



**UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA
DE MÉXICO**

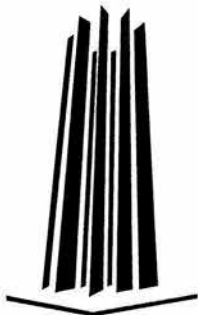
**ESCUELA NACIONAL DE ESTUDIOS PROFESIONALES
CAMPUS ARAGÓN**

**“PERSPECTIVAS DE UNA UNION
MONETARIA EN AMERICA DEL NORTE EN
EL MARCO DE LA TEORIA DE LAS AREAS
MONETARIAS OPTIMAS”.**

T E S I S

**QUE PARA OBTENER EL TITULO DE:
LICENCIADO EN ECONOMIA
P R E S E N T A :
RICARDO DANIEL GUZMÁN REYES**

ASESOR: MTRO. RAUL IGNACIO MORALES CHÁVEZ



MÉXICO,

2004

**TESIS CON
FALLA DE ORIGEN**



Universidad Nacional
Autónoma de México

Dirección General de Bibliotecas de la UNAM

Biblioteca Central



UNAM – Dirección General de Bibliotecas
Tesis Digitales
Restricciones de uso

DERECHOS RESERVADOS ©
PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL

Todo el material contenido en esta tesis esta protegido por la Ley Federal del Derecho de Autor (LFDA) de los Estados Unidos Mexicanos (México).

El uso de imágenes, fragmentos de videos, y demás material que sea objeto de protección de los derechos de autor, será exclusivamente para fines educativos e informativos y deberá citar la fuente donde la obtuvo mencionando el autor o autores. Cualquier uso distinto como el lucro, reproducción, edición o modificación, será perseguido y sancionado por el respectivo titular de los Derechos de Autor.

ESTA TESIS NO SALE
DE LA BIBLIOTECA

*Esta Tesis esta dedicada a todas las Mujeres de México y
especialmente a:*

Tere Robert Zarco

*En agradecimiento y reconocimiento a todos estos años de
excelente atención a profesores y alumnos de la carrera de
Economía.*

Autorizo a la Dirección General de Bibliotecas de la
UNAM a difundir en formato electrónico e impreso el
contenido de mi trabajo recepcional.

NOMBRE: Guermán Reyes

Ricardo Daniel

FECHA: 23-01-04

FIRMA: 

Agradecimientos

*Gracias a la Universidad Nacional Autónoma de México por
abrirme las puertas a esta máxima casa de estudios.*

*A mi asesor Mtro. Raúl Ignacio Morales Chávez por su apoyo
total en la elección de éste tema, al Lic. José Hernández López de
la Facultad de Economía por sus comentarios y sugerencias, a la
Lic. Mayra Ordóñez Saleme por su paciencia y a tí Gina "Tanks
for everything wherever you are".*



Índice

	Pág.
Introducción	6
Capítulo I	
1. La Teoría de las Áreas Monetarias Óptimas de Robert Mundell	
1.1 <i>Antecedentes de la teoría</i>	13
1.2 <i>La teoría tradicional de las áreas monetarias óptimas</i>	17
1.3 <i>Factor integración de mercados</i>	21
1.4 <i>Factores a considerar para formar o no un área monetaria óptima</i>	22
1.5 <i>Extensiones del modelo inicial en los años sesenta: McKinnon, Kenen</i>	24
1.6 <i>Las aportaciones de Peter Kenen</i>	26
1.7 <i>Formalizaciones posteriores en los noventa: Bayoumi y Ricci</i>	28
Capítulo II	
2. Antecedentes Históricos de los Regímenes Cambiarios	
2.1 <i>El surgimiento y evolución de las disparidades cambiarias</i>	30
2.2 <i>El uso tan extenso del bimetalismo</i>	31
2.3 <i>Como funcionaba el patrón oro</i>	32
2.4 <i>Prestamista de última instancia</i>	33
2.5 <i>El período entre guerras</i>	34
2.6 <i>El sistema de Bretton Woods</i>	37
2.7 <i>El nuevo debate de los tipos de cambio fijos vs. Flexibles</i>	39
2.9 <i>El tipo de cambio como instrumento de ajuste</i>	42
Capítulo III	
3. Los Consejos Monetarios (Currency Boards)	
3.1 <i>Orígenes Intellectuales de los Consejos Monetarios</i>	45
3.2 <i>¿Qué es un Consejo Monetario?</i>	47
3.3 <i>Que no es un Consejo Monetario</i>	48
3.4 <i>Las principales características de los Consejos Monetarios</i>	50
3.5 <i>Experiencia con los Consejos Monetarios en general</i>	54
3.6 <i>Objeciones a los Consejos Monetarios</i>	56
3.7 <i>Un caso de éxito: Hong Kong</i>	63
3.8 <i>La experiencia de Argentina</i>	69

Capítulo IV

4. La Dolarización

4.1 ¿Qué es la dolarización?	81
4.2 El atractivo de la dolarización	86
4.3 Costos y beneficios de dolarizar	87
4.4 Como funciona una economía dolarizada	89
4.5 Señoreaje	90
4.6 Problemas en la implantación de la dolarización	94
4.7 El caso Panameño	96
4.8 La experiencia de Ecuador con la dolarización	104

Capítulo V

5. Las Uniones Monetarias

5.1 Los conceptos básicos	113
5.2 Uniones monetarias: ejemplos históricos	115
5.3 Uniones monetarias multinacionales que no prosperaron	116
5.4 Uniones monetarias multinacionales que prosperaron	121
5.5 El ultimo caso: La Unión Monetaria Europea	123
5.6 Las Uniones Monetarias y la Teoría de las Áreas Monetarias Óptimas	128

Capítulo VI

6. Perspectivas de una Unión Monetaria en América del Norte

6.1 El debate de la dolarización después de la crisis de México en 1995	132
6.2 La experiencia de México con la flotación	134
6.3 El punto de vista canadiense	138
6.4 Simetría y asimetría en las economías de América del Norte	141
6.5 Es la región del TLCAN un AMO?	143
6.6 Beneficios para los Estados Unidos de una posible unión monetaria	151
6.7 Las condiciones de una Unión Monetaria	153

Conclusiones y recomendaciones	156
---------------------------------------	------------

Bibliografía	160
---------------------	------------

Introducción

El estudio de la Teoría de las Áreas Monetarias Óptimas es un tema actual y a pesar de que la teoría se escribió en la década de los 60 en nuestros días sigue teniendo vigencia. En este contexto, el objetivo de esta tesis es el de analizar la Teoría de las Áreas Monetarias Óptimas y su aplicación en el contexto de las actuales uniones monetarias para así establecer las perspectivas de una posible Unión Monetaria en América del Norte. La presente investigación se suma a lo que ya es una tendencia que se viene generalizando en cuanto a estudios de integración monetaria. Las uniones monetarias, cuarenta años después del planeamiento pionero de Robert Mundell, están de moda nuevamente.

Uno de los temas más recurrentes en el debate económico de los últimos años, particularmente en América Latina, ha sido el de la dolarización. Partió con el “régimen de convertibilidad” en Argentina y aparece luego como posibilidad para el resto de los países de la región.

La discusión sobre la dolarización no es nueva, sin embargo, la globalización de la economía ha hecho sostener a muchos que este mecanismo no dejaría espacios para las monedas nacionales. En algunos países de América Latina la dolarización es planteada como una forma de ordenar la economía, al quitar el poder sobre el banco central se elimina una fuente tradicional de inestabilidad.

Para el caso de México, algunos miembros importantes de la comunidad empresarial, la dolarización sería una alternativa viable como mecanismo que facilita las transacciones, sin embargo, la reciente crisis en Argentina y la evolución de la economía ecuatoriana con la dolarización han puesto en tela de juicio las bondades de la dolarización.

Partimos de la hipótesis de que Canadá y México son candidatos a formar un AMO en el largo plazo, pero si se firma un acuerdo monetario entre los países de la región del TLCAN no necesariamente se solucionan los problemas económicos de los países firmantes, por el contrario, si la decisión se toma sin un análisis detallado de las consecuencias a corto y largo plazo entonces pueden surgir nuevas dificultades que frenen el desarrollo de Canadá y México, con posibles consecuencias similares a las de Argentina.

Robert Mundell es el padre fundador de la Teoría de las Áreas Monetaria Óptimas plasmada en su documento pionero de 1961. Un área monetaria óptima se refiere a un dominio geográfico óptimo teniendo como medios de pago una sola moneda o varias monedas en las cuales los tipos de cambio están inmutablemente fijos a otra moneda con ilimitada convertibilidad para ambas monedas y las transacciones de capital, pero los tipos de cambio fluctúan al unísono con el resto del mundo.

La Teoría de las Áreas Monetarias Óptimas establece que si un país se encuentra en un avanzado grado de integración con el resto del mundo en transacciones financieras, movilidad de los factores y comercio de mercancías, los tipos de cambio fijos podrían conciliar el balance interno y externo más eficientemente que con tipos de cambio flexibles.

Mundell mencionó brevemente los beneficios de una moneda común como los menores costos de transacción en el comercio y la menor incertidumbre sobre precios relativos, pero describió con mayor detalle las desventajas. La mayor de ellas es la dificultad de mantener el empleo, cuando los cambios en la demanda y otros shocks asimétricos requieren una reducción en los salarios reales en una región particular. Mundell enfatizó en estos casos la importancia de la alta movilidad de trabajo para compensar dichos disturbios, lo que condujo a caracterizar un área monetaria óptima como un conjunto de regiones entre las cuales la propensión a migrar es suficientemente alta como para asegurar el pleno empleo cuando una de las regiones enfrenta un shock asimétrico

McKinnon (1963) cuestionaba si un área con un cierto grado de apertura externa debiese elegir un tipo de cambio flexible hacia otras áreas o unirlas para pertenecer a un área monetaria más grande. Kenen (1969) trató con varios aspectos, incluyendo las complejas conexiones entre el dominio fiscal y el dominio monetario, si el dominio fiscal fuera más grande, se crearían dificultades. Señaló que las complejidades e ineficiencias producidas de tener dos o más monedas dentro de un solo dominio fiscal podrían explicar porqué raramente nos preguntamos si las regiones dentro de los países deberían tener monedas separadas.

Los tipos de cambio fijos predominaron a principios de los años 60. Si bien es cierto que para entonces la moneda nacional era considerada una necesidad, también existía la discusión de los tipos de cambio flexibles, lo que involucró directamente en el debate a Mundell con Meade y Friedman. Mundell planteó que si la defensa de los tipos de cambio flexibles de estos autores era correcta para relacionarse entre países, también debería serlo para las regiones de un mismo país multiregional como Estados Unidos y Canadá.

