

Integración monetaria: la experiencia durante los primeros años del euro

(Recibido: agosto/08–aprobado: diciembre/08)

*Fernando Ossa Scaglia**

Resumen

En este trabajo se analiza el proceso que se tradujo en la unificación monetaria en la Unión Europea y la experiencia de los primeros años del euro. En primer término se discute el efecto que ha tenido el euro en la integración comercial y financiera de los países miembros. Luego se analiza la política monetaria y fiscal en la unión monetaria. Se argumenta que el Banco Central Europeo (BCE) ha sido exitoso en establecer la credibilidad de su política monetaria basada en una meta de inflación. Respecto a la política fiscal, se concluye que el debilitamiento del control del sesgo potencial hacia el gasto fiscal deficitario en el área monetaria podría constituirse en una amenaza para la credibilidad del BCE. También se analizan las funciones internacionales de una moneda y cuál ha sido la evolución del euro como dinero internacional en el uso privado y oficial.

Palabras clave: euro, integración monetaria, banco central.

Clasificación JEL: E42, E58, F15, F33, F36.

* Profesor Titular del Instituto de Economía de la Pontificia Universidad Católica de Chile (fossa@faceapuc.cl). Agradezco los comentarios y sugerencias de dos dictaminadores anónimos.

Introducción

La unificación monetaria en la Unión Europea (UE) comenzó en enero de 1999. A partir de esa fecha once países fijaron irrevocablemente el tipo de cambio de sus monedas con respecto a una unidad de cuenta denominada euro y el Banco Central Europeo (BCE) asumió el control de las ofertas monetarias nacionales. A comienzos del año 2002 se emitieron billetes y monedas de euros, con lo cual se reemplazó a las monedas nacionales de los once países participantes. En la actualidad pertenecen al área euro quince países de un total de veintisiete miembros de la UE.¹

El objetivo de este trabajo es estudiar, con base en la experiencia de los primeros años del euro, el efecto de la moneda común en la integración comercial y financiera de la eurozona, la credibilidad de la política monetaria del BCE y cómo ésta puede ser afectada por la política fiscal, y la importancia relativa del euro como dinero internacional.

En la sección dos se presenta el desarrollo del proceso de integración monetaria en la UE, desde el Sistema Monetario Europeo (SME) hasta la adopción del euro. La tercera parte analiza el impacto del euro en el comercio de bienes y servicios entre los países miembros y en la integración de los mercados financieros. La cuarta sección estudia la política monetaria y fiscal en el área. En la quinta parte se analiza la función del euro como dinero internacional, tanto en los usos privados como oficiales. La sección sexta y final corresponde a las conclusiones.

1. Del Sistema Monetario Europeo a la moneda común

Después del abandono del sistema de Bretton Woods de tipos de cambio fijos, los países miembros de la CEE consideraron la posibilidad de enfrentar la nueva situación en forma conjunta.² Esto se implementó en 1972, cuando los países de la CEE fijaron el tipo de cambio entre sus monedas (con un margen pequeño de variación), y posteriormente flotaron en forma conjunta respecto al dólar. Este esquema se denominó la “serpiente europea”. En 1979 la “serpiente europea” fue reemplazada por el SME. El mecanismo cambiario es el aspecto principal del SME y tiene bastan-

¹ Por el tratado de Maastricht de 1991 la Comunidad Económica Europea (CEE) se transformó en la Unión Europea.

² En 1957 se estableció la CEE, en la que participaron originalmente seis países: Alemania, Bélgica, Francia, Holanda, Italia y Luxemburgo. En 1973 ingresaron Dinamarca, Gran Bretaña e Irlanda. En 1981 se incorporó Grecia, en 1986 lo hicieron España y Portugal, y en 1995 ingresaron Austria, Finlandia y Suecia. En el 2004 la UE se amplió a veinticinco miembros, con la incorporación de diez países: Chipre, Eslovaquia, Eslovenia, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Malta, Polonia y la República Checa. En 2007 la UE llegó a 27 miembros con el ingreso de Bulgaria y Rumanía.

te similitud con la “serpiente europea”. Inicialmente los países establecían su paridad respecto a una unidad de cuenta llamada Unidad Monetaria Europea (UME), valorizada de acuerdo a una canasta que incluía las monedas de todos los países miembros. Los tipos de cambio bilaterales entre las monedas participantes sólo podían variar en $\pm 2.5\%$. En casos excepcionales podía autorizarse un margen más amplio de $\pm 6\%$.

Al crearse el SME se esperaba que éste se basara en la cooperación de todos los países miembros, sin que ninguno de ellos tuviese una posición predominante. Pero en la práctica Alemania tuvo un papel dominante, debido a que era el país monetariamente más estable dentro de la UE. Sin embargo, había dos vías a través de las cuales los otros países podían adquirir cierta independencia respecto a la disciplina que imponía Alemania, lo que les otorgaba alguna autonomía en su política monetaria. La primera vía eran los controles a los movimientos internacionales de capitales. La segunda era el cambio en las paridades bilaterales centrales, lo que ocurrió once veces entre 1979 y 1987. La situación cambió a comienzos de la década de 1990, porque los miembros del SME acordaron eliminar los controles a los movimientos internacionales de capitales y decidieron no realizar más modificaciones de las paridades bilaterales centrales. La libre movilidad de capitales en un esquema de tipos de cambio prácticamente fijos significó que los países no podían seguir políticas monetarias autónomas, ya que estaban obligados a seguir a Alemania, el país más estricto en su política monetaria. En este nuevo contexto los países enfrentaban tres alternativas. En primer lugar, podían dejar de tener autonomía en su política monetaria y simplemente seguir la política de Alemania. En segundo término, podían abandonar el SME y adoptar el tipo de cambio flexible, con el objeto de obtener independencia en la política monetaria. La tercera alternativa era adoptar una moneda común y manejar la política monetaria en forma conjunta, creando un BCE controlado por todos los países miembros.

El SME sufrió una crisis en 1992. Esto se debió a que los países industriales experimentaron una situación recesiva, junto con un alza de la tasa de interés en Alemania acompañada por una baja de la tasa de EUA. En los meses siguientes se produjeron varios cambios de las paridades y el SME entró en crisis, por lo cual en agosto de 1993 se acordó ampliar la banda ancha de variación del tipo de cambio a $\pm 15\%$, manteniendo la angosta en $\pm 2.25\%$. Esto significó de hecho el rechazo a la primera alternativa señalada arriba. Es decir, los países no estaban dispuestos a seguir la política monetaria de Alemania. La segunda alternativa de tener una política monetaria independiente con tipo de cambio flexible no era compatible con la idea de lograr cierto grado de unificación monetaria en la UE, lo que era la motivación detrás del SME y, por supuesto, de la proposición de llegar a tener una moneda

común. Esto último se estudió inicialmente en 1970, y luego se propuso, a fines de la década de 1980, avanzar hacia la moneda común por etapas.

Al no ser aceptables ninguna de las dos primeras alternativas que contemplaban mantener las monedas nacionales en la UE (con tipo de cambio fijo en la primera alternativa y flexible en la segunda), adquirió mayor importancia la tercera opción de implementar la moneda única y un banco central común. Esto último fue lo que finalmente sucedió, cuando se adoptó el euro como moneda común y se creó el BCE. El 31 de diciembre de 1998 se establecieron los tipos de cambio fijos de las monedas participantes respecto al euro, que reemplazó a la UME como unidad de cuenta. Esto inició la unificación monetaria entre los países participantes, ya que los tipos de cambio se fijaron en forma irrevocable respecto al euro y, lo más importante, el BCE adoptó el control de las ofertas monetarias nacionales. El BCE es el organismo central del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC), que incluye además a los bancos centrales de los países miembros. Al inicio de la unificación monetaria en enero de 1999 participaron once de los quince países que pertenecían a la UE en ese momento: Alemania, Austria, Bélgica, España, Finlandia, Francia, Holanda, Irlanda, Italia, Luxemburgo y Portugal. Hasta fines de 2001 el euro sólo cumplió la función de unidad de cuenta. A comienzos de 2002 se emitieron billetes y monedas de euro y se retiraron las monedas nacionales, con lo cual el euro pasó a ser el medio de cambio en los países participantes. Grecia se incorporó al euro el año 2001, Eslovenia lo hizo a comienzos de 2007 y el 1 de enero de 2008 ingresaron Chipre y Malta, con lo cual en la actualidad el euro incluye a quince países de la UE.³

2. El euro y la integración comercial y financiera

2.1 Efecto del euro en el comercio entre los países miembros

Uno de los temas que se discuten en la literatura que compara el sistema de tipo de cambio fijo con el tipo de cambio flexible es la incidencia que puede tener la variabilidad del tipo de cambio nominal en el comercio internacional. La mayoría de los estudios de series de tiempo encuentran sólo un pequeño o ningún efecto, de la variabilidad del tipo de cambio nominal en el comercio internacional. Sin embargo, estudios relativamente recientes, que han usado un análisis de panel, encuen-

³ Algunos de los miembros de la UE que no han adoptado el euro participan en el SME, que establece bandas de variación del tipo de cambio (banda amplia de $\pm 15\%$ y angosta de $\pm 2.25\%$).

tran un efecto negativo significativo.⁴ La adopción de una moneda común elimina, por definición, la variabilidad del tipo de cambio nominal entre los países miembros, ya que éstos están incluidos en un área monetaria. Si la variabilidad del tipo de cambio nominal tiene un efecto negativo en el comercio, el establecimiento de una moneda común aumentaría el intercambio comercial dentro del área.

