grupo de Trabajo sobre la Unión Monetaria Europea-Sistema Monetario Internacional (Londres: Kluwer Law International).

United States Treasury (2000): *The Use and Counterfeiting of United States Currency Abroad* (Washington DC).

Vogel, Steven K., ed. (2002): *US-Japan Relations in a Changing World* (Washington DC: Brookings Institution).

Wyplosz, Charles (1999): 'An International Role for the Euro?', en Jean Dermine and Pierre Hillion, eds., *European Capital Markets with a Single Currency* (Oxford, Reino Unido: Oxford University Press), cap. 3.

Yarjani, Javad (2002): 'The Choice of Currency for the Denomination of the Oil Bill', discurso para una reunion financiera de la Unión Europea (14 abril), disponible en <http://www.opec.org/NewsInfo/Speeches>.

NOTAS:

- (1) Puesto que cada transacción de cambio de divisa emplea dos monedas, el total de las cuotas asciende al 200% en vez de al 100%.
- (2) Porter y Judson 1996; Tesoro estadounidense 2000; Judson y Porter 2001. Pero véase también Feige 1996 y 1997, donde se sugiere una cifra inferior, de alrededor del 40%.
- (3) El cálculo, basado en Seitz 1995, puede ser algo conservador. Según Doyle 2000, una cifra más precisa para mediados de la década de 1990 podría haber sido de hasta un 69%. Véase también Feige y Dean 2002. Por otro lado, existen pruebas que sugieren que después de 1999, momento en que la unión monetaria europea se puso en marcha por primera vez, las compras extranjeras de divisas alemanas disminuyeron algo debido a las incertidumbres en torno a la conversión de los billetes de DEM en billetes de euro programada para enero de 2002. Véase Sinn y Westermann 2001a, 2001b; Stix 2001.
- (4) Hale 1995. Rogoff 1998, que, sacando deducciones de pruebas indirectas sugieren una cifra más alta (25%). Públicamente, el Banco de Japón no tiene demasiadas intenciones de ofrecer estimación oficial alguna. Véase, por ejemplo, Banco de Japón 1994.
- (5) El declive del yen desde comienzos de la década de 1990 aparece bien documentado en Katada 2002.
- (6) Tal y como se citaba en *The Economist*, 30 octubre de 1999, p. 85.
- (7) Tal y como se citaba en el *New York Times*, 19 de noviembre de 1999, C4.
- (8) Yarjani 2002. Yarjani es Jefe del Departamento de Análisis del Mercado del Petróleo de la OPEC.
- (9) Para obtener una crítica directa de la teoría de la guerra por la moneda del petróleo, véase Caffentzis 2003.