Durante el siglo XIX muchos países utilizaron patrones bimetálicos que funcionaron mientras los movimientos en los precios de mercado fueran pequeños, pero si los movimientos en el precio relativo de los dos metales del sistema eran lo suficientemente fuertes, las reservas de un país podían no alcanzar para reestablecer el equilibrio. Eventualmente la Revolución Industrial en Inglaterra y la Guerra Franco Prusiana serían los shocks que darían impulso a un cambio global del sistema.

Con la suspensión del Patrón oro durante la Primera Guerra Mundial, su mal restauración en la década de 1920 y su desaparición en 1930, los Bancos Centrales fueron paulatinamente tomando conciencia de sus responsabilidades como prestamistas de última instancia del sistema financiero. Durante la Segunda Guerra Mundial los países se prepararon para el establecimiento del nuevo sistema monetario internacional y se concretaron en los acuerdos de Bretton Woods, donde los tipos de cambio podían ajustarse en un caso de desequilibrio, se permitía el uso de controles para limitar los flujos de capital y se creaba un conjunto de instituciones destinadas a asegurar el funcionamiento del sistema, sin embargo este mecanismo tenía límites inevitables en un mundo politizado y cambiante.

Cuando el sistema de Bretton Woods colapsó en los años 70 las monedas empezaron a flotar aunque muchos países continuaron fijando su moneda a la misma que lo habían hecho antes. Desde la ruptura del sistema de Bretton Woods no se ha establecido un sistema global de tipos de cambio y los países han tratado de encontrar un régimen de tipo de cambio que sea el mejor para ellos.

Los nuevos escenarios políticos y económicos después de periodos de crisis económicas, aumento en las tasas de interés, la desaceleración del crecimiento del mundo industrial y la

crisis de la deuda para algunos países han intensificado en el ámbito internacional la discusión de regímenes adecuados de tipos de cambio, sobre todo cuando este funciona como instrumento de ajuste para muchos países. Hay una diferencia significativa entre el hemisferio occidental y Europa en el principal objeto de debate, en el primero la discusión es sobre los pros y contras de la Dolarización o los Consejos Monetarios mientras que en Europa es sobre la creación de un modelo de Unión Monetaria multilateral. Para conocer los beneficios o costos de adherirse a una de las tres opciones anteriores se debe tener un pleno conocimiento de las características de cada uno de ellos.

Junto con las primeras Uniones Monetarias del pasado, se desarrolló una escuela de pensamiento económico "*The British Currency School*" que desarrollaron las primeras ideas para establecer los Consejos Monetarios en Gran Bretaña., el primer intento exitoso de establecer un Consejo Monetario ocurrió en 1849 en la colonia británica de la Isla Mauricio, al este de la actual Madagascar en el Océano Indico. Después de algunos experimentos, el sistema de Consejo Monetario logró su forma madura ortodoxa. Éste fue un modelo para los Consejos Monetarios que se dieron después. Al inicio de 1930 los Consejos Monetarios se extendieron a las colonias británicas en África, Asia, el Caribe y en las islas del Pacífico.

Un Consejo Monetario es una autoridad monetaria que sirve como mecanismo para la creación de base monetaria que garantiza que un país no devaluará bajo ninguna circunstancia mientras siga ese régimen. Un CM maneja un sistema de tipo de cambio fijo y cambia sus billetes y monedas por una reserva extranjera a una paridad fija.

Los CM han existido en un número considerable de países independientes como diversos, en algunos casos se han utilizado para facilitar la transición de las economías que tenían un sistema centralmente planificado. Hong Kong es un ejemplo particular cuando se citan los beneficios de los CM, la evolución de su economía ha sido positiva pero tomando en cuenta otros factores. La otra cara de la moneda es el caso de Argentina que tuvo una experiencia desastrosa con un sistema similar al consejo monetario que demostró no tener las características de un CM ortodoxo.

La dificultad que los países comenzaron a enfrentar después del término del sistema de Bretton Woods para encontrar un tipo de cambio idóneo, obligaron a replantear la decisión de cual régimen monetario adoptar tomando en cuenta la apertura comercial y los mercados de capitales mundiales. Una de las soluciones más recientes a los problemas monetarios es la Dolarización oficial.

Un país dolarizado oficialmente es parte de una zona unificada de moneda con el país cuya moneda usa, llamado el país emisor. Un país dolarizado renuncia a una política monetaria independiente e “importa” la política monetaria del país emisor. Dentro de la zona de moneda unificada, el arbitraje –compra y venta para tomar ventajas de las diferencias de precios- tiende a mantener los precios de bienes similares dentro de un rango estrecho.

Un país dolarizado tiene una moneda común con el país emisor, pero no necesariamente un sistema financiero integrado. Para alcanzar una integración financiera, el país debe permitir a las instituciones financieras extranjeras competir con las nacionales.

Panamá es la economía dolarizada más grande con casi un siglo de experiencia con ese sistema. En muchas ocasiones se le considera como un “laboratorio” para entender como podría funcionar la dolarización en otras economías grandes. El sistema monetario-bancario panameño opera como si fuera un sistema macroeconómico de mercado competitivo, ya que su equilibrio monetario es el resultado de decisiones del sector privado, sin la intervención del gobierno o distorsiones. En un sistema con integración financiera, los cambios en los flujos externos son absorbidos substancialmente por el sector financiero, moderando el efecto en la cantidad de dinero, gastos y el tipo de cambio real.

En el caso ecuatoriano, la dolarización primero respondió a un proceso espontáneo, cuyo objetivo era evitar el deterioro del poder adquisitivo de la moneda local. La alternativa de política económica adoptada, buscó romper de manera definitiva la inestabilidad del mercado cambiario, reducir las presiones inflacionarias de origen monetario y cambiario, y modular favorablemente las expectativas de los agentes económicos a fin de dinamizar la actividad productiva, estimular las inversiones y propiciar un mayor ingreso de capitales del exterior. Sin embargo los resultados de la dolarización no han sido los esperados.

La Teoría de las Áreas Monetarias Óptimas, aún con algunas limitaciones, brinda una referencia analítica básica para el estudio de las uniones monetarias, ya que analiza las condiciones que deben reunir las economías que integran el bloque regional. Una unión monetaria es uno de los esquemas más completos y definitivos de coordinación de políticas macroeconómicas; ello implica el uso de una moneda común o un sistema de tipos de cambio irreversiblemente fijos.

La factibilidad de las uniones monetarias se analiza a través de una comparación de los beneficios y los costos de una zona extendida con uniformidad monetaria y donde prevalece la estabilidad. Mientras existe la visión general que los costos de cambiar moneda nacional por otras monedas, son una fuente de pérdida de bienestar que se puede eliminar a través de una unión monetaria cuando se intenta cuantificar estos costos de transacción, ellos son pequeños si se les compara con los riesgos e incertidumbre asociadas a la transición.

A lo largo del siglo XX se hicieron algunos intentos de Uniones Monetarias en Europa: la Colonia de Nueva Inglaterra, la Unión Monetaria Latina, y la Escandinava no prosperaron debido a políticas monetarias contrarias. Ya con las experiencias anteriores, la Unión Aduanera (Zolverein), la Zona del Franco y Bélgica-Luxemburgo pusieron los primeros cimientos para el establecimiento de la Unión Monetaria Europea.

En todo este debate acerca de los regímenes cambiarios Uniones Monetarias, Consejos Monetarios y Dolarización se han hecho propuestas para una Unión Monetaria de América del Norte en la región del TLCAN. Las propuestas han provenido de un grupo de empresarios y políticos mexicanos y de los principales académicos de Canadá y los Estados Unidos.

Las ventajas según esta idea, serían que México tendría tasas de inflación y de interés similares a las de Canadá y EU. Se evitarían las entradas y salidas bruscas de capital del exterior o al menos se aislaría a la economía de los efectos más dañinos que provocan y habría estabilidad financiera que permitiría un mejor desempeño de la economía en general.

Ya que la idea de una moneda única está en discusión, el siguiente paso es determinar si un acuerdo de esa dimensión es adecuado. La mejor forma de determinar su conveniencia es aplicando la Teoría de las Áreas Monetarias Óptimas a Canadá y México.

En las pasadas dos décadas, Canadá, Estados Unidos y México se han aproximado hacia una mayor integración en un periodo relativamente corto de tiempo con el Acuerdo de Libre Comercio entre Canadá y Estados Unidos a finales de los 80, seguido por el TLCAN que incluyó a México. Aunque los tres países presentan un grado de integración mayor con el paso de los años y la tendencia es a cumplir algunos aspectos de un área monetaria óptima, también es cierto que el buen desempeño de sus respectivos Bancos Centrales han logrado dar estabilidad al tipo de cambio, Para los tres países sus monedas son expresión de soberanía nacional, así que cualquier decisión de adoptar una moneda única solo será viable si es acompañada con profundos cambios políticos, por lo que parece un poco lejana la posibilidad de una Unión Monetaria de América del Norte.

* * *

CAPITULO I

LA TEORÍA DE LAS AREAS MONETARIAS ÓPTIMAS DE ROBERT MUNDELL

1.1 Antecedentes de la teoría

El principio de la idea comienza en el periodo de 1955-56, cuando Mundell escribía un documento para James Meade titulado: “*Ensayos sobre la teoría de los movimientos de capital*” y estaba completamente dedicado a aspectos como problemas de transferencias, condiciones de estabilidad, factor movilidad, costos de transportes etc. sin nada que ver con aspectos de tipos de cambio. Meade era un defensor de los tipos de cambio flexibles y aseguraba que los firmantes del Tratado de Roma habían logrado el equilibrio de la balanza de pagos dejando flotar los tipos de cambio.

Sin embargo, Mundell no comprendía por que los países en proceso de formar un mercado común tenían que cargar con una nueva barrera en forma de lo que consideraba “inciertos tipos de cambio flexibles”.

Milton Friedman como Meade, eran defensores de los tipos de cambio flexibles, por diferentes razones, Meade el *liberal socialista*, observó los tipos de cambio flexibles como un mecanismo para lograr el balance externo mientras la política monetaria trabajaba libremente para la planeación y ejecución de los objetivos nacionales. Friedman el *conservador liberal*, veía los tipos de cambio flexibles como una forma de deshacerse de los controles al comercio.

Había argumentado que un país afectado por las rigideces de los precios y los salarios debería adoptar tipos de cambio variables para mantener un balance interno y externo. Bajo tipos de cambio fijos con rigideces de precios y salarios, cualquier esfuerzo político para corregir desequilibrios de pagos internacionales produciría desempleo e inflación, mientras bajo tipos de cambio flexibles, los cambios eliminarían los desequilibrios de pagos sin demasiada carga de los ajustes reales. Ambos economistas estaban de acuerdo en que eran medios de alterar los salarios reales cuando las rigideces salariales provocarían de otro modo desempleo.¹

¹ Kawai, Masahiro, Optimum Currency Areas, en: Dictionary of Economics' and Finance, 1998. pp 740-742

La analogía que usaba fue que era más fácil poner los relojes atrás que cambiar los hábitos de la gente. Mundell pensaba que si en el caso de Estados Unidos ó Canadá que mantenían tipos de cambio flexibles, debiese haber tipos de cambio flexibles al interior de esos dos países multiregionales. Pero para tener tipos de cambio flexibles entre regiones del mismo país sería necesario tener más de una moneda.