Baldwin, Skudelny y Taglioni (2005) indican que la baja en la volatilidad cambiaria afecta al comercio internacional de dos formas: se producen más exportaciones por firma y hay un aumento del número de firmas que exportan. Como el costo de transacción que hay con distintas monedas (costo de cambio de monedas y de cobertura del riesgo cambiario) es bajo, el aumento en el número de firmas tiene que ser importante para que la unión monetaria tenga un impacto significativo en el comercio. Si la volatilidad cambiaria afecta más a las empresas pequeñas, su eliminación puede reducir el tamaño mínimo necesario para que una empresa se transforme en exportadora. En la medida de que hay muchas empresas pequeñas, el efecto puede ser significativo. Esto ha sido discutido a nivel teórico por Baldwin (1988) y estudiado empíricamente por Roberts y Tybout (1997). En todo caso, como ha sido señalado por Baldwin (2006), se necesita un mayor desarrollo teórico acerca de por cuáles otras vías la unificación monetaria podría incidir en el comercio, como, por ejemplo, mediante un efecto en la competencia que a su vez afectaría el comercio.

En principio, la unificación monetaria no debería tener un impacto demasiado grande en el comercio en la eurozona, ya que antes del euro la variabilidad cambiaria de los países involucrados era baja. Además, la variabilidad restante podía cubrirse sin mucho costo por medio de mercados a futuro y otros derivados. Sin embargo, varios estudios empíricos encuentran que la unificación monetaria europea ha tenido un impacto significativo en el comercio intrazonal. Micco, Stein y Ordoñez (2003) estudian una muestra que incluye a los 15 países de la UE para el periodo 1992-2002. Las observaciones para la unificación monetaria corresponden a cuatro años (1999-2002). Los autores concluyen que la integración monetaria ha aumentado el comercio al interior de la zona entre 4% y 16%. Otros trabajos empíricos obtienen cifras similares o en algunos casos mayores. Entre estos se cuentan los estudios de De Nardis y Vicarelli (2003), Baldwin, Skudelny y Taglioni (2005) y Chintrakarn (2008).⁵

Berger y Nitsch (2004) han criticado estos resultados, con el argumento de que lo que aparece como un efecto del euro en el comercio es el resultado rezagado de otras políticas. El impacto del euro en el comercio se reduce una vez que se

⁴ Véanse De Grauwe y Skudelny (2000), Anderton y Skudelny (2001), De Grauwe y Mongelli (2005) y Baldwin, Skudelny y Taglioni (2005).

⁵ Para reseñas de la mayoría de los estudios empíricos, véanse Berger y Nitsch (2004) y Baldwin (2006).

toman en consideración otros elementos del proceso de integración que han afectado el intercambio, tales como la liberalización comercial, la armonización de políticas y la reducción en la variabilidad del tipo de cambio nominal. Por esto, los autores toman una visión de largo plazo y usan un modelo de gravedad aumentado para el periodo 1948-2003. Los resultados muestran un aumento gradual de la intensidad del comercio entre los países europeos. Parte importante de esta tendencia se explica por cambios cuantificables en las políticas. Cuando los autores añaden al modelo una tendencia lineal para controlar por el aumento gradual del intercambio comercial, el efecto del euro en el comercio desaparece.

Por supuesto que todavía hay pocas observaciones para medir bien el efecto del euro en el comercio, especialmente si consideramos que la integración monetaria plena a partir de la emisión de billetes de euro comenzó recién el año 2002. Con los estudios que hay hasta la fecha, tenemos en un extremo el trabajo de Berger y Nitsch (2004), en el cual prácticamente no hay efecto del euro en el comercio, y un conjunto de otros trabajos que estiman que el impacto ha sido entre 4 y 16%, y en algunos casos incluso mayor. Revisando la literatura empírica, Baldwin (2006) estima que hay un efecto, y que el euro habría tenido un impacto positivo en el comercio de entre 5 y 10%. Esto parece razonable, aunque considerando los argumentos de Berger y Nitsch (2004), es más plausible una cifra hacia el extremo inferior del rango mencionado por Baldwin.

2.2 Integración financiera

El proceso de integración entre los países de la UE incluye también la apertura financiera mediante la progresiva eliminación de las barreras a los movimientos de capital entre los países miembros. La liberalización financiera se profundizó a partir de comienzos de la década de los 90. Este proceso se ha traducido en una creciente unificación de los diferentes segmentos de los mercados financieros. El proceso general de integración financiera debe distinguirse del efecto específico de la adopción del euro en el grado de integración de estos mercados.

El mercado financiero se puede dividir en cuatro secciones: el mercado monetario, el mercado de bonos, el mercado de acciones y el mercado bancario. A continuación nos referiremos a cada uno de ellos.

2.2.1 Mercado monetario

Este es el mercado interbancario en donde los bancos comerciales intercambian liquidez de corto plazo (transacciones con maduración hasta un año plazo). Este

mercado es usado por el SEBC para regular la liquidez y es, por lo tanto, la primera etapa en el mecanismo de transmisión de la política monetaria. El mercado monetario incluye dos segmentos: el segmento no asegurado y el mercado repo. A partir de la fijación irrevocable de los tipos de cambio en la zona euro a comienzos de 1999, la política monetaria se ha basado en la demanda por liquidez en toda la zona euro, en lugar de la demanda de cada país en particular. Como la redistribución de liquidez entre bancos se realiza en el mercado monetario, la integración de este mercado es fundamental para que dicha redistribución sea eficiente, permitiendo la aplicación de una política monetaria única en la zona.

En el segmento no asegurado del mercado monetario unos bancos prestan liquidez a otros, sin el respaldo de bonos o acciones. En este segmento se concentra la redistribución de liquidez entre los bancos, siendo la mayor parte de las transacciones de muy corto plazo. La política monetaria aplicada desde comienzos de 1999 para toda la zona del euro y la necesidad de redistribuir liquidez de manera eficiente, resultaron en un incremento de las transacciones entre países. Casi de inmediato, el segmento no asegurado del mercado monetario se integró en forma prácticamente completa. La desviación estándar de las tasas de interés por un día entre países del área euro cayó a cerca de cero en enero de 1999 y ha permanecido en ese nivel.⁶

En el segmento repo del mercado monetario se intercambia liquidez por bonos o acciones, con acuerdo simultáneo de invertir la transacción a un precio y una fecha determinados. Este mecanismo constituye una de los principales instrumentos que utiliza el SEBC en sus operaciones en el mercado monetario. Las operaciones en este segmento se concentran en plazos cortos, aunque las transacciones de un día para otro no están tan desarrolladas como en el segmento no asegurado. La unificación monetaria se tradujo en una mayor oferta de instrumentos financieros para ser utilizados en estas operaciones, y este mercado se integró en un alto grado después de la fijación de las paridades en forma irrevocable en 1999. Sin embargo, el grado de integración fue menor que en el segmento no asegurado. Esto se debió a la persistencia de algunas barreras, las cuales han ido siendo removidas paulatinamente. Por ejemplo, inicialmente en el segmento repo no existía una documentación legal estandarizada y armonizada entre países. Actualmente este segmento del mercado monetario está muy integrado.

⁶ Véanse Banco Central Europeo (2005), (2006), (2007) y (2008).

