

Comentario Económico del día

Director: Sergio Clavijo

Noviembre 29 de 2012

Señoraje Internacional y la Crisis del Euro

La teoría del comercio internacional (Mundell, 1998) postula que la dominancia de un país o de “un imperio” lleva a posicionar su moneda como el referente en el intercambio transfronterizo, tanto por las ventajas de liquidez como por el *benchmark* que dicha moneda va construyendo. Esto hoy nos resulta obvio al examinar lo ocurrido bajo el imperio español (1450-1650), francés (1650-1780), inglés (1790-1914) o el de los Estados Unidos (1920-2020?).

Un buen termómetro de la evolución de dicho referente comercial internacional se captura a través de la composición de las llamadas Reservas Internacionales Netas (RIN). El cuadro adjunto nos indica cómo el dólar había alcanzado un pico del 79% en dichas RIN durante los años setenta, pero después su preponderancia fue declinando hasta alcanzar un 62% al finalizar el 2011. Dicho descenso del dólar ocurrió a manos del yen del Japón en el período 1975-1995, pasando su participación en dichas RIN del 2.5% al 6.8% durante ese período. Posteriormente, y de forma similar, la participación del euro se fue elevando del 10% (representada entonces por el comercio generado por Alemania, Francia, España, Italia y Holanda) al 18% en el año 2000 (impulsado de forma especial por el nacimiento del Euro en 1999) y al 25% al cierre de 2011

Una pregunta relevante a este respecto es: ¿Y por qué si China ha ido ganando penetración en el comercio global, ello no se refleja en esas tenencias de yuanes chinos en dichas RIN? Básicamente, porque el yuan no es una “moneda convertible” (es decir, carece de la liquidez requerida para ser un buen referente internacional). En efecto, Anif había mencionado que para lograr dicho cometido China debía superar tres tipos de problemas, a saber: i) debe liberar su sistema financiero, permitiendo la libre entrada/salida del sector; ii) abrir su cuenta de capital; y iii) impulsar la relación consumo/ahorro financiero (ver *Comentario Económico del Día* 24 de Abril del 2012).

Otra arista de la evolución de las monedas tiene que ver con su capacidad para generar el llamado “señoraje” o “impuesto inflacionario”. A nivel teórico se ha hablado del referente de los metales como el mejor medio de cambio, unidad de cuenta y de valor, cumpliendo con las condiciones de “vendibilidad” de la que hablaba la escuela austriaca de Menger (1892). Sin embargo, Goodhart (1998, JPE) ha venido hablando más bien de la propiedad del “señoraje” que produce el referente internacional de las monedas, tal como

Continúa

Director: Sergio Clavijo

ocurrió en el mundo romano o el Imperio Napoleónico. Según esta teoría el euro estaba condenado a no lograr posicionarse a nivel global, no tanto por su falta de penetración a nivel del comercio internacional, sino por no tener a su favor la “unión-fiscal” que le permitiera extraer dicho “impuesto inflacionario” a favor de la Euro-Zona (*The Economist*, agosto 18 del 2012).

Probablemente, en el tiempo la condición de referente comercial a nivel internacional antecede la de su potencial “señoraje” a nivel global. El euro, antes de la actual crisis de 2007-2014 (no se le ve un fin antes de esa fecha), estaba empezando a cumplir con condiciones para volverse un referente importante en los mercados comerciales y financieros, llegando a representar ese 25% dentro de las RIN (cediendo respecto de su 27.7% pre-crisis). Pero lo que no se alcanzó a dar en esta fase fue ese posicionamiento del potencial extractor de “impuesto inflacionario” a favor de los tenedores de euros y en contra de los que emitían deuda en esa moneda, tal como Latinoamérica llevaba varias décadas haciéndolo en dólares.

Pero inclusive esto último ha empezado a cambiar, pues al superar el problema de la inflación, ahora está siendo posible que la región se financie en su propia moneda local, eliminando parte del señoraje del cual se beneficiaba el dólar norteamericano. Seguramente, a la vuelta de una década, el yuan de la China habrá superado sus problemas de convertibilidad y no sólo empezará a marcar como parte de las RIN globales (más allá de los SDRs del FMI), sino que tendrá la posibilidad de extraer “señoraje” al resto del mundo, consolidando así el inicio del nuevo imperio de China (2020-2080?).

Composición de las reservas internacionales (% del total)							
	1975	1985	1995	2000	2005	2009	2011
Dólares	78.8%	64.2%	59.0%	71.1%	66.9%	62.0%	62.2%
Euros	10.2%	16.5%	18.8%	18.3%	24.1%	27.7%	25.0%
Libras estelinas	2.2%	3.1%	2.1%	2.8%	3.6%	4.2%	3.8%
Marco alemán	8.2%	15.2%	15.8%	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
Franco	2.0%	1.3%	2.4%	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
Yen	2.5%	7.8%	6.8%	6.4%	3.6%	2.9%	3.5%
Franco suizo	0.0%	0.0%	0.3%	0.3%	0.1%	0.1%	0.1%
Florín	0.0%	0.0%	0.3%	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
Otros	6.2%	8.4%	13.3%	1.5%	1.7%	3.1%	5.4%

Fuente: cálculos Anif con base en IMF.

Nota: antes de 1999, la participación del euro corresponde a las sumas de las participaciones del marco alemán, franco frances-suizo y el florín. Desde 2005, no incluye la porción de reservas no clasificadas.