La respuesta de Friedman fue que si el argumento de monedas regionales era correcto dentro de un país en particular, probablemente se volvería un asunto sin importancia mientras la economía nacional se volviera más integrada. El resultado fue que Mundell comenzó a pensar seriamente en la relación entre “regiones” y “países” en el contexto de sistemas monetarios.² Se comenzaba a hacer conciencia de las críticas al modelo clásico del comercio, basado en supuesto que los factores de producción eran móviles al interior pero inmóviles internacionalmente.

Influenciado por John H. Williams - que argumentaba que los factores no eran completamente móviles al interior de los países ni completamente inmóviles entre países³ - Mundell observó que la misma crítica que Williams había hecho a la teoría del comercio se podría aplicar a la teoría monetaria internacional y a la teoría de los tipos de cambio.

En 1957 Mundell regresa a dar clases en la Universidad de la Columbia Británica, ese mismo año presenta un documento en un seminario sobre problemas regionales y tipos de cambio. En dicho documento Mundell introduce la idea de que si la teoría de los tipos de cambio apoyada por James Meade y Milton Friedman fuera válida, se podría aplicar a la Columbia Británica y a otras regiones individuales al interior de Canadá.

El dólar canadiense, que en ese entonces era la única moneda flotante de un grupo de diez países no había ayudado a Canadá a escapar del ciclo de negocios de Estados Unidos. Si bien era cierto que había ayudado a estabilizar el corazón de la economía de Ontario y Quebec, no fue lo mismo para las regiones periféricas del oeste, el norte y las marítimas.

² Mundell utilizaba la palabra “región” para describir un mercado unificado, por eso decía que un área monetaria óptima era una región. En obras subsecuentes de AMO, especialmente en estudios recientes, “región” es usada para denotar unidades sub-nacionales.

Mundell notó que las uniones de trabajadores canadienses no eran independientes de las uniones de los Estados Unidos y aunque el dólar canadiense se había apreciado contra el dólar norteamericano; la expansión salarial no fue más lenta en Canadá que en los Estados Unidos. A partir de ese momento comienza el debate de los argumentos de los tipos de cambio flexibles.

En el periodo de 1958-59 desarrolló lo que hoy es conocido como el modelo “Mundell-Fleming” y presenta en la Universidad de Stanford un documento titulado “La Teoría del Ajuste Internacional y Unidades Monetarias Óptimas”. Esta fue la primera presentación pública de su modelo dinámico de balance interno-externo.⁴ En los dos años siguientes perfeccionó su teoría y ya solo tenía que decidir si llamarla “Unidades Monetarias Óptimas” ó “Áreas Monetarias Óptimas”.

Finalmente en septiembre de 1961 The American Economic Review publica el famoso artículo de diez páginas titulado: “A Theory of Optimum Currency Areas” (Una Teoría de las Áreas Monetarias Óptimas). Inmediatamente se provocó una reacción en cadena, con nuevas contribuciones extendiendo, mejorando, calificando y construyendo sobre el concepto. Con el paso de los años y debido a los desarrollos de la teoría macroeconómica la teoría ha sido modificada. Sin embargo, a pesar de los refinamientos la teoría pura sigue vigente hoy en día.

Para entender la Teoría de las Áreas Monetarias Óptimas debemos remitirnos a su nacimiento y su contemporánea teoría de los tipos de cambio. Fue producto de la macroeconomía keynesiana, la cual supone que los salarios y precios son fluctuantes y que la movilidad de capital es muy baja para ejercer alguna influencia en los objetivos de la política doméstica.

Bajo estos supuestos, utilizados por Meade y muchos otros, el tipo de cambio nominal determina el real, que a su vez determina el balance en cuenta corriente. Así, si un gobierno puede utilizar el tipo de cambio nominal para mantener el *balance externo* (es decir, el deseo de mantener un balance en cuenta corriente), mientras utiliza la política fiscal y monetaria para

³ La teoría del comercio internacional generalmente relaciona regiones con países a pesar de los trabajos de Bertil Ohlin y especialmente de Carl Versen quienes explicaron con detalle los movimientos de los factores.

⁴ Mundell. R.A. “The pure Theory of International Trade”, En: American Economic Review No 1 Marzo de 1960 pp. 68-110

mantener el *balance interno* (i.e. los niveles más altos de producción y empleo consistentes con la estabilidad de precios).

Mundell, como la mayoría de los macro economistas en 1961, conservaba la influencia Keynesiana de posguerra y la creencia que las políticas fiscales y monetarias nacionales podían generar exitosamente demanda agregada para compensar los choques al sector privado por el lado de la oferta y la demanda.

Apuntalado en esta creencia agrega el supuesto de las expectativas estacionarias, asumiendo que la gente aceptaba indefinidamente el nivel de precios doméstico vigente, tasa de interés, tipo de cambio (incluso si era flotante). Y subrayó –no sólo en su teoría de áreas monetarias óptimas sino también en el modelo Mundell –Fleming- la forma en que trabajaban la política monetaria y fiscal en una economía abierta.

Mundell mostró como el principio de la clasificación del mercado efectivo podría proveer de instrumentos monetarios y fiscales para mantener pleno empleo mientras se corregía la balanza de pagos. Asumiendo que los agentes privados no tratarían de anticipar movimientos futuros en el nivel de precios, tasas de interés, tipos de cambio e incluso en la política gubernamental.⁵

Además de la expectativas estacionarias, Mundell postuló que la movilidad del trabajo era restringida en dominios pequeños nacionales o incluso regionales, como en Europa oriental o a través de los países en desarrollo. Estos pequeños dominios podían experimentar los choques macroeconómicos diferencialmente, es decir, “asimétricamente”. En estas especiales circunstancias, Mundell ilustra las ventajas de los tipos de cambio flexibles en lo que se ha convertido en el paradigma de su texto clásico:

“Considere un simple modelo de dos entidades (países o regiones), inicialmente en pleno empleo y con balanza de pagos en equilibrio, y observe que pasa cuando el equilibrio es afectado por un cambio de demanda de artículos de B a los artículos de A. Suponga que los salarios y precios no pueden ser reducidos en el corto plazo sin provocar desempleo, y que las autoridades monetarias actúan para prevenir la inflación.....”

La existencia de más de un área monetaria (óptima) en el mundo implica tipos de cambio variables..... Si la demanda cambia de los productos del país B a los productos del país A, una depreciación en B o una apreciación en A corregiría el desbalance externo y mitigaría el desempleo en B y reduciría la inflación en A. Este es el caso más favorable para los tipos de cambio flexibles en un sistema basado en monedas nacionales.⁶

Sin embargo, él mismo explicaba que daba este argumento para ejemplificar los países que no eran áreas monetarias óptimas. Así, la teoría de las áreas monetarias óptimas llamó la atención tanto de monetaristas como de keynesianos y se convirtió en base analítica de los estudiosos de la macroeconomía abierta y sentó los cimientos que dieron lugar al análisis de si Europa Occidental podría establecer un mercado común con su relativa inmovilidad de fuerza de trabajo y si estaba lista para políticas monetarias uniformes.

1.2 La teoría tradicional de las áreas monetarias óptimas

Los textos pioneros por Mundell (1961), McKinnon (1963) además de Kenen, (1969), trataron de distinguir las propiedades económicas más importantes para definir un área monetaria óptima.

El texto tradicional de Mundell (1961) asienta que las crisis de balanza de pagos permanecerán como una característica del sistema económico internacional mientras se utilice el tipo de cambio, los salarios y el nivel de precios como instrumentos para corregir desequilibrios. Ya que usualmente se utiliza el tipo de cambio como un mecanismo donde la depreciación puede tomar el lugar del desempleo y una apreciación puede sustituir a la inflación cuando hay desequilibrios.

En el primero de seis apartados en su artículo que lleva por título “Áreas monetarias y monedas comunes”. Mundell plantea los beneficios que se pueden obtener dentro de un área monetaria que tiene una sola moneda que aquella que posee varias monedas individuales. Explica que un país que tenga su propia moneda implica tener un banco central (con facultades para emitir dinero) y con un potencial de medios de pagos inter-regionales elástico.

⁵ McKinnon. Ronald, “Mundell the euro and Optimum Currency Areas” Occasional Paper for Stanford university May 22 2000 pp 1-5

⁶ Mundell. R.A. “A Theory of Optimum Currency Areas” En. American Economic Review September 1961

Por el contrario un área monetaria que comprende de más de una moneda ningún banco central puede expandir sus activos sin el riesgo de perder reservas y la paridad cambiaria. En otras palabras, habrá diferencias entre el ajuste al interior de un área monetaria y en aquella que tenga una moneda individual.

Por lo anterior, un área monetaria óptima se refiere a un dominio geográfico óptimo teniendo como medios de pago una sola moneda o varias monedas en las cuales los tipos de cambio están inmutablemente fijos a otra moneda con ilimitada convertibilidad para ambas monedas y las transacciones de capital, pero los tipos de cambio fluctúan al unísono con el resto del mundo.

Óptimo se define en términos de fines macroeconómicos para mantener un balance interno y externo. El balance interno es logrado en el punto de equilibrio entre la inflación y el desempleo (si ese punto de equilibrio realmente existe), y el balance externo abarca tanto el equilibrio intra-área e inter-área de la balanza de pagos.

Como Mundell lo ilustra en el supuesto de dos entidades A y B, (regiones o países) con sus monedas individuales que inicialmente se encuentran en pleno empleo y con la balanza de pagos en equilibrio. Un cambio en la demanda de B hacia A provoca desempleo en B y presiones inflacionarias en A hasta el punto en que los precios se pueden incrementar para que a través del comercio internacional un poco de la carga del ajuste recaiga en B.

Pero si las restricciones de crédito son altas en A con el fin de evitar alzas a los precios, entonces la carga del ajuste sería para B; en este caso sería necesario una reducción en el ingreso real de B y si esto no es posible mediante los términos de intercambio –porque B no lo puede bajar y A no incrementará precios- lo que se genera es un decremento en las exportaciones de B por lo tanto desempleo.