2.2.2 Mercado de bonos

Las tasas de los bonos gubernamentales convergieron rápidamente.⁷ Esto sucedió a partir del anuncio, a mediados de 1998, de la fijación de las paridades a fines de dicho año. A comienzos de la década de los años 90 las diferencias entre las tasas de los bonos soberanos de diferentes países alcanzaban a menudo los 500 puntos base. Esto reflejaba las dispares tasas de inflación que existían antes de que se fijaran los tipos de cambio en forma irrevocable. Desde mediados de 1998 las diferencias no han sobrepasado, en general, los 50 puntos base. Respecto a las diferencias entre países de las tasas reales *ex-post*, estas parecen no ser muy distintas antes y después del euro, aunque ha habido una importante reducción de la volatilidad de las tasas reales.⁸

El mercado de bonos corporativos ha crecido en forma importante en los últimos años, y está bastante integrado. Después de corregir por riesgo, los estudios empíricos muestran que el país en que está emitido un bono tiene muy poco efecto en las diferencias en los rendimientos de los bonos corporativos. Esto sugiere que el mercado de estos instrumentos financieros se encuentra bastante integrado en la zona euro.⁹

2.2.3 Mercado de acciones

Baele *et al.* (2004) encuentran que los retornos de las acciones en el área euro se afectan en gran medida por noticias que inciden en todos los países en forma similar. Esto sugiere una integración creciente en este mercado. De Santis y Gerard (2006) también concluyen que ha habido una mayor integración del mercado de acciones después de la adopción del euro. Del mismo modo, el trabajo empírico de Cappiello *et al.* (2006) encuentra que la integración del mercado de bonos gubernamentales y del mercado de acciones ha aumentado después de la unificación monetaria, pero en el mercado de acciones esto se ha producido en menor grado que en el caso de los bonos soberanos.

2.2.4 Mercado bancario

Este es un mercado que aún está poco integrado.¹⁰ En la banca al por menor se observa poca actividad a través de las fronteras dentro del área euro. Persiste un sesgo a favor de la banca local en los depósitos y créditos de las empresas pequeñas

⁷ Véanse Baele *et al.* (2004), Banco Central Europeo (2005), (2006), (2007) y (2008), De Grauwe y Mongelli (2005) y Cappiello *et al.* (2006).

⁸ Véase Adjante y Danthine (2005).

⁹ Véanse Baele *et al.* (2004), Banco Central Europeo (2005), (2006), (2007) y (2008), De Grauwe y Mongelli (2005) y De Santis y Gérard (2006).

¹⁰ Por supuesto que el mercado interbancario analizado en la sección 2.2.1 (mercado monetario) está muy integrado.

y las personas. Hay además una alta dispersión de corte transversal en las tasas de interés para actividades del mismo tipo. En consecuencia, este es el mercado menos integrado entre los cuatro que hemos considerado.

3. Política monetaria y política fiscal en la zona euro

3.1 Política monetaria y credibilidad del Banco Central Europeo

3.1.1 La política monetaria

El principal objetivo de la política monetaria del BCE, establecido en el artículo 105 del tratado de la UE, es la estabilidad del nivel de precios. También se indica que la política monetaria debe velar por las metas generales de la UE, tales como el empleo, el crecimiento, la convergencia entre los países miembros, etcétera. Sin embargo, los estatutos del BCE explicitan que el objetivo principal es la estabilidad del nivel de precios y que apoyará los otros objetivos sólo si no existe conflicto con la estabilidad. La estabilidad se define como una tasa de inflación por debajo, pero cercana, a 2% anual, medida por el índice armonizado de precios al consumidor en la zona euro. La inflación se calcula para el área euro en conjunto, pero pueden existir diferencias, relativamente pequeñas, en las tasas de inflación de los países miembros.

La política monetaria del BCE se basa en dos “pilares”. El primer pilar consiste en un análisis de las condiciones económicas y financieras existentes, y los posibles riesgos para la estabilidad de precios. Los aspectos analizados son la demanda agregada y sus componentes, el producto total, el mercado de trabajo, la política fiscal, los diferentes indicadores de precios y de costos, etcétera. El estudio de las condiciones corrientes, junto con algunas proyecciones macroeconómicas, se usan para formarse una idea de la probable dinámica de la actividad real y los precios, en plazos relativamente cortos. El segundo pilar de la política monetaria toma en cuenta el hecho de que el crecimiento de la oferta de dinero y la tasa de inflación están muy relacionados en el mediano y largo plazo. Por lo tanto, considera que el crecimiento de la oferta monetaria tiene como fin evitar un excesivo énfasis en el impacto de las perturbaciones y las condiciones prevalecientes en el corto plazo, lo que podría traducirse en la aplicación de una política monetaria excesivamente activista. Con este objeto, el BCE anuncia un valor de referencia para la tasa de crecimiento de un agregado monetario amplio (M_3) que se estima coherente con la estabilidad de precios en el mediano plazo.¹¹

¹¹ Este agregado monetario incluye el circulante, los depósitos de corto plazo y los instrumentos de deuda de corto plazo de los bancos y otras instituciones financieras.

El valor de referencia para la tasa de crecimiento de M_3 se calculó en 1998 en 4.5% anual. Este cálculo asumió una tasa de crecimiento de mediano plazo del PIB del área euro de entre 2% y 2.5% al año, y una disminución de la velocidad de circulación de M_3 de entre 0.5 y 1% anual. El valor de referencia de 4.5% anual, establecido en 1998, se ha mantenido, ya que el BCE considera que los supuestos básicos en que se basó el cálculo no han cambiado. Si el crecimiento de M_3 se desvía de la tasa anunciada, el BCE analiza la situación para determinar si se justifica un ajuste. Pero es importante señalar que el BCE ha señalado, explícitamente, que no ajustará en forma “mecánica” la tasa de interés. En otras palabras, no existe una meta de crecimiento del dinero, sino que una meta de inflación. La política monetaria busca cumplir con la meta basándose en los dos pilares señalados.

Respecto a los instrumentos para implementar la política monetaria, existe una facilidad de crédito marginal por un día y también la posibilidad de efectuar depósitos en el BCE por un día. La tasa de interés cobrada por los primeros y la tasa pagada por los segundos indican la orientación de la política monetaria del BCE. Entre este techo y el piso se establece la tasa de interés para las operaciones con pacto de retrocompra con madurez de dos semanas, que constituyen el principal instrumento de política monetaria. La evolución en el tiempo de las tres tasas señaladas aparece en el Cuadro 1. Además de las operaciones a un día, y del instrumento principal que son las operaciones con pacto de retrocompra y madurez de dos semanas, existen otras facilidades de liquidez para periodos más largos.

Cuadro 1
Tasas de Interés Banco Central Europeo
(% por año)

<i>Vigencia</i>	<i>A partir de</i>	<i>Facilidad de depósito</i>	<i>Facilidad de crédito marginal</i>	<i>Operaciones principales de financiamiento</i>
2008	12 noviembre	2.75	3.75	3.25
	15 octubre	3.25	4.25	3.75
	9 julio	3.25	5.25	4.25
2007	13 junio	3.00	5.00	4.00
	14 marzo	2.75	4.75	3.75
2006	13 diciembre	2.50	4.50	3.50
	11 octubre	2.25	4.25	3.25
	9 agosto	2.00	4.00	3.00
	15 junio	1.75	3.75	2.75
2005	8 marzo	1.50	3.50	2.50
	6 diciembre	1.25	3.25	2.25
	2003	6 junio	1.00	3.00
2002	7 marzo	1.50	3.50	2.50
	6 diciembre	1.75	3.75	2.75
2001	9 noviembre	2.25	4.25	3.25
	18 septiembre	2.75	4.75	3.75
	31 agosto	3.25	5.25	4.25
	11 mayo	3.50	5.50	4.50

continúa

Cuadro 1
Tasas de Interés Banco Central Europeo
(% por año)

<i>Vigencia</i>	<i>A partir de</i>	<i>Facilidad de depósito</i>	<i>Facilidad de crédito marginal</i>	<i>Operaciones principales de financiamiento</i>
2000	6 octubre	3.75	5.75	4.75
	1 septiembre	3.50	5.50	4.50
	9 junio	3.25	5.25	4.25
	28 abril	2.75	4.75	3.75
	17 marzo	2.50	4.50	3.50
	4 febrero	2.25	4.25	3.25
1999	5 noviembre	2.00	4.00	3.00
	9 abril	1.50	3.50	2.50
	1 enero	2.00	4.50	3.00

Fuente: Banco Central Europeo.

En relación con el cumplimiento del objetivo de estabilidad del nivel de precios, entre los años 1990 y 2007 la tasa de inflación se mantuvo cercana a la tasa de referencia de 2% establecida por el BCE, aunque ligeramente por encima. En el año 2008 el aumento de la inflación mundial, como consecuencia del alza de los precios del petróleo y de los alimentos, se reflejó en un aumento de la tasa de inflación en el área euro, la que por primera vez se incrementó en forma significativa respecto a la tasa de referencia (Cuadro 2). Esto motivó un alza de las tasas de interés del BCE, las que habían permanecido constantes por más de un año. Sin embargo, la profundización de la crisis financiera global en el segundo semestre generó expectativas de recesión y bajas de los precios de las materias primas y alimentos, y esto se tradujo en bajas de las tasas de interés del BCE (Cuadro 1).

Cuadro 2
Tasa Anual de Inflación en el área euro¹

<i>Año</i>	<i>%</i>
2008 ²	3.8
2007	2.1
2006	2.2
2005	2.2
2004	2.1
2003	2.1
2002	2.3
2001	2.3
2000	2.1
1999	1.1

¹Medida por el índice armonizado de precios al consumidor en el área euro.

² Tercer trimestre 2008.

Fuente: Banco Central Europeo.

3.1.2 Credibilidad del Banco Central Europeo

La credibilidad de un banco central en cuanto a su aversión a la inflación es fundamental para el logro de la estabilidad. Hace ya bastantes años que esto fue establecido a nivel teórico.¹² La importancia de la credibilidad del instituto emisor ha sido destacada también por los resultados de la encuesta realizada por Blinder (2000). El cuestionario de Blinder fue respondido por 84 bancos centrales y por 53 destacados economistas. Los bancos centrales y los economistas consultados indicaron que consideran la credibilidad como muy importante por cuatro razones principales: hace menos costoso reducir la tasa de inflación, facilita mantener una baja tasa de inflación una vez alcanzada la estabilidad, hace más fácil la defensa del tipo de cambio y aumenta el apoyo público a la independencia del banco central.

Un método para establecer la credibilidad de un banco central es dotarlo de independencia de las autoridades políticas y de los grupos privados de presión. La idea central es permitir a las autoridades monetarias actuar con una visión de largo plazo, evitando las presiones políticas de corto plazo y la tentación de aplicar una política monetaria excesivamente activista. Una segunda forma de obtener credibilidad es ganar una reputación de aversión a la inflación a través de la historia de las decisiones del banco central, tomadas con el objetivo principal de mantener la estabilidad.

Consideremos, en primer término, el grado de independencia política que tiene el BCE, de acuerdo a sus estatutos. Dichos estatutos, que se establecieron varios años antes de que el BCE comenzara a operar, indican que esta institución tiene bastante autonomía, comparado con la autoridad monetaria de EUA y los bancos centrales de varios países europeos, la mayor parte de los cuales posteriormente se incorporaron al área euro. Esto es lo que señala un índice de independencia política calculado para ese conjunto de bancos centrales.¹³

La otra forma de obtener credibilidad es mediante las acciones del banco central. En la encuesta de Blinder, los bancos centrales y los economistas consultados opinaron que este es el método principal para obtener credibilidad y que la independencia legal, aunque importante, ocupa un segundo lugar respecto a la obtención de una reputación antiinflacionaria, con base en las políticas aplicadas a lo largo del tiempo. Los encuestados también dieron menos importancia a otros dos mecanismos recomendados en la literatura que siguió al trabajo de Barro y Gordon (1983): los esquemas de precompromiso que limiten la discre-

¹² Véanse Kydland y Prescott (1977), Barro y Gordon (1983).

¹³ Véase Alesina y Grilli (1991).

cionalidad del banco central y los contratos de incentivo. En otras palabras, parece no haber una vía rápida para obtener credibilidad, y ésta sólo se obtiene mediante una historia de transparencia y de decisiones de política monetaria que construyan una reputación.

Es posible aplicar un enfoque empírico para observar si el BCE ha obtenido credibilidad en sus primeros años de operación. Un trabajo que ha realizado esto es el de Goldberg y Klein (2005). La idea central de dicho estudio es que la respuesta de los precios de los activos a las noticias económicas muestra la percepción del mercado sobre la función de reacción monetaria del banco central, y por lo tanto su grado de aversión a la inflación. Así, ante un incremento sorpresivo en la presión inflacionaria, en la medida de que el banco central es visualizado como menos creíble, se observará un incremento mayor en una tasa de interés de largo plazo respecto a una de corto plazo y una mayor depreciación de la moneda. A medida que un banco central va adquiriendo credibilidad, debería esperarse un cambio en la relación entre las noticias económicas y la estructura temporal de las tasas de interés. Por otro lado, si lo que domina en la credibilidad es la estructura institucional del banco central, no deberían producirse cambios en la relación entre las noticias y la estructura de tasas de interés a través del tiempo. Goldberg y Klein (2005) aplicaron su método al BCE para el periodo enero de 1999 hasta mediados de 2005. Los resultados indican que la percepción del mercado respecto a la credibilidad del BCE ha evolucionado a lo largo del tiempo y ha respondido a las acciones de política monetaria aplicadas por la institución monetaria, con un aumento de la credibilidad en la aversión a la inflación.

Amisano y Tronzano (2005) también estudiaron la credibilidad del BCE, usando una metodología empírica diferente, basada en la “prueba simple” de Svensson (1994), que busca determinar si el rango de meta de inflación establecido por un banco central es creíble, o sea, si es creíble su compromiso con la estabilidad. Dada la banda de meta de inflación (un máximo y un mínimo de inflación) establecida por el banco central, y considerando la tasa de interés nominal que paga un bono gubernamental de bajo riesgo, es posible calcular una banda de tasas de interés reales coherente con la banda de meta de inflación. El paso siguiente es calcular la tasa de interés real esperada y ver si ésta cae fuera de la banda de tasas de interés reales coherente con la inflación. Si efectivamente la tasa de interés real esperada cae fuera de la banda, y además la meta de inflación fuese creíble, existiría la posibilidad de obtener utilidades por medio de operaciones de arbitraje. Como esto no es coherente con la existencia de un mercado de capitales eficiente, se deduce que la meta de inflación no es creíble. Amisano y Tronzano (2005) aplicaron esta metodología para estudiar la credibilidad del BCE durante el periodo enero

de 1999 a septiembre 2004. La conclusión del trabajo empírico de estos autores es que el BCE ha sido exitoso en establecer la credibilidad de su política monetaria.

3.2 La política fiscal y el Pacto de Estabilidad y Crecimiento

3.2.1 La política fiscal y la unificación monetaria

En el acuerdo de Maastrich se puso el énfasis en el control de los déficit fiscales y el *stock* de deuda pública, con el objeto de fortalecer la credibilidad del BCE. Lo que se busca es reducir las posibles presiones sobre el BCE para que monetice deuda pública o reduzca la tasa de interés con el objeto de aliviar su servicio. Aunque estas acciones están prohibidas en los estatutos del BCE, los límites a los déficit fiscales y al *stock* de deuda pública buscan aumentar la credibilidad del instituto emisor.

En las décadas recientes se ha observado un aumento del gasto fiscal deficitario en muchos países, incluyendo a los europeos. Hay varias razones que lo explican, relacionadas con problemas de agencia, riesgo moral e información asimétrica, todo esto en el contexto del análisis de los aspectos de economía política de la política fiscal. Pero además de la situación general mencionada, nos interesa considerar el efecto específico de la unificación monetaria en la tendencia al gasto fiscal deficitario.¹⁴ En el caso de un país con moneda propia existen mecanismos de mercado para disciplinar a la política fiscal. Si en dicho país hay un exceso de gasto y déficit público, habrá un aumento de la tasa de interés. Esto tiende a disciplinar al fisco. Pero el mecanismo de control por el mercado de la política fiscal de un país se debilita cuando éste pertenece a un área monetaria. Como existe un mercado de capitales más integrado en el área con una moneda común, el efecto en la tasa de interés del déficit fiscal de un país se reparte parcialmente a través de toda el área monetaria, en vez de concentrarse solamente en el país en cuestión. El debilitamiento del mecanismo de disciplina se traduce en que la unificación monetaria, junto con la descentralización de la política fiscal, pueden generar un sesgo hacia el aumento de los déficit fiscales.¹⁵ Esto justifica el control de los déficit fiscales y el *stock* de deuda en un área monetaria, con el objeto de resguardar la credibilidad del banco central común.

¹⁴ Sobre esto véase Detken *et al.* (2004).

¹⁵ En la unión monetaria sigue existiendo un mecanismo de disciplina de mercado a la política fiscal, provisto por la movilidad del capital y la mano de obra entre los países miembros.

3.2.2 El Pacto de Estabilidad y Crecimiento

En el año 1996 se establecieron los requisitos que tendrían que cumplir los países para participar en la unificación monetaria. Respecto a la política fiscal se adoptó el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Éste fijó un límite de 3% del producto interno bruto (PIB) para el déficit fiscal y de 60% del PIB para el *stock* de deuda pública.

Los once países que pertenecieron inicialmente al euro fueron evaluados en 1998 respecto a los requisitos que debían cumplir para participar en la unificación monetaria. En relación a la parte fiscal, todos ellos cumplieron con la condición de no tener un déficit fiscal superior a 3% del PIB. Respecto al límite de 60% del PIB para el *stock* de deuda pública, varios de los once países lo excedieron, y dos de ellos tuvieron *stocks* de deuda de aproximadamente el doble del máximo de 60%. Sin embargo, la Comisión de la Unión Europea adoptó un enfoque muy liberal respecto al máximo del *stock* de deuda y aceptó que los once países participaran en el euro.