Por el contrario si suponemos que estas entidades se encuentran dentro de una economía cerrada con una moneda única, supongamos ahora que los gobiernos nacionales persiguen una política de pleno empleo. En este caso, el cambio de demanda de B hacia A provoca desempleo en la región B y presiones inflacionarias en A. Para corregir el desempleo en B las

autoridades monetarias incrementan la oferta de dinero. La expansión monetaria, sin embargo, agrava la presión inflacionaria en A. Efectivamente, la principal forma en que la política monetaria es efectiva en corregir el pleno empleo en la región de déficit es incrementando los precios en la región superavitaria, cambiando los términos de comercio contra B.

En un área monetaria que comprende varias regiones o países con sus monedas individuales la fase de desempleo en los países con déficit es determinada por la voluntad de los países con superávit de permitir inflación en su economía. Por otro lado, en un área que comprenda varias regiones y una sola moneda, la fase de inflación es manejable a voluntad por las autoridades centrales permitiendo desempleo en las regiones con déficit.

Mundell argumenta que el desempleo puede ser evitado en la economía mundial si los bancos centrales acordaran que la carga del ajuste internacional cayera sobre los países superavitarios, los cuales aceptarían un margen de inflación hasta que el desempleo en los países deficitarios fuera eliminado; o se podría establecer un banco central mundial con facultades para crear medios de pago internacionales.

Sin embargo en un área monetaria de cualquier tipo no se puede prevenir el desempleo y la inflación entre sus miembros. Este problema no radica en el tipo de moneda o región, sino en el dominio de la misma, ya que el área monetaria no es el mundo. En el mundo real, las monedas son expresión de soberanía nacional, así que cualquier decisión de adoptar una moneda única solo sería viable si fuera acompañada de profundos cambios políticos.

El concepto de áreas monetarias óptimas fue desarrollado en el contexto de un debate sobre las cualidades relativas de los tipos de cambio fijos contra los tipos de cambio flexibles. Según Mundell un sistema flexible, para demostrar su factibilidad primero tendría que demostrar que:

- Un sistema internacional basado en tipos de cambio flexibles es dinámicamente estable después de tomar en cuenta las demandas especulativas.
- Las modificaciones a los tipos de cambio para eliminar los disturbios del equilibrio dinámico no son muy grandes como para provocar cambios violentos en las exportaciones e importaciones de las industrias competitivas.

- Los riesgos creados por los tipos de cambio variables pueden ser cubiertos a razonables costos en los mercados avanzados.
- Los bancos centrales se abstendrían de especulación monopólica.
- Se asegura la protección a deudores y acreedores manteniendo fluidos los movimientos de capital de largo plazo.
- Los salarios y ganancias no están atados a un índice de precios en las cuales las importaciones de productos tengan un peso importante.

La teoría de las áreas monetarias óptimas establece que si un país se encuentra en un avanzado grado de integración con el resto del mundo en transacciones financieras, movilidad de los factores y comercio de mercancías, los tipos de cambio fijos podrían conciliar el balance interno y externo más eficientemente que con tipos de cambio flexibles.

Consideremos un área que esta formada por un grupo de regiones (o países), luego se puede postular que, si los precios y los salarios (reales) son flexibles a través del área en respuesta a los cambios en las condiciones de oferta y demanda, las regiones en el deberían permanecer unidas por tipos de cambio fijos. Una completa flexibilidad de precios y salarios lograrían liberar los mercados y facilitar ajustes reales instantáneos a los disturbios que afectan los pagos inter-regionales sin provocar desempleo.

Por último, el ajuste real consiste de un cambio en la asignación de los recursos productivos y en la composición de los bienes disponibles para el consumo y la inversión. Los cambios requeridos en los precios relativos y salarios reales se cumplen con tales ajustes así, los tipos de cambio flexibles inter-regional (es decir, intra- área) se vuelven innecesarios.

Conectar las regiones por tipos de cambio fijos es benéfico para toda el área en su totalidad, porque fortalece la utilidad del dinero. El balance de pagos externo se mantiene por mantener unidas las monedas en el área y dejarlas fluctuar con el resto del mundo además de la flexibilidad de los precios y salarios internos.

Cuando los precios y salarios son inflexibles, la transición hacia un ajuste se puede asociar con desempleo en una región e inflación en la otra. En tal caso un tipo de cambio flexible entre las regiones podría asumir parcialmente el rol de flexibilidad de precios y salarios en el proceso de ajustes reales a los disturbios. Las siguientes medidas de integración en el mercado interno han sido propuestas como sustitutos de tipos de cambio flexibles y como garantía en el establecimiento de un área monetaria.

1.3 Factor integración de mercados

Mundell (1961) argumentó que un área monetaria óptima se define por el factor movilidad interno (incluyendo movilidad tanto inter-regional como inter-industrial) y el factor inmovilidad externo. La movilidad interna de los factores de producción puede moderar la presión o alterar el factor de precios en respuesta a los factores que afectan la oferta y demanda, así, la necesidad de variaciones en los tipos de cambio como un instrumento de cambio en el factor de precios reales es mitigado.

En este sentido, el factor movilidad es un sustituto parcial para la flexibilidad de precios y salarios, parcial porque el factor movilidad es usualmente bajo en el corto plazo. Por lo tanto, es más efectivo en facilitar el costo del ajuste real en el largo plazo para desequilibrios de pagos persistentes que en el corto plazo y desajustes temporales, los cuales son minimizados por la movilidad del capital financiero.

Así, el factor de integración de mercados permite al sistema de tipo de cambio fijo no interferir para mantener el equilibrio de pagos inter-regional, mientras se incrementa la utilidad del dinero dentro del área monetaria. El balance interno (punto de equilibrio entre inflación y desempleo) puede ser asegurado por políticas monetarias y fiscales, y el balance externo con el resto del mundo se logra por la flotabilidad de los tipos de cambio.

1.4 Factores a considerar para formar o no un área monetaria óptima

A continuación se enlistan algunas circunstancias que los países podrían considerar para no formar un área monetaria.

- Si se desea una tasa de inflación diferente a la tasa del área monetaria.
- Si se quiere utilizar al tipo de cambio como un instrumento de política de empleo, bajando o aumentando salarios.
- Si se desea utilizar al tipo de cambio para atraer empleo de otros países.
- En el caso de un país grande, que no quiera beneficiar a otro país no amistoso porque teme que la adhesión a un área monetaria complicará la forma de hacer su política monetaria.
- Si se quiere utilizar la expansión monetaria o los aumentos de impuestos para financiar gastos del gobierno y tener disciplina fiscal.
- El país, especialmente si es grande, no quiere sacrificar señoreaje y el uso de su dinero como un medio de pago internacional.
- Si los gobiernos quieren utilizar el señoreaje para esconderlo o utilizarlo para crear un fondo de uso personal en una dictadura corrupta o un gobierno democrático ingenuo.
- Un tipo de cambio fijo puede diferir de los objetivos del banco central que tiene un mandato constitucional para la estabilidad de precios.
- La unión monetaria con uno o varios países podría generar conflictos de soberanía nacional que es un símbolo vital de independencia.
- Se quiere optimizar la denominación monetaria apropiada para su ingreso per cápita.
- Se prefiere mantener independencia monetaria para utilizar la expansión de dinero o impuestos en un caso de guerra.
- Se desea mantener la discreción en las estadísticas, como cuando la Unión Soviética optó por mantenerse fuera del FMI y obligó a los países periféricos a hacer lo mismo.
- No existe un liderazgo político ni económico capaz de mantener un sistema de tipo de cambio fijo en equilibrio.
- Las autoridades políticas no pueden lograr el balance fiscal, crear confianza en la permanencia del equilibrio presupuestal o en la viabilidad de los tipos de cambio fijos.

- Los posibles socios son políticamente inestables y tienden a atacar a algún país con la mínima agresión.
- El país vecino es demasiado pobre como para compartir los beneficios de una unión monetaria.
- No se quiere aceptar el grado de integración que implica un acuerdo tal como la movilidad del trabajo, políticas monetarias y fiscales comunes o la legislación fiscal.

Por otro lado, si un país desea formar un área monetaria tendría las siguientes razones:

- Si se desea ganar la tasa de inflación del AMO
- Reducir los costos de transacciones en el comercio con un país más grande.
- Evitar los costos de emitir y mantener una moneda nacional.
- Participar en un área con alto poder de compra.
- Establecer un ancla política, un punto fijo donde se puedan establecer las expectativas económicas.
- Eliminar la discrecionalidad monetaria y fiscal de las autoridades.
- Formar un mecanismo automático para reforzar la disciplina política fiscal y monetaria.
- Tener un colchón multinacional contra los shocks externos.
- Participar plenamente y en términos iguales en los centros financieros y capitales comerciales de la unión.
- Establecer un bloque económico poderoso contra el dominio de vecinos fuertes.
- Crear una moneda internacional competitiva como rival del dólar y ganar en lugar de pagar señoreaje
- Participar en la formulación de una reforma financiera y un sistema monetario internacional.⁷

⁷ Mundell A, Robert, "Updating the Agenda for Monetary Union", en: Optimum Currency Areas, Blejer, Frenkel, Razin, International Monetary Found. 1997.

1.5 Extensiones del modelo inicial en los años sesenta: Mckinnon, Kenen

Integración del mercado de bienes.

McKinnon (1963) cuestionaba si un área con un cierto grado de apertura externa debiese elegir un tipo de cambio flexible hacia otras áreas o unir las para pertenecer a un área monetaria más grande. En efecto, en economías abiertas, gran cantidad de bienes son comerciables, por lo que el aumento del tipo de cambio se traslada con facilidad a precios domésticos, reduciendo el impacto sobre los precios relativos.

El caso extremo es el de una economía pequeña y abierta, en la que todos los bienes son comerciables, en donde cualquier devaluación se pasa a precios domésticos inmediatamente. En el extremo opuesto, está el caso de una economía grande y cerrada como es el caso de los Estados Unidos, el efecto de la devaluación es limitado dada la capacidad de la economía en influir sobre el precio internacional. En resumen, que un país pueda usar el tipo de cambio como herramienta de ajuste de precios relativos depende de la capacidad de este de influir en sus términos de intercambio.

Un modelo simple.

Suponga que $X1$ son productos comerciables y $X2$ no comerciables y que juntos suman un gran porcentaje de productos consumidos domésticamente. Suponga también que un tipo de cambio flexible es utilizado para mantener el balance externo. El precio del producto no comerciable, $X3$, es mantenido constante en términos de la moneda doméstica.

El tipo de cambio variará los precios domésticos de $X1$ y $X2$ directamente por el monto del cambio. Así, si la moneda local es devaluada en un 10 por ciento, el precio doméstico de $X1$ y $X2$ se incrementará en 10 por ciento y así se incrementa un 10 por ciento relativo a $X3$. La racionalidad de tal política es que la producción de $X1$ y $X2$ debería incrementarse, y el consumo de $X1$ y $X2$ declinar, mejorando la balanza de pagos.

Es claro que las fluctuaciones externas del tipo de cambio, responden al cambio de demanda de importaciones y exportaciones y no son compatibles con la estabilidad de precios internos para una economía muy abierta

Supongamos que el área se encuentra abierta hacia el exterior y que los productos comerciables representan una gran parte de productos consumidos. Luego el tipo de cambio respecto a otras áreas no es efectivo en la corrección de los desequilibrios de la balanza de pagos, porque cualquier cambio en el tipo de cambio podría ser compensado por cambios en los precios sin impactos significantes en los términos de comercio o salarios reales.

El área es muy pequeña y abierta al exterior como para que los instrumentos de corrección sean potentes, aunque los beneficios operan en dirección de restaurar desequilibrios de pagos. Entonces el área encontraría benéfico aplicar políticas de reducción de gasto para llegar al equilibrio y estabilidad de precios con un tipo de cambio fijo.

Cuando un área se encuentra relativamente cerrada con el resto del mundo, debería fijar su moneda para restaurar la liquidez y el valor del dinero, además de asignar un tipo de cambio flexible para un balance externo. El tipo de cambio flexible es efectivo porque provoca los cambios deseados en los precios relativos de los productos comerciables y salarios reales.

Este postulado fue posteriormente ampliado usando el modelo Mundel-Fleming, comparando tres regímenes de tipos de cambio: tipos de cambio fijos, tipos de cambio flotantes con una política monetaria orientada a estabilizar el ingreso, y los tipos de cambio flotantes con una regla de oferta monetaria fija. Los resultados concluyeron que el costo de fijar el tipo de cambio ante la presencia de shocks externos se incrementa a medida que aumenta el grado de apertura económica.

El factor movilidad

Para McKinnon la idea del factor movilidad tiene dos sentidos: factor movilidad geográfico entre regiones y factor movilidad entre industrias. Los acuerdos monetarios implican un cambio en el factor movilidad, así el punto del factor movilidad tiene que ser considerado *ex post*. Una vez que se han considerado los problemas del factor movilidad entre industrias, no sería conveniente rebanar el mundo en áreas monetarias a lo largo de grupos industriales en lugar de agrupaciones regionales.

Sin embargo un tamaño geográfico óptimo existe incluso cuando solo se ha considerado un Inter-industrial factor movilidad. Si consideramos un caso especial de factor movilidad entre regiones, cada una con sus propias industrias especializadas. Supongamos que hay un aumento en la demanda de productos de la región A y una disminución en la demanda de los productos de B. El valor de los productos marginales de los factores de producción potencialmente móviles en la región B en industrias de tipo B caerá, y se incrementará en la región A con industrias tipo A.

Ahora si existe la posibilidad de desarrollar o extender las industrias de tipo A hacia B, entonces la necesidad del factor movilidad entre A y B no será mayor. La existencia de movilidad laboral entre regiones puede ser aceptada a través de acuerdos monetarios dando a ambas regiones sus propias monedas, permitiendo mayor flexibilidad en permitir a cada área perseguir políticas fiscales y monetarias para lograr estabilidad interna. Por otro lado, si B no se puede desarrollar tan fácilmente al nivel de las industrias tipo A, entonces los movimientos de los factores sólo servirán para prevenir una caída grande de ingreso del factor potencialmente móvil en B.

En un mundo donde los patrones de comercio no son perfectamente estables, existirá siempre el problema de cambio en el patrón mundial del uso de recursos entre varias industrias para mantener el balance externo.

1.6 Las aportaciones de Peter Kenen

Un considerable cuerpo literario se ha desarrollado para explicar la influencia de los disturbios macroeconómicos cíclicos y el debate de los tipos de cambio fijos vs flexibles, usualmente con respecto a la política de estabilización. La mayoría de esta literatura se enfoca en el aspecto de los tipos de cambio al interior de un área monetaria en lugar de un punto de vista global.

Kenen (1969) trato con varios aspectos, incluyendo las complejas conexiones entre el dominio fiscal y el dominio monetario, si el dominio fiscal fuera más grande, se crearían dificultades. Señaló que las complejidades e ineficiencias producidas de tener dos o más monedas dentro de

un solo dominio fiscal podrían explicar porqué raramente nos preguntamos si las regiones dentro de los países deberían tener monedas separadas.

También argumentó que un sistema fiscal que abarca varias regiones puede contribuir al balance interno y compensar en parte la desventaja macroeconómica de tener un área monetaria que abarca varios mercados de trabajo.

El argumento de la diversificación de la economía

Kenen argumentó que las regiones que son altamente diversificadas en producción son mejores candidatos para fijar su moneda a un país o región vecina que es más especializado en producción. Además, los tipos de cambio flexibles fluctúan menos en una economía diversa que en una con menor diversificación, los postulados de Kenen se pueden resumir en tres puntos

Primero, una economía diversificada no tendrá que enfrentar grandes cambios en su tipo de cambio real como sería en el caso de una economía con un solo producto. Aunque cada una de sus exportaciones puede ser objeto de shocks, ya sea debido a cambios en la demanda externa o en la tecnología. En algún punto del tiempo, una economía puede enfrentar algún revés en sus exportaciones al mismo tiempo que puede tener éxito. Si la economía es diversa, sus exportaciones agregadas serán más estables que en la que no lo es.

Segundo, cuando una economía experimenta una caída en la demanda de sus principales productos de exportación, el tamaño del cambio requerido en su tipo de cambio real dependerá de su grado de diversificación. En una economía completamente especializada, los trabajadores que pierden su empleo debido a la caída en las exportaciones no tienen en donde emplearse, y el tipo de cambio tiene que cambiar completamente para compensar la caída en la demanda. En una economía de dos productos, con un producto para exportación y uno para competir al interior, el tipo de cambio no necesita un cambio drástico para compensar la caída de las exportaciones; una depreciación de la tasa real estimulará la demanda del producto que se consume al interior.

Tercero, los vínculos entre la demanda doméstica y externa, especialmente entre las exportaciones y la inversión, son más débiles en una economía no diversificada. La caída de la producción y el empleo provocada por una caída en la demanda de una de sus exportaciones no será amplificada debido a la correspondiente caída en la formación de capital agregada.

1.7 Formalizaciones posteriores en los noventa: Bayoumi y Ricci

Tamim Bayoumi (1994) presenta un modelo de áreas monetarias óptimas en la cual el mundo esta configurado por un número de diferentes regiones, cada una especializada en la producción de un bien en particular. Además los salarios permanecen rígidos en periodos de baja demanda. El modelo, sin embargo, no tiene un rol explícito para los activos financieros o política gubernamental. Cada región puede elegir tener una moneda separada o unirse a una unión monetaria.

Luca A. Ricci (1997) presenta un modelo de dos países que captura los argumentos reales sugeridos por la teoría tradicional de las áreas monetarias óptimas en un modelo simple con rigideces nominales. Al modelo ricardiano de dos países, dos productos incorporó preferencias aleatorias en productos y moneda, tipos de cambio, costos de comercio y rigideces nominales.

Se supone que las preferencias difieren en los dos países para investigar como el grado de apertura y asimetría de los shocks afectan el deseo de formar una unión monetaria. Los shocks en la oferta de dinero generados por las autoridades reflejan la tolerancia nacional a la inflación. Sin embargo, las autoridades monetarias no permiten políticas discrecionales que les permitirían contrarrestar los shocks en la demanda de dinero.

El modelo es resuelto para los casos de movilidad e inmovilidad laboral. El análisis, sin embargo, es estático y no contempla la existencia de capital. La pérdida de las funciones de las autoridades en ambos países, depende de las tasas de desempleo, la tasa de inflación y el peso muerto de los costos de transacciones medidos en términos de empleo.

El modelo genera una versión extrema de la curva de Phillips, horizontal bajo el pleno empleo y vertical una vez que el pleno empleo es alcanzado. Bajo una unión monetaria, los dos países adoptan la misma moneda y los costos de transacciones desaparecen.

Los beneficios netos de participar en una unión monetaria se incrementan con lo siguiente.

- Existe correlación de shocks reales entre países.
- El grado de ajuste que proveen los instrumentos de política fiscal y por la movilidad internacional del trabajo, como mecanismo de ajuste sustituto del tipo de cambio.
- La diferencia entre la tendencia inflacionaria de las autoridades domésticas y las de la unión monetaria.
- La variabilidad de los shocks monetarios domésticos, mientras parte de esos shocks son transmitidos a los otros países de la unión.
- El tamaño del peso muerto y la pérdida de eficiencia eliminada a través de la adopción de una moneda única.
- Otros factores, sin embargo, tienden a disminuir los beneficios netos de participar en una unión monetaria, incluyendo:
 - La variabilidad de los shocks reales, mientras esos shocks generen ajustes costosos en la unión monetaria.
 - La variabilidad de los shocks monetarios internacionales.
 - La correlación de shocks monetarios entre países, mientras estos disminuyan la posibilidad que los shocks se neutralicen uno a otro en una unión monetaria.

El único resultado del modelo de Ricci es que el efecto de la apertura en los beneficios netos es ambiguo, en contraste con el argumento usual de McKinnon en el que las economías más abiertas son mejores candidatos para formar una unión monetaria.

Un incremento en la apertura aumenta el beneficio de eliminar los costos de transacción. Implica también que los precios serán más flexibles en presencia de shocks externos, ya que incluye una participación más grande en los productos importados. Consecuentemente, los cambios en el tipo de cambio nominal son menos críticos para el ajuste del tipo de cambio real.

CAPITULO II

ANTECEDENTES HISTÓRICOS DE LOS REGÍMENES CAMBIARIOS

2.1 El surgimiento y evolución de las disparidades cambiarias

Si bien las monedas acuñadas a partir de metales preciosos se conocen desde la antigüedad, sólo en la edad media surgieron sistemas de intercambio basados en patrones metálicos. El metal más común era la plata, dado que su valor de mercado se prestaba para acuñar monedas de dimensiones convenientes para las transacciones cotidianas. Sin embargo, diversos países utilizaron sistemas bimetalicos e incluso trimetalicos. Sólo a partir de 1870 se puede decir que la mayor parte del comercio mundial se estableció sobre un patrón de oro, aunque se generaliza a partir de 1849 y dura hasta 1914.

Durante el siglo XIX, muchos países utilizaron patrones bimetalicos, donde la casa de moneda estaba dispuesta a acuñar dos metales preciosos distintos. La paridad de acuñación para cada uno de dichos metales establecía un precio relativo entre ambos, que no necesariamente era el precio de mercado.

Si el precio relativo de mercado entre la plata y el oro difería del precio implícito de la casa de moneda, aparecían oportunidades de arbitraje. Si por ejemplo, el mercado pagaba dieciséis onzas de plata por onza de oro, un arbitro podría ingresar con quince onzas y media a Francia, cambiarlas en la casa de moneda por una onza de oro, cambiar esa onza de oro por dieciséis onzas de plata en el mercado y obtener así media onza de plata de ganancia. En el proceso, se habría importado plata y exportado oro de Francia.⁸ Debido a la acción de los árbitros, el país se ve entonces inundado por el metal sobrevaluado por la casa de moneda mientras que el metal subvaluado es exportado.