El Pacto de Estabilidad y Crecimiento original estableció excepciones al cumplimiento de las metas en ciertos casos. Por ejemplo, en el caso del *stock* de deuda pública, respecto al cual, como hemos visto, desde el inicio se adoptó una actitud liberal, se permite una excepción al límite de 60% si el porcentaje está disminuyendo y acercándose a una “velocidad adecuada” al valor de referencia. El Pacto incluye sanciones por el no cumplimiento de los límites fiscales. Sin embargo, en la práctica nunca se han aplicado sanciones, aunque ha habido numerosos casos de incumplimiento de ambos límites, como se puede ver en los cuadros 3 y 4.

Cuadro 3
Porcentaje de *stock* de deuda pública a PIB

<i>País</i>	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Alemania	60.9	61.2	60.2	59.5	60.3	63.8	65.6	67.8	67.6	65.0
Austria	63.9	64.9	63.6	63.2	66.0	64.6	63.8	63.5	61.8	59.1
Bélgica	119.2	114.9	109.2	107.6	103.2	98.6	94.2	92.1	88.2	84.9
Chipre	61.6	62.0	61.6	64.3	67.4	68.9	70.2	69.1	64.8	59.8
Eslovenia	23.6	24.9	27.4	28.1	29.5	27.9	27.6	27.5	27.2	24.1
España	64.6	63.1	60.5	57.1	52.5	48.7	46.2	43.0	39.7	36.2
Finlandia	48.8	46.8	44.0	43.4	41.3	44.3	44.1	41.3	39.2	35.4
Francia	59.5	58.5	57.3	57.3	58.2	62.9	64.9	66.4	63.6	64.2
Grecia	105.8	105.1	106.2	107.0	110.7	97.9	98.6	98.0	95.3	94.5
Holanda	66.8	63.1	55.8	52.8	50.5	52.0	52.4	52.3	47.9	45.4
Irlanda	55.2	49.7	39.1	36.4	32.1	31.1	29.5	27.4	25.1	25.4
Italia	116.3	114.5	110.5	109.8	105.5	104.3	103.8	105.8	106.5	104.0
Luxemburgo	6.3	6.0	5.6	5.6	6.5	6.3	6.3	6.1	6.6	6.8
Malta	53.1	56.8	56.4	62.2	62.7	69.3	72.6	70.4	64.2	62.6
Portugal	55.0	54.4	53.3	55.5	55.5	56.9	58.3	63.6	64.7	63.6

Fuente: BCE, Boletines Mensuales e Informes de Convergencia.

Cuadro 4
Déficit (-) o superávit del gobierno general
(% del PIB)

<i>País</i>	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Alemania	-2.2	-1.5	-1.1	-2.8	-3.7	-4.0	-3.8	-3.4	-1.6	0.0
Austria	-2.3	-2.2	-1.8	0.0	-0.5	-1.6	-3.7	-1.5	-1.5	-0.5
Bélgica	-0.8	-0.5	0.1	0.4	0.0	0.0	0.0	-2.3	0.3	-0.2
Chipre	-4.2	-4.4	-2.4	-2.3	-4.6	-6.5	-4.1	-2.4	-1.2	3.3
Eslovenia	-2.0	-2.0	-3.9	-4.3	-2.7	-2.7	-2.3	-1.5	-1.2	-0.1
España	-3.0	-1.1	-0.9	-0.5	-0.3	0.0	-0.3	1.0	1.8	2.2
Finlandia	1.7	1.7	7.0	5.1	4.1	2.5	2.4	2.9	4.1	5.3
Francia	-2.6	-1.7	-1.5	-1.6	-3.2	-4.1	-3.6	-2.9	-2.4	-2.7
Grecia	-4.3	-3.4	-4.0	-5.4	-4.9	-5.6	-7.4	-5.1	-2.6	-2.8
Holanda	-0.7	0.6	1.5	-0.2	-2.0	-3.1	-1.7	-0.3	0.5	0.4
Irlanda	2.4	2.5	4.4	0.8	-0.6	0.4	1.4	1.6	3.0	0.3
Italia	-2.8	-1.7	-1.9	-3.1	-2.9	-3.5	-3.5	-4.2	-3.4	-1.9
Luxemburgo	3.2	3.3	5.9	5.9	2.0	0.5	-1.2	-0.1	1.3	2.9
Malta	-9.7	-7.6	-6.3	-6.6	-5.9	-9.8	-4.6	-3.0	-2.5	-1.8
Portugal	-3.0	-2.7	-3.2	-4.3	-2.9	-2.9	-3.4	-6.1	-3.9	-2.6

Fuente: BCE, Boletines Mensuales e Informes de Convergencia.

El Pacto fue reformado en el 2005. Las modificaciones aprobadas van, en general, orientadas a debilitar las reglas de control fiscal. En primer término, se cambió la definición del objetivo de mediano plazo de la política fiscal. En el Pacto original éste se definía como la obtención de “superávit o posición cercana al equilibrio” en el mediano plazo. El déficit permitido de hasta 3% del PIB tenía por objeto poder enfrentar perturbaciones en algunos periodos. En el Pacto reformado cada país puede tener un objetivo de mediano plazo propio, que es evaluado por el Consejo de la Unión Europea. El rango para objetivos de mediano plazo se estableció ahora entre -1% y equilibrio o superávit. Pero los países pueden desviarse del objetivo de mediano plazo si realizan reformas estructurales, como reformas del sistema de pensiones u otras. En relación con el periodo para corregir los excesos sobre los límites, el Pacto original establecía un plazo de un año, que se podía extender por “circunstancias especiales”. Estas últimas no fueron especificadas en el Pacto original. La reforma explicitó las “circunstancias especiales” que justifican una extensión del plazo. Éstas incluyen el hecho de que se estén aplicando políticas para fomentar la investigación, el desarrollo y la innovación; altos niveles de aportes a la solidaridad internacional y a la unificación europea; las necesidades de inversión que enfrenta el país, etcétera. Las modificaciones introducidas al Pacto en el año 2005 hacen su aplicación más discrecional y, en general, debilitan el control del posible sesgo hacia el gasto fiscal deficitario en la unión monetaria. En la sección precedente vimos que el BCE ha logrado establecer la credibilidad de su

política monetaria. Respecto a la política fiscal, aunque la situación en general ha mejorado en los últimos dos años (cuadros 3 y 4), el control inadecuado del posible sesgo hacia los desequilibrios fiscales en una unión monetaria puede, eventualmente, constituirse en una amenaza para la credibilidad.

4. El euro como dinero internacional

4.1 El dinero internacional

Al interior del área monetaria correspondiente a un país con moneda propia, o un conjunto de países que forman un área monetaria con una moneda común, el dinero cumple varias funciones: medio de cambio, unidad de cuenta y depósito de valor. En las transacciones entre residentes de áreas monetarias diferentes, por lo menos una de las partes usa un dinero extranjero. También es posible que ambas partes usen el dinero extranjero de un tercer país o de un conjunto de países con una moneda común. De esta forma, el dinero emitido en un área monetaria adquiere la característica de dinero internacional, cuando es usado por residentes de otras áreas monetarias. Cohen (1971) extendió las tres funciones del dinero al ámbito internacional en la forma que se indica en el Cuadro 5.

Cuadro 5
Funciones de un dinero internacional

<i>Funciones del dinero</i>	<i>Uso privado</i>	<i>Uso oficial</i>
Medio de cambio	Moneda vehículo	Moneda de intervención
Unidad de cuenta	Facturación	Tipo de cambio
Depósito de valor	Moneda de inversión	Reserva Internacional

Fuente: Elaboración propia con información de Cohen (1971).

En el uso entre particulares, la función de medio de cambio es cumplida por la moneda vehículo, es decir aquella que se usa en el intercambio internacional de bienes y servicios. En esta sección usaremos tal definición de la moneda vehículo. Existe una definición restringida, la cual considera que un dinero opera como moneda vehículo cuando es usado como medio de cambio en el comercio internacional entre países diferentes al emisor de la moneda en cuestión. La principal moneda vehículo, de acuerdo a esta definición restringida, es el dólar norteamericano.¹⁶ Las otras funciones del dinero internacional en su uso privado son la de

¹⁶ Véase Kamps (2006).

unidad de cuenta en la facturación del comercio internacional y la de depósito de valor en las inversiones internacionales.¹⁷ Las funciones internacionales del dinero en su uso oficial corresponden a su empleo por parte de bancos centrales. A nivel oficial, el dinero actúa como medio de cambio cuando el banco central lo usa en sus intervenciones en el mercado de divisas. La función de unidad de cuenta corresponde al dinero respecto al cual se expresa el tipo de cambio de la moneda nacional. Por último, el dinero que se emplea como reserva internacional por parte de la autoridad monetaria cumple con la función de depósito de valor.

Hartmann (1998) presentó en mayor detalle cada una de las funciones internacionales del dinero en sus usos privados (Cuadro 6). Los usos oficiales considerados por Hartmann son los mismos señalados por Cohen (Cuadro 5).

Cuadro 6
Funciones de un Dinero Internacional

<i>Funciones del dinero</i>	<i>Uso privado</i>	<i>Uso oficial</i>
Medio de cambio	Moneda vehículo a) En el intercambio de bienes y servicios: 1) vehículo de comercio internacional. 2) vehículo de comercio doméstico (sustitución directa de monedas). b) En el intercambio de monedas: vehículo del mercado de divisas.	Moneda de intervención
Unidad de cuenta	Cotización	Paridad (tipo de cambio)
Depósito de valor	Moneda de inversión (incluyendo la sustitución indirecta de monedas)	Reserva internacional

Fuente: Elaboración propia con información de Hartmann (1998).

Respecto al uso privado como medio de cambio, Hartmann considera, en primer término, el intercambio de bienes y servicios. Un dinero cumple una función internacional cuando es la moneda vehículo en que se realizan los pagos en el comercio internacional. Pero también un dinero puede transformarse en internacional cuando es usado como moneda vehículo en las transacciones que ocurren al interior de otros países (entre residentes). Esto se conoce como sustitución directa de monedas, fenómeno que puede adquirir importancia cuando se deteriora mucho la calidad del dinero local, generalmente en economías muy desestabilizadas. La otra forma en que un dinero internacional opera como medio de cambio es cuando

¹⁷ Normalmente la moneda que se usa para expresar los precios en el intercambio internacional (unidad de cuenta) es la misma en que se realizan los pagos (medio de cambio). Pero pueden existir excepciones, en donde el precio se expresa en una moneda, pero el pago se estipula en otra.

actúa como moneda vehículo en el intercambio de dineros en el mercado de divisas. En este mercado en general se realiza un intercambio indirecto de monedas y es menos frecuente el “trueque” de monedas (intercambio directo). En efecto, el uso de un dinero relativamente importante en el mercado de divisas como moneda vehículo en el intercambio indirecto de monedas resulta en un menor costo de transacción, por el menor tiempo de búsqueda y por las economías de escala. En la actualidad la principal moneda vehículo en el mercado de divisas es el dólar norteamericano.

En el caso de la moneda de inversión, que cumple la función internacional de depósito de valor, Hartmann incluye también la sustitución indirecta de monedas, que corresponde a los depósitos de corto plazo mantenidos por los residentes de un país en moneda extranjera, con muy poca pérdida de liquidez para las transacciones en dinero nacional.

Los diferentes dineros pueden desempeñar una o más funciones internacionales, en mayor o en menor medida. Pero sólo unas pocas monedas alcanzan cierta importancia como dinero internacional. Estas se conocen como *monedas clave*. Entre éstas puede existir una que es mucho más importante que las demás, transformándose en el *dinero internacional dominante*. En el pasado el dinero internacional dominante fue la libra esterlina y en el presente es el dólar norteamericano.

En las secciones siguientes nos referiremos al euro, en relación con las diferentes funciones del dinero internacional que hemos mencionado, comenzando por los usos privados en las primeras dos secciones, y considerando luego los usos oficiales.

4.2 El euro como moneda vehículo

En esta sección consideraremos a la moneda vehículo en el intercambio internacional de bienes y servicios. Al final de la sección nos referiremos al euro como moneda vehículo en el comercio doméstico en países de fuera del área euro (sustitución directa de monedas) y como moneda vehículo en el mercado de divisas.

Respecto de la moneda vehículo en el comercio internacional, Grassman (1973) fue el primero en documentar que, en general, las exportaciones de los países industriales son facturadas y cobradas en la moneda del país exportador. En cambio, en el caso de los países en desarrollo, cuyas exportaciones son principalmente bienes homogéneos, éstas son facturadas y cobradas en dineros de los países industriales, generalmente en el dinero internacional dominante u otra moneda clave. Todo esto se conoce como la “regla de Grassman”.¹⁸

¹⁸ Japón es la excepción a la “regla de Grassman”, ya que usa más el dólar norteamericano que el yen en la facturación de sus exportaciones.

Una empresa exportadora puede facturar en la moneda local, en el dinero del país importador o en una tercera moneda. En este último caso la tercera moneda está actuando como moneda vehículo según la definición “restringida” que explicitamos en la sección anterior. El dólar norteamericano es la principal moneda vehículo en este sentido, ya que se usa ampliamente en transacciones comerciales entre terceros países, es decir, en transacciones en que no participa EUA. Según la literatura teórica pertinente, esto se explica porque ese país tiene una presencia importante en el comercio internacional y porque el dólar posee bajos costos de transacción y una posición establecida por muchos años como dinero internacional dominante.

A partir del abandono del sistema de Bretton Woods de tipos de cambio fijos, la literatura teórica sobre la moneda de facturación adquirió un nuevo ímpetu. La discusión se centró en quién asumiría el riesgo cambiario, y se supuso que los exportadores de los países industriales tenderían a facturar en su propia moneda para evitar la “incertidumbre de precio”, ya que así sabrían cuánto van a recibir en moneda local. Pero, posteriormente, la literatura consideró también la “incertidumbre de demanda”, la que puede presentarse en un contexto de tipos de cambio variables y de precios que permanecen fijos por un tiempo debido a la existencia de “costos de menú”. En el caso en que el exportador factura en su propia moneda evita la incertidumbre de precio, pero enfrenta incertidumbre de demanda, ya que no sabe cual es el precio en moneda del importador que este último deberá enfrentar, cuando haga una compra en el futuro. En consecuencia, si el precio se establece en la moneda del exportador hay incertidumbre de demanda y si se establece en la del importador hay incertidumbre de precio. En el caso de bienes diferenciados el exportador enfrenta una curva de demanda con pendiente negativa, pero si los bienes son homogéneos puede enfrentar un precio dado. En esta última alternativa el exportador estará más preocupado de la incertidumbre de demanda, y en el caso de bienes diferenciados, el énfasis estará en la incertidumbre de precio.

Una firma minimiza el riesgo de demanda cuando factura en la misma moneda que usan las empresas competidoras. En relación con esto, Bachetta y Van Wincoop (2005) desarrollaron un modelo teórico que incluye la cuota que tiene el país exportador (o la unión monetaria) en el mercado mundial. Si esta cuota es elevada, es probable que la moneda de dicho país exportador sea usada en la facturación, debido a que ese dinero será empleado por muchas firmas y tenderá a ser dominante a medida de que se busca evitar el riesgo de demanda. Este es un punto importante en el caso del euro, ya que para una unión monetaria lo que importa no es la cuota de cada país miembro, sino la suma de todos ellos. En consecuencia, el

uso de la moneda común en la facturación debería ser mayor que la suma del uso de la moneda nacional de cada país miembro. El mismo argumento puede hacerse para las importaciones, porque la unión monetaria tiene una alta cuota en el mercado en cuestión, lo que hace más probable que las importaciones sean facturadas en la moneda común.

El trabajo empírico en este tema se ha visto limitado por la poca disponibilidad de datos. Sólo recientemente han comenzado a publicarse algunos trabajos econométricos. Goldberg y Tille (2005) usaron datos sobre la moneda de facturación para 24 países. Documentaron que el dólar se usa en la mayoría de las transacciones en que participan los EUA. El dólar también es usado en forma importante en las transacciones entre otros países. Esto último es generado, en gran parte, por el comercio de bienes homogéneos transados en mercados organizados. Goldberg y Tille demostraron econométricamente la existencia de la tendencia de las empresas a usar una sola moneda (por riesgo de demanda) en el caso de bienes homogéneos. Kamps (2006) usó información sobre la facturación del comercio internacional en 42 países. En el caso del euro el estudio econométrico de Kamps encuentra que al adoptarse la moneda común aumentó la facturación del comercio internacional en euros, a expensas del dólar norteamericano. Esto se explica por la mayor cuota que el conjunto de los países del euro representa en el mercado mundial, de acuerdo a la hipótesis de Bachetta y Van Wincoop (2005).