Mientras los movimientos en los precios de mercado fueran pequeños, el sistema bimetalico de un país podía mantener ambos metales en circulación. Si debido a un alza del precio del oro en el mercado internacional, este se tornaba subvaluado en la casa de moneda, la plata era

⁸ Nótese que en este caso, la plata está sobrevaluada por la casa de moneda respecto al mercado. La casa de moneda paga un quinceavo y medio de onza oro por cada onza de plata, mientras el mercado paga una cifra menor, es decir un dieciseisavo de onza de oro.

extraída de los mercados internacionales y canalizada al país con sistema bimetálico, mientras que el oro era exportado del país e introducido en el mercado internacional. De esta manera, el oro se tornaba abundante en el mercado y su precio caía, restableciendo el equilibrio.

Si los especuladores anticipaban la caída del precio del oro por efecto de la actuación del sistema bimetálico, vendían anticipadamente sus tenencias de oro para evitar pérdidas deprimiendo el precio aún antes que las casas de moneda interviniera. En este caso la especulación tenía un efecto estabilizante.

Sin embargo, si los movimientos en el precio relativo de los dos metales del sistema eran lo suficientemente fuertes, las reservas de un país podían no alcanzar para restablecer el equilibrio.⁹

2.2 El uso tan extenso del bimetalismo

Una teoría sostiene que no existía un metal cuyas características físicas lo hicieran idóneo para acuñar todas las monedas necesarias para el comercio. El oro era demasiado liviano para las transacciones cotidianas, al tiempo que la plata era demasiado pesada para manejar grandes cantidades de dinero. Si bien una solución hubiera sido acuñar moneda fiduciaria, hasta fines del siglo XIX no existía una tecnología que tornara su falsificación lo suficientemente difícil como para no exponerse a los grandes fraudes.

Eichengreen¹⁰ sostiene que la vigencia del sistema bimetálico se debió a los beneficios que un país obtenía por operar en el mismo patrón que sus socios comerciales. Mientras los principales países mantuvieran un sistema bimetálico, los demás no tendrían incentivos para adoptar sistemas distintos. Eventualmente la Revolución Industrial en Inglaterra y la guerra Franco-prusiana serían los shocks que darían impulso a un cambio global del sistema.

⁹ Así en 1717, cuando Sir Isaac Newton, como "Director de la Casa de Moneda", fijó un precio demasiado bajo para la plata en términos del oro, Inglaterra observó como sus reservas de plata eran exportadas y el país quedaba de facto en un patrón oro, y se dice que es aquí cuando Inglaterra adopta el patrón oro.

¹⁰ Eichengreen, B.1996 "Contagious Currency Crises" en: CEPR Discussion Paper No. 1453

En la segunda mitad del siglo XIX, los sistemas bimetálicos comenzaron a encontrarse bajo presión. La diferencia en la fineza de la moneda acuñada requirió acuerdos entre los bancos centrales; así en 1865, Bélgica, Italia, Francia y Suiza crearon la Unión Monetaria Latina. Sin embargo la guerra Franco-prusiana pronto obligó a los principales países europeos, excluyendo a Inglaterra, a suspender la convertibilidad.

2.3 Como funcionaba el patrón oro

La mejor descripción del funcionamiento del patrón oro sigue siendo el mecanismo de David Hume. Un país que se enfrenta a un déficit comercial sufriría una salida de oro; su base monetaria se contraería, reduciendo su nivel de precios. Esto aumentaría su competitividad internacional y se equilibraría la balanza de pagos.

El modelo original de Hume no tenía en cuenta los movimientos de capital y predecía grandes movimientos de dinero metálico, que no se verificaban en la práctica. El comité Cunliffe mostró como una simple extensión, admitiendo el movimiento de monedas nacionales y reservando para los bancos centrales el rol de las casas de cambio, los movimientos de capital tenían exactamente el mismo efecto que los movimientos de bienes.

Por otra parte, los bancos centrales podían prevenir los movimientos de metal aumentando la tasa de descuento ante la inminencia de un déficit y reduciendo la base monetaria antes que la salida de oro lo hiciera¹¹.

Los bancos centrales, aunque imperfectamente aislados de las presiones políticas, no tuvieron problemas en mantener la confianza en el patrón oro hasta la Primera Guerra Mundial, aún cuando violaran ampliamente las “reglas del juego”. Detrás de esta confianza estaba el compromiso creíble de los gobiernos de mantener el valor de la moneda y la “solidaridad internacional reinante”.

¹¹ Este comportamiento fue bautizado por Keynes como “jugar según las reglas del juego”. Sin embargo, la evidencia empírica muestra que las reglas del juego casi nunca eran respetadas. Esto se debe a que los bancos centrales se encontraban en un ambiente de competencia con los demás bancos de sus respectivos países, por lo que un aumento de la tasa de descuento los hubiera privado de su cartera de clientes.

Antes de 1914 la situación política de los distintos países no dejaba lugar a dudas respecto del compromiso de mantener el valor de la moneda. Cuando se producían fluctuaciones en la moneda, los inversores reaccionaban de forma estabilizante. Si el tipo de cambio se depreciaba hacia el punto de exportación del oro, los inversores, anticipando que el banco central intervendría para fortalecer el tipo de cambio, se posesionaban en moneda local, contribuyendo así a la estabilización.

Esta especulación estabilizante daba al banco central espacio de maniobra, permitiéndole en el corto plazo intervenir contra las reglas del juego para minimizar los efectos de las fluctuaciones monetarias sobre el nivel de ingreso y de empleo.¹²

Dado que en cada momento del tiempo el stock de oro estaba dado, el flujo internacional de reservas debía sumar cero. De esta manera, el oro ganado por un banco central era perdido por otro (sí las tenencias privadas se mantenían constantes). Si un banco central aumentaba la tasa de interés para ganar reservas, los demás harían lo propio para evitar perderlas.

El resultado sería un aumento generalizado de tasas sin variación en los niveles de reservas. Para evitar este tipo de comportamientos surgió la necesidad de coordinar las políticas de los distintos bancos centrales. En forma casi automática, los ajustes necesarios se hicieron siguiendo al Banco de Inglaterra, que señalaba la necesidad del ajuste con los movimientos de su tasa, que eran seguidos por los demás bancos. Las crisis financieras que ocurrieron en ese periodo pusieron a prueba la capacidad de los bancos centrales de actuar simultáneamente como guardianes del valor de la moneda y prestamistas de última instancia para el sistema financiero.

2.4 Prestamista de última instancia

Durante las últimas décadas del siglo XIX los bancos centrales fueron paulatinamente tomando conciencia de sus responsabilidades como prestamistas de última instancia del sistema financiero.

El dilema planteado por el patrón oro era que ante una crisis financiera las reglas del juego obligarían al banco central a reducir la base monetaria, mientras que la función de prestamista de última instancia implicaría inyectar crédito en el sistema financiero. La credibilidad en el objetivo de largo plazo de mantener la paridad proveía ayuda a los bancos centrales, al tiempo que inyectaba crédito en el sistema. Los especuladores, confiados en que la paridad sería mantenida, compraban la moneda del país en crisis para aprovechar la posterior depreciación.

Existían también cláusulas de escape: ante circunstancias de dominio público ajenas a la voluntad de los bancos centrales, estos podrían permitir que la moneda se depreciara más allá de los puntos oro o dejar que sus reservas por debajo del mínimo estatuario sin que su reputación se viera dañada.

Bajo un sistema de patrón oro el banco central fijaba la paridad entre el oro y la moneda acuñada. Las paridades de los distintos bancos centrales implicaban distintos tipos de cambio entre las monedas, determinados por su contenido metálico. El tipo de cambio entre dos monedas, sin embargo, podía variar en torno a la paridad sin que se produjeran movimientos internacionales de metal. Esto se debía a los costos de transporte del oro y a los costos de transacción internacionales. Supongamos que las paridades de los bancos centrales de Francia e Inglaterra implicaban un determinado tipo de cambio entre francos y libras. Si el tipo de cambio de la libra se depreciara por un exceso de demanda de francos o un exceso de oferta de libras, la tendencia sería a comprar libras baratas, cambiarlas por oro en el banco de Inglaterra, llevar el oro a Francia y hacerlo acuñar, y con los francos obtenidos volver a comprar libras.

2.5 El período entre guerras

Con el advenimiento de la primera guerra mundial el patrón oro se suspendió y los países beligerantes suspendieron la convertibilidad y utilizaron el oro para adquirir provisiones, especialmente a Estados Unidos. El comercio se interrumpió y las inversiones que no se explotaban fueron rematadas o expropiadas. Cuando la guerra terminó en Europa occidental en 1918,¹³ América era aún fuerte bajo el régimen del patrón oro. Los Estados Unidos volvieron al patrón oro en 1919.

¹² Dicha intervención era posible porque no se cuestionaba la vigencia de la paridad en el largo plazo.

¹³ Hay que recordar que los países de Europa oriental continuaron en guerra hasta entrar en la década de 1920.

En 1920 algunos países permitieron que sus monedas tuvieran cierta flexibilidad en el tipo de cambio. La deflación estaba en el aire a finales de los años 20's con la caída de los precios de productos agrícolas y materias primas. La caída de Wall Street 1929 fue otro síntoma y la deflación generalizada comenzó en 1930. La inflación permaneció en niveles bajos durante el periodo de duración del patrón oro y el la transición a los acuerdos de Bretton Woods, sin embargo, los periodos de guerra se caracterizaron por las hiperinflaciones.

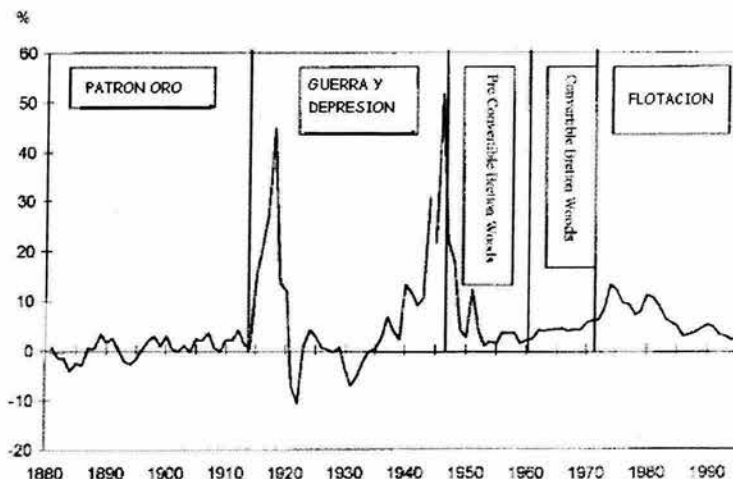
Cuadro No 1

DEFLACION EN PORCENTAJE POR PAÍS, DE SEPTIEMBRE DE 1929 A SEPTIEMBRE DE 1931*	
Japón	40.5
Holanda	38.1
Bélgica	31.3
Italia	31.0
Estados Unidos	29.5
Reino Unido	29.2
Canadá	28.9
Francia	28.3
Alemania	22.0

Fuente: U. S. Bureau of Foreign and domestic Commerce, *Commerce Reports*, November 9, 1931, citado por Mundell en: *American Economic Review*, Junio 2000.

*Mes en que Gran Bretaña abandono el patrón oro.

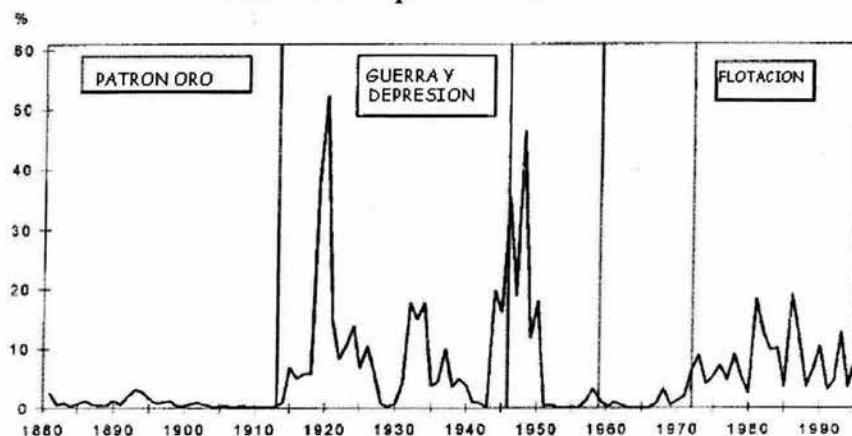
Gráfica No 1
Inflación 1881-1995*



Fuente: Bordo, D, Michael, Exchange Rate Regime Choice in Historical Perspective, IMF, Working Paper No 160, 2003. p.11

*Serie de 14 países desarrollados.

Gráfica No 2
Volatilidad del tipo de cambio: 1881-1995*



Fuente: Bordo, D. Michael, Exchange Rate Regime Choice in Historical Perspective. IMF, Working Paper No 160, 2003. p. 10

*Serie de 14 países desarrollados.

A mediados de esa década, Gran Bretaña intentó restablecer el patrón oro adoptando la paridad que tenía la libra esterlina antes de la guerra. Sin embargo, esa acción provocó la sobrevaluación de la libra causando dificultades de pagos para Gran Bretaña que dejó el patrón oro en 1931.

Con la tremenda caída de la actividad económica en los años 30's la crisis de pagos alcanzó a otros países. Los Estados Unidos abandonan el anterior régimen de cambio en 1933 y regresa en 1934. Los gobiernos estaban desesperados por encontrar compradores para sus productos domésticos y los hacían parecer más baratos vendiendo su moneda nacional a un precio menor que el real, tomando ventaja de las naciones que los vendían a precios reales.

Esta práctica conocida como "devaluación competitiva" no era mas que una venta al por menor a través de una devaluación similar de sus rivales en comercio. Debido a la incertidumbre del valor del dinero, las naciones aprovisionaban oro y otras monedas que podían ser convertidas en oro mediante el comercio con otras naciones.

Estas acciones condujeron a grandes reducciones en el volumen y valor del comercio internacional. Estas medidas de alguna forma empeoraron la “Gran Depresión” y el bajo nivel de actividad económica continuó durante toda la década repuntando con el comienzo de la Segunda Guerra Mundial con un replanteamiento del sistema monetario internacional.

2.6 El sistema de Bretton Woods

Durante el periodo de la Segunda Guerra Mundial los países aliados se preparaban para la reorganización del sistema monetario internacional, que se condensaban en dos planes rivales presentados por el norteamericano Harry Dexter White y por el británico John Maynard Keynes. Eventualmente, dichos planes se fusionaron (con la posición norteamericana prevaleciendo) en los Artículos de Acuerdo del FMI conocidos como los acuerdos de Bretton Woods.

El sistema de Bretton Woods se diferenció del patrón oro en dos aspectos fundamentales:

- Los tipos de cambio fijos podrían ajustarse en caso de un desequilibrio, se permitía el uso de controles para limitar los flujos de capital que pudieran resultar desestabilizantes y se creaba un conjunto de instituciones destinadas a asegurar el buen funcionamiento del sistema.
- El Fondo Monetario Internacional no tuvo la fuerza política ni económica para controlar el comportamiento de los países miembros. Por otra parte, los países con desequilibrios en sus balanzas de pagos no tenían incentivos para realizar el ajuste y estiraban los controles de capital hasta su punto de ruptura.

El FMI había sido creado para controlar problemas temporales en sistemas de convertibilidad; en un mundo de déficits permanentes y monedas inconvertibles, su eficacia era muy reducida. El sistema de Bretton Woods creció en forma asimétrica. El dólar fue la única moneda convertible en oro, al tiempo que los demás países la acumularon. Esta modalidad permitió a los Estados Unidos expandir su base monetaria sin sufrir inflación, aunque pronto dos problemas fundamentales del sistema se hicieron evidentes: el surgimiento de los países del tercer mundo y los cambios en el ambiente económico.

A principios de los 60 ya se percibía la necesidad de modificar el sistema para reflejar el nuevo equilibrio internacional. Su antecedente fue el retorno a la convertibilidad de cuenta corriente en 1958, los controles de capital que habían sido una de las piezas claves del sistema en su primera década de existencia, se volvieron cada vez menos efectivos.

El peso del ajuste debería caer en modificaciones de las paridades, Pero los términos que los artículos de acuerdo fijaban para ponerlas en práctica forzaban a los gobiernos a defender sus tipos de cambio hasta el final o enfrentarse a una crisis política interna.

La primera lección que nos deja el sistema de Bretton Woods es la ineficacia de los tipos de cambio ajustables y la dificultad de mantener un sistema de tipos de cambio fijos en presencia de alta movilidad de capitales.

La segunda enseñanza es que el sistema funcionó gracias a la extensiva cooperación internacional, que se fortaleció por ser parte de acuerdos más amplios de cooperación política y militar. Los países de monedas fuertes sostenían al dólar a cambio de que los Estados Unidos corrieran con la mayor parte de los gastos de la guerra fría.

La tercera lección es que el sistema tenía límites, inevitables en un mundo politizado. Y si bien los controles de capital proveían a los gobiernos de un cierto espacio de maniobra, los incentivos estaban diseñados de tal forma que los gobiernos probaban la resistencia de dichos límites una y otra vez.

2.7 El nuevo debate de los tipos de cambio fijos vs. flexibles

La modificación de los tipos de cambio fijos a los flexibles ha sido gradual. Cuando el sistema de Bretton Woods cayó en los años setenta las monedas empezaron a flotar. Al principio, la mayoría de los países desarrollados continuaban fijando sus tipos de cambio a una moneda más fuerte, usualmente el dólar estadounidense o el franco francés, o a una canasta de monedas. En 1975, por ejemplo, 87% de los países en desarrollo tenían algún sistema de tipo de cambio fijado a otra moneda, en 1996 esta proporción había caído por abajo del 50%. Cuando el tamaño relativo de las economías es tomado en cuenta, el cambio se vuelve más pronunciado.

Desde la ruptura del sistema de Bretton Woods no se ha establecido un sistema global de tipo de cambio, así, los países han tratado de encontrar un régimen de tipo de cambio que sea el mejor para ellos. De acuerdo a una clasificación del Fondo Monetario Internacional del año 2002, de 185 economías enlistadas, 51 son clasificadas con un tipo de cambio flotante, 45 con un tipo de cambio fijo (consejos monetarios, uniones monetarias) y 89 con regímenes intermedios, este último se compone de 30 economías con una moneda única fijada a otra, 13 economías fijadas a una compuesta, 5 fijadas a una banda de deslizamiento, 7 con banda horizontal, 7 con bandas de deslizamiento y 7 con flotación controlada.

Las condiciones que han conducido a los países hacia una flexibilidad mayor de los tipos de cambio varían ampliamente; Así como el cambio no fue repentino. Cuando el sistema de tipos de cambio fijos de Bretton Woods cayó en 1973, muchos países continuaron fijando su moneda a la misma que lo habían hecho antes, a menudo por simples antecedentes históricos.

Fue solo después, cuando la mayoría de las monedas cambiaba de valor que los países deciden abandonar la fijación a una sola moneda. Muchos países que tradicionalmente se fijaban al dólar de Estados Unidos por ejemplo, adoptaron una canasta de monedas en la primera mitad de los años ochenta, en gran parte debido a que el dólar era apreciado rápidamente.¹⁴

¹⁴ Clarida, R y J. Galí. 1994. "Sources of real exchange rate fluctuations" NBER working paper No 4658

Otro elemento clave fue la rápida aceleración de la inflación en la mayoría de los países desarrollados durante los ochenta. Los países con tasas de inflación más altas que sus principales socios comerciales a menudo tenían que depreciar su moneda para prevenir severas pérdidas en competitividad. Esto obligó a muchos países en el hemisferio occidental principalmente, a adoptar una “fijación deslizable” por medio de la cual se podían hacer ajustes de acuerdo a los criterios de los cambios en la tasa de inflación. Después, algunos países que sufrieron muy altas tasas de inflación cambiaron a un tipo de cambio fijo como elemento central de sus esfuerzos de estabilización.

Muchos países desarrollados han experimentado también una serie de shocks externos. En los años 80, estos incluían un gran aumento en las tasas de interés internacionales, una desaceleración del crecimiento del mundo industrial y la crisis de la deuda para algunos países. Algunas veces, el ajuste de estos disturbios requería no solo depreciaciones de las monedas sino también la adopción de acuerdos de tipos de cambio más flexibles.

En años recientes, el incremento de la movilidad de capital, y en particular, los flujos masivos de capital hacia adentro y afuera han incrementado el potencial de los shocks e incrementan las presiones para la flexibilidad.

La tendencia hacia una mayor flexibilidad de los tipos de cambio se ha asociado con políticas de mayor apertura comercial, en donde los capitales buscan los países con una tasa de interés y un tipo de cambio determinado. Con todo y esto, muchos países desarrollados aún no se deciden completamente en dejar que sus monedas floten libremente. Algunos tienen un pequeño y débil mercado financiero donde unas cuantas grandes transacciones pueden provocar extrema volatilidad. En estas circunstancias, un elemento clave para las autoridades monetarias es donde y cuando realizar los ajustes necesarios, incluyendo la intervención oficial para ayudar a evitar la volatilidad y los desalineamientos.