Podemos concluir que ha habido cierto crecimiento del uso de euro en la facturación de las exportaciones e importaciones del área euro. También hay un mayor uso del euro en la facturación del comercio internacional de otros países de la UE que aún no pertenecen al euro.¹⁹ La cuota que representan las exportaciones e importaciones de la zona euro en el comercio mundial es importante en la determinación del uso del euro en la facturación. En consecuencia, en la medida que se incorporen nuevos países, y en especial si en algún momento participa Gran Bretaña, el uso del euro en la facturación podría aumentar. Sin embargo, su empleo en la facturación del comercio entre países de fuera de la zona no es muy importante, y se reduce en gran parte a países con nexos institucionales con la unión monetaria. El dólar sigue siendo la moneda vehículo dominante, en la definición restringida de comercio entre países diferentes al emisor de la moneda.

En relación con el euro como moneda vehículo en el comercio doméstico en países de fuera del área su importancia es inferior al dólar norteamericano. En efecto, esta moneda sigue siendo el principal dinero en la sustitución directa de

¹⁹ Véanse Banco Central Europeo (2005b), (2007b), (2008b) y Kamps (2006).

monedas, con el euro en segundo lugar, a bastante distancia del dólar.²⁰ Estimaciones recientes indican que el valor total de los billetes de dólar que circulan fuera de EUA es entre 4 y 6 veces mayor que el valor de los billetes de euro mantenidos por residentes de fuera del área euro.

Respecto de la participación del euro como moneda vehículo en el mercado de divisas, éste ocupa el segundo lugar en las transacciones, después del dólar y antes del yen que está en tercer lugar. Los datos muestran que la importancia del euro en el mercado de divisas es más o menos similar a la que tenía el marco alemán, y también que el dólar norteamericano sigue siendo la moneda vehículo que predomina en este mercado.

4.3 El euro como moneda de inversión

En relación con el euro como moneda de inversión internacional, nos referiremos a los bonos y a los créditos y depósitos de los bancos comerciales.²¹

Respecto de los bonos, nos interesa saber qué porcentaje del *stock* total es denominado en euros.²² Pero primero es preciso definir qué se incluye en el *stock* de bonos internacionales. La definición “estrecha” de dicho *stock* incluye sólo las emisiones de bonos denominados en una moneda diferente de la del país en que reside el deudor. Un ejemplo de esto son los bonos denominados en euros emitidos por un residente de EUA. La definición “amplia” agrega a lo anterior las emisiones de bonos denominados en la moneda del país del deudor, pero destinados al mercado financiero internacional.

En el Cuadro 7 aparecen los porcentajes que corresponden al euro, al dólar y al yen en el *stock* total de bonos, de acuerdo a la definición estrecha (cifras para el cuarto trimestre de 2007). El euro ha aumentado en importancia como moneda de inversión en el caso de los bonos. El porcentaje de bonos denominados en euros en 1999 ascendía a 20% de acuerdo a la definición estrecha, y subió 32.2% en 2007. Los porcentajes correspondientes al dólar y al yen en 1999 eran de alrededor de 50% y 18%, respectivamente, y disminuyeron a 43.2 y 5.4% en 2007. Es decir, el euro ha adquirido una mayor importancia como moneda de inversión en el caso de los bonos, a expensas del dólar y del yen.

²⁰ Respecto de la sustitución indirecta de monedas (Cuadro 6), la emisión de billetes de euro en el año 2002 fue acompañada por un fuerte incremento de los depósitos denominados en euros en banco de fuera de la unión monetaria. Después estos depósitos aumentaron poco, acelerándose algo su crecimiento en los años 2005, 2006 y 2007. Véanse Banco Central Europeo (2005b), (2007b) y (2008b).

²¹ Véanse Banco Central Europeo (2005b), (2007b) y (2008b).

²² Nos referimos a bonos y otros instrumentos similares con madurez a más de un año plazo.

Cuadro 7
% del *stock* total de bonos
(cuarto trimestre de 2007)

Euro	32.2
Dólar	43.2
Yen	5.4

Fuente: Banco Central Europeo (2008b).

En el caso de los bancos comerciales, los préstamos denominados en euros otorgados por bancos de la zona euro a residentes no bancarios externos han permanecido relativamente estables desde 1999, en alrededor de 39% del total para todas las monedas. Los préstamos denominados en euros hechos por bancos externos al área euro a residentes no bancarios de dicha área ascendieron a 55% del total en el año 2007.²³ Este porcentaje ha tenido poca variación desde 1999. Para préstamos bancarios en que no participan residentes de la zona euro (entre terceros países), el euro juega un papel menor (aproximadamente 20% del total el año 2007).

Respecto de los depósitos de los residentes de la zona euro en bancos fuera del área, en el año 2007 alrededor de 47% del total fue denominado en euros. En ese mismo año, alrededor de 46% de los depósitos de no residentes de la zona euro en bancos de la zona fueron denominados en euros. Estos porcentajes no han variado demasiado desde 1999, aunque hubo alguna disminución en los años 2006 y 2007. Por último, el euro es poco importante en los depósitos de no residentes de la zona euro en bancos fuera de dicha zona.

4.4 Usos oficiales del euro

Los usos oficiales de un dinero internacional corresponden a su empleo por los bancos centrales. Estos se refieren a la moneda respecto a la cual se expresa el tipo de cambio de la moneda nacional (unidad de cuenta), el dinero que se usa para intervenir en el mercado de divisas (medio de cambio) y la moneda en que están denominadas las reservas internacionales (depósito de valor).

Según el Fondo Monetario Internacional (FMI) en su informe anual con datos a diciembre de 2007, 109 países indican una moneda (o canasta de mone-

²³ La mayor parte corresponde a créditos otorgados por bancos residentes en Gran Bretaña a residentes del área euro.

das) respecto a la cual se define el tipo de cambio, y es usada como referencia para la política cambiaria. De estos 109 países, 40 usan al euro, ya sea como moneda única de referencia o como parte de una canasta. Es decir, estos cuarenta países usan al euro como moneda de referencia en sistemas de fijación del tipo de cambio o bajo flotación administrada. Su empleo como dinero internacional en dicha función está determinado por razones geográficas e institucionales. En efecto, la mayor parte de los cuarenta países son cercanos al área euro y en algunos casos están ligados institucionalmente a ella. Esta última alternativa se da en los países que no son parte del euro, pero pertenecen a la UE o al mecanismo cambiario. La influencia de las razones geográficas e institucionales ha contribuido a que el uso de euro en esta función haya permanecido relativamente estable a lo largo del tiempo.

En general los países prefieren intervenir en el mercado de divisas usando la misma moneda que emplean como referencia para el tipo de cambio. Aunque normalmente los países no publican datos sobre la moneda que usan para intervenir, la información pública sobre declaraciones de las autoridades monetarias pertinentes señala que los bancos centrales de los países de reciente incorporación a la UE usan el euro como moneda de intervención.²⁴

Respecto al euro como reserva internacional, en el Cuadro 8 aparecen los porcentajes que corresponden a las diferentes monedas en que están denominados los activos de reserva. Según las cifras de fines de 2007, el euro ocupa el segundo lugar (26.4%), a bastante distancia del dólar (64.0%) y por encima de la libra esterlina (4.6%) y el yen (2.9%). Desde el inicio del euro, su importancia relativa como reserva internacional tuvo un incremento importante al emitirse billetes y monedas de euro en el 2002, para luego permanecer más o menos constante en los últimos años.²⁵

El dólar es claramente dominante como reserva internacional. En qué medida el euro podrá acercarse al dólar en esta función internacional en el futuro dependerá de cuánto crezca el área euro si se incorporan nuevos países, en especial países grandes como Gran Bretaña, y también, por supuesto, de las políticas macroeconómicas que se sigan en los EUA y en el área en cuestión.

²⁴ Véanse Banco Central Europeo (2005b), (2007b) y (2008b).

²⁵ Las cifras de FMI ya no incluyen a importantes acumuladores de reservas en Asia, lo que limita la utilidad de los datos presentados. En el pasado el FMI incluía estimaciones sobre las reservas de los países que no daban información, pero ahora las excluye de los datos de reservas que publica.

Cuadro 8
Reservas internacionales en divisas
(% del total, a fines del año)

<i>Todos los países</i>	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Dólar	71.0	70.5	70.7	66.5	65.8	65.9	66.5	64.7	64.0
Euro	17.9	18.8	19.8	24.2	25.3	24.9	24.4	25.8	26.4
Yen	6.4	6.3	5.2	4.5	4.1	3.9	3.6	3.2	2.9
Libra esterlina	2.9	2.8	2.7	2.9	2.6	3.3	3.8	4.4	4.6
Franco suizo	0.2	0.3	0.3	0.4	0.2	0.2	0.1	0.2	0.2
Otras monedas	1.6	1.4	1.2	1.4	1.9	1.8	1.6	1.7	1.9

Fuente: Fondo Monetario Internacional.

Conclusiones

El euro ha tenido efecto en la integración comercial entre los países miembros. Revisando la literatura empírica, Baldwin (2006) estima que el impacto positivo en el comercio se sitúa entre 5 y 10%. Esto parece razonable, pero si consideramos los argumentos de Berger y Nitsch (2004) sobre el efecto rezagado de otras políticas, nos parece más plausible una cifra hacia el extremo inferior del rango señalado por Baldwin.

La adopción del euro ha resultado en un alto grado de integración financiera en el mercado monetario, el de bonos y el de acciones. El mercado bancario aún está poco integrado y persiste un sesgo a favor de la banca local en algunas operaciones.

El BCE ha sido exitoso en establecer la credibilidad de su política monetaria según indican los estudios empíricos. La tasa de inflación en la zona euro se ha mantenido cercana al nivel de referencia de 2% establecido por el BCE, con la excepción del año 2008 como consecuencia de la mayor inflación mundial por el alza del precio del petróleo y los alimentos. Sin embargo, existe una amenaza para la credibilidad del BCE. En efecto, el mecanismo de mercado para disciplinar al fisco por medio de la tasa de interés se debilita en un área monetaria con un mercado de capitales integrado. Si esto se acompaña con una descentralización de la política fiscal, puede generarse un sesgo hacia el gasto fiscal deficitario. Por lo tanto, se justifica el control de las déficits fiscales y el *stock* de deuda en un área monetaria. En el caso del euro, estos controles se establecieron en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Pero el Pacto original no fue aplicado con el rigor que se requería. Además, experimentó una serie de modificaciones que debilitan el control del sesgo hacia el gasto fiscal deficitario. Lo cual podría, eventualmente, constituirse en una amenaza para la credibilidad del BCE.²⁶

²⁶ Este riesgo puede verse incrementado por los impactos fiscales de la crisis financiera global que se profundizó en la segunda mitad del año 2008.

Respecto de los usos privados del euro como dinero internacional, la información disponible permite observar cierto crecimiento en el uso del euro en la facturación de las exportaciones e importaciones del área euro. También hay un mayor uso de él en la facturación del comercio internacional de otros países de la UE que no pertenecen al euro. Como la cuota que representan las exportaciones e importaciones de la zona euro en el comercio mundial es importante en la determinación de la moneda de facturación, la ampliación del número miembros de la zona euro debería incrementar su uso como moneda vehículo. En relación con el empleo del euro como moneda vehículo en el comercio doméstico de otros países (sustitución de monedas), su importancia es mucho menor que la del dólar. Lo mismo sucede en el mercado de divisas, en que el euro ocupa el segundo lugar como moneda vehículo en el intercambio de dineros, y el dólar continúa como dinero dominante en esta función. Como moneda de inversión el euro ha aumentado su importancia en el caso de los bonos a expensas del dólar y el yen. En el sector bancario, el porcentaje de préstamos denominados en euros respecto del total para todas las monedas ha permanecido relativamente estable desde 1999. Lo mismo ha sucedido respecto a los depósitos denominados en euros.

En relación con los usos oficiales del euro, el informe del FMI de fines de 2007 señala que 109 países indican una moneda (o canasta de monedas) respecto de la cual se define el tipo de cambio, y es usada de referencia para la política cambiaria. De estos 109 países, 40 usan el euro como moneda única de referencia o como parte de una canasta. Su utilización en dicha función está determinado por razones geográficas e institucionales. Respecto al euro como reserva internacional, a fines del año 2007, ocupó el segundo lugar en el total de reservas en divisas, muy por debajo del dólar y por encima de la libra esterlina y el yen. Desde el inicio del euro su importancia relativa como reserva internacional experimentó un incremento importante al emitirse billetes y monedas en el 2002, para luego permanecer más o menos constante en los últimos años.

Referencias bibliográficas

- Adjauté, K. y J. P. Danthine (2003). "European Financial Integration and Equity Returns: A Theory-Based Assessment" en V. Gaspar *et al.*, *The Transformation of the European Financial System*, Frankfurt: European Central Bank.
- Alesina, A. y V. Grilli (1991). "The European Central Bank: Reshaping Monetary Policies in Europe", NBER Working Paper N° 3860.
- Amisano, G. y M. Tronzano (2005). "Assessing ECB's Credibility During the First Years of the Eurosystem: A Bayesian Empirical Investigation", mimeo.

- Anderton, R. y F. Skudelny (2001). "Exchange Rate Volatility and Euro Area Imports", European Central Bank Working Paper Series N° 64.
- Bacchetta, P. y E. Van Wincoop (2005). "A Theory of Currency Denomination in International Trade", *Journal of International Economics*, 6(2), pp. 295-319.
- Baele, L., A. Ferrando, P. Hordahl, E. Krylova y C. Monnet (2004). Measuring Financial Integration in the Euro Area, European Central Bank Occasional Paper Series N° 14.
- Baldwin, R. (1998) "Hysteresis in Import Prices: The Beachhead Effect", *American Economic Review*, 78(4), pp. 773-785.
- (2006). "The Euro's Trade Effects", European Central Bank Working Paper Series N° 594.
- Baldwin, R., F. Skudelny y D. Taglioni (2005). "Trade Effects of the Euro: Evidence from Sectoral Data", European Central Bank Working Paper N° 446.
- Banco Central Europeo (2004). *The Monetary Policy of the ECB*.
- (2005). *Indicators of Financial Integration in the Euro Area*.
- (2005b). *Review of the International Role of the Euro*.
- (2006). *Indicators of Financial Integration in the Euro Area*.
- (2007). *Financial Integration in Europe*.
- (2007b). *Review of the International Role of the Euro*.
- (2008). *Financial Integration in Europe*.
- (2008b). *The International Role of the Euro*.
- Barro, R. y D. Gordon (1983). "Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy", *Journal of Monetary Economics*, 12, pp. 101-121.
- Berger, H. y V. Nitsch (2005). "Zooming Out: the Trade Effect of the Euro in Historical Perspective", CESifo Working Paper N° 1435.
- Blinder, A. (2000). "Central Bank Credibility: Why Do We Care? How Do We Build It?", *American Economic Review*, 90(5), pp. 1421-1431.
- Cappiello, L., P. Hordahl, A. Kadareja y S. Manganeli (2006). "The Impact of the Euro on Financial Markets", European Central Bank Working Paper Series N° 598.
- Chintrakarn, P. (2008). "Estimating the Euro Effects on Trade with Propensity Score Matching", *Review of International Economics*, 16(1), pp. 186-198.
- Cohen, B. J., (1971). *The Future of Sterling as an International Currency*, London: MacMillan.
- De Grauwe, P. y F. P. Mongelli (2005). "Endogeneities of Optimum Currency Areas. What Brings Countries Sharing a Single Currency Closer Together", European Central Bank Working Paper Series N° 468.
- De Grauwe, P. y F. Skudelny (2000). "The Impact of EMU on Trade Flows", *Weltwirtschaftliches Archiv*, 136(3), pp. 381-402.

- De Nardis, S. y C. Vicarelli (2003). "Currency Unions and Trade: The Special Case of EMU", *Weltwirtschaftliches Archiv*, 139(4), pp. 625-649.
- De Santis R. A. y B. Gérard (2006). "Financial Integration, International Portfolio Choice and European Monetary Union", European Central Bank Working Paper Series N° 626.
- Detken, K., V. Gaspar y B. Winkler (2004). "On Prosperity and Posterity: The Need for Fiscal Discipline in a Monetary Unión", European Central Bank Working Paper Series N° 420.
- Goldberg, L. S. y M. W. Klein (2005). "Establishing Credibility: Evolving Perceptions of the European Central Bank", NBER Working Paper N° 11792.
- Grassman, S. (1973). "A Fundamental Symmetry in International Payments Patterns" *Journal of International Economics*, 3(2), pp. 105-106.
- Hartmann, P. (1998). *Currency Competition and Foreign Exchange Markets*, Cambridge: University Press.
- Kamps, A. (2006). "The Euro as Invoicing Currency in International Trade", European Central Bank Working Paper Series N° 665.
- Kydland, F.E. y E.C. Prescott (1977). "Rules Rather Than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans", *Journal of Political Economy*, 85(3), pp. 473-491.
- Micco, A. E. Stein y G. Ordoñez (2003). "The Currency Union Effect on Trade: Early Evidence from EMU", *Economic Policy*, 37, pp. 315-356.
- Roberts, M. J. y J. R. Tybout, (1997). "The Decision to Export in Colombia: An Empirical Model of Entry With Sunk Costs", *American Economic Review*, 87(4), pp. 545-564.
- Svensson, L. E. O. (1994). "The Simplest Test of Inflation Target Credibility", CEPR Discussion Paper N° 940.