Cuadro No 2
Principales crisis en los 90

País	Moneda	Periodos de extrema presión	Crisis monetaria
Europa Occidental			
Finlandia	Marco	Noviembre 1991; Agosto y Septiembre 1992*	si
Suiza	Corona	Diciembre 1991; Agosto, Septiembre y Noviembre 1992	si
Italia	Lira	Julio, Agosto y Septiembre 1992	no
Reino Unido	Libra Esterlina	Agosto y Septiembre 1992*	no
Noruega	Corona	Septiembre, Noviembre y Diciembre 1992	si
España	Peseta	Septiembre y Noviembre 1992; Mayo u Julio 1993*	no
Portugal	Escudo	Septiembre y Noviembre 1992; Mayo u Julio 1993	no
Francia	Franco	Septiembre, Noviembre y Diciembre 1992; Enero y Julio 1993**	no
Grecia	Dracma	Septiembre 1992	no
Irlanda	Punt	Noviembre Diciembre 1992; Enero 1993	no
Dinamarca	Corona	Noviembre Diciembre 1992 Enero y Julio 1993**	no
Bélgica	Franco	Febrero, Marzo y Julio 1993**	no
Latinoamérica			
México	Peso	Diciembre 1994	si
Argentina	Peso	Primer trimestre de 1995**	si
Brasil	Real	Marzo 1995	
Sudeste asiático			
Tailandia	Baht	Mayo y Julio 1997	si
Filipinas	Peso	Julio 1997	si
Malasia	Ringgit	Julio 1997	no
Indonesia	Rupia	Julio y Agosto 1997	si
Hong Kong	Dólar	Octubre 1997**	no
Corea	Won	Octubre, Noviembre y Diciembre 1997	si
Europa Oriental			
Rusia	Rublo	Abril, Mayo, Junio 1998	si

* Indica que la crisis bancaria ocurrió durante o un año antes de la crisis monetaria

**Indica ataques especulativos que no provocaron una devaluación

Fuente: Currency crises and fixed exchange rates in the 1990s: A Review, Bank of Canada Review Autumn 1998.

El cuadro No 2 muestra una selección de las más notables crisis monetarias en los 90. Estas crisis se pueden dividir en 4 regiones que han sido objeto de ataques especulativos Europa Occidental, 1992-93; Latinoamérica, 1994-95; Sudeste Asiático en 1997 y Europa Oriental en 1998.

La causa fundamental de estas crisis monetarias ha sido un tipo de cambio nominal fijo combinado con desajustes macroeconómicos como déficits fiscales del gobierno, los déficits en cuenta corriente y un elevado nivel de desempleo que hacen insostenible para los mercados el tipo de cambio vigente.

Las crisis monetarias en los 90, especialmente en los países subdesarrollados, provocaron caídas en la actividad económica, afectando no solo al país con la crisis misma, sino también a su comercio internacional e inversiones.

En el pasado se solía culpar a los gobiernos de las crisis por los malos manejos de la política fiscal y monetaria. En tiempos recientes, el origen del descontento es la inadecuada supervisión del sector financiero y del mismo régimen de tipo de cambio.

2.8 El tipo de cambio como instrumento de ajuste

La lógica económica tras los temores a la pérdida del tipo de cambio como instrumento para facilitar los procesos de ajuste macroeconómico se basa en la misma Teoría de las Áreas Monetarias Óptimas.

Según esta literatura, existen perturbaciones que inciden de forma diferencial o asimétrica en la economía de un determinado país y que hacen necesaria una variación del tipo de cambio real; esto es, de los precios nacionales en relación con los exteriores cuando ambos se presentan en la misma moneda. Si como suele suceder en la práctica, existen rigideces que merman el grado de flexibilidad de los precios en el corto plazo, entonces se presume que un grado elevado de flexibilidad del tipo de cambio nominal puede hacer menos traumático, en términos de producción y empleo, el proceso de ajuste macroeconómico.

De ahí que la literatura de las áreas monetarias óptimas llegue a la conclusión de que cuando existen perturbaciones de carácter asimétrico, tanto los regímenes de flotación cambiaria como aquellos que permiten llevar a cabo ajustes periódicos de los tipos de cambio nominales tienden a propiciar un mejor comportamiento económico que los regímenes de estabilidad cambiaria plena o de unión monetaria, en donde el margen de flexibilidad cambiaria queda, por definición, anulado.

O dicho de otra manera más precisa, para que un régimen de estabilidad cambiaria plena o una unión monetaria no entrañe costos es absolutamente imprescindible que otros instrumentos de ajuste, como las políticas presupuestarias, los salarios o los flujos migratorios, gocen de la flexibilidad suficiente como para remplazar el papel desempeñado previamente por el tipo de cambio haciendo frente a los desequilibrios macroeconómicos resultantes.

Cualquier discusión sobre tipos de cambio y como se debe aplicar a los diferentes países con escenarios diferentes de desarrollo financiero e integración con otros países debe tener en cuenta lo siguiente:

- En un mundo globalizado con flujos masivos de capitales internacionales y con poca importancia a los controles de capital, la competencia entre monedas se intensifica dramáticamente. Las monedas pequeñas y débiles son objeto de ataques especulativos que las conducen a devaluaciones inevitables, con fuga de capitales, crisis bancarias y repercusiones negativas de largo alcance para la economía real. Como resultado de lo anterior, hoy en día nos encontramos con una fuerte tendencia hacia la consolidación monetaria regional en algunos lugares del mundo.
- Durante las últimas cinco décadas los países de Latinoamérica no han podido lograr la estabilidad de largo plazo. A pesar de dramáticas reformas económicas y políticas, la adopción de tipos de cambio diferentes y un masivo soporte de organizaciones internacionales como el Fondo Monetario Internacional, no se ha podido reducir permanentemente el déficit público financiado principalmente por la creación de dinero. El resultado ha sido una creciente sustitución de la moneda débil por dólares norteamericanos no solo para las transacciones internacionales sino también para las transacciones internas.
- Después de la caída del sistema socialista en 1989/1990, muchos países en Europa oriental y Asia central se volvieron independientes y se integraron a la “comunidad de economías de mercado”. Nuevas monedas emergieron y tuvieron que vincularse al dólar, al marco alemán o a otras monedas duras como el rublo Ruso.

Los nuevos escenarios y condiciones descritas brevemente arriba han intensificado en el ámbito internacional la discusión de regímenes adecuados de tipos de cambio. Hay una diferencia significativa entre el hemisferio occidental y Europa en el principal objeto de debate, en el primero la discusión es sobre los pros y contras de la dolarización, mientras que en Europa es sobre la creación de un modelo de unión monetaria multilateral.

Así, en América el lema que se apoya por los artífices de la economía monetaria es “dejar que el dólar reine desde Alaska hasta la Antártida,” con una clara intención de abolir las monedas débiles e introducir el dólar como el único de curso legal en todos los países de la región.

En Europa, en contraste, el debate se concentra en problemas del diseño de una óptima unión monetaria, donde todos los países miembros reemplazan sus monedas nacionales por una moneda y un sistema financiero común. Y en lugar de un consejo de Reserva Federal y un Comité de Mercado Abierto haciendo política monetaria para el hemisferio completo y velando por los intereses de los Estados Unidos, el Banco Central Europeo es gobernado por una estructura la cual involucra la participación de todos los países miembros.

En este marco mucho se ha hablado sobre tipos de cambio, uniones monetarias, integración monetaria, dolarización, consejo monetario y áreas monetarias óptimas, pero poco se sabe de las características de cada una de las opciones anteriores y la experiencia histórica que nos han dejado los acuerdos de este tipo.

CAPITULO III

LOS CONSEJOS MONETARIOS (CURRENCY BOARDS)

3.1 Orígenes intelectuales de los consejos monetarios

Como en muchas otras naciones, Gran Bretaña tenía un sistema bancario libre en el siglo XVIII y principios del XIX, los bancos competían unos con otros emitiendo billetes.¹⁵ También competían por depósitos como lo hacen actualmente los bancos comerciales. Las leyes Británicas restringían severamente algunas formas de competencia bancaria. Los economistas británicos debatían vigorosamente el deseo de una regulación bancaria durante el periodo de 1797 a 1844. Los bancos británicos suspendieron la convertibilidad de sus billetes y depósitos en oro durante la guerra con Francia en 1797, y no regresó a la antigua convertibilidad hasta 1821.

Surgió entonces un debate de si el Banco de Inglaterra era mas pequeño que sus rivales (los bancos regionales), esta discordia fue mezclada con otra concerniente a que la moneda debería ser mas competitiva, si debería ser un monopolio del Banco de Inglaterra, el Banco de Irlanda o del gobierno.

David Ricardo apoyaba mas la idea del monopolio gubernamental que del monopolio del Banco de Inglaterra, ó, si la moneda era mas competitiva, debería ser regulada estrictamente. El *Plan del Banco Nacional* publicado póstumamente en 1824, fue su mas detallada exposición de un esquema de monopolio de emisión por el gobierno. Este esquema se parecía a un Consejo Monetario en algunos aspectos. Ricardo proponía que el *Banco Nacional* debería ser gobernado por cinco comisionados designados por el gobierno, que no se podrían remover, solo por autorización del parlamento. Parte de las reservas nacionales de dicho banco serian en oro. El *Banco Nacional* podría solicitar que se le devolvieran sus billetes ú oro si así lo demandaba.

A diferencia de los Consejos Monetarios ortodoxos, el *Banco Nacional* podía permitirse tener una proporción de sus reservas en activos domésticos, también podría tener depósitos del gobierno. El sistema bancario inglés sufrió una crisis financiera en 1825-6 , en 1836-7 y en 1839 y la controversia nuevamente surgió para establecer los principios del control monetario.

Un importante grupo de pensadores defendían lo que llamaban “*los principios monetarios*”. La idea se originó entre un grupo de economistas conocidos como *The British Currency School* en Gran Bretaña a principios de 1800. En esa época gozaban de gran influencia política y la llamada *Bank Act* de 1844 tenía la intención de convertir el Banco de Inglaterra en un Consejo Monetario. A diferencia de los actuales defensores de los CM, la escuela británica no tenía en cuenta que los depósitos y dinero en circulación debería tener un respaldo del 100 por ciento de reservas extranjeras, dicha acta no contemplaba ningún requerimiento para los depósitos, y como resultado, en lugar de convertir el banco en un Consejo Monetario lo volvió un banco central. Debido a que Inglaterra era el país económicamente más avanzado de ese tiempo, su ejemplo tuvo gran influencia y muchos países imitaron la legislación británica.

El primer intento exitoso de establecer un Consejo Monetario ocurrió en 1849 en la colonia británica de la isla Mauricio al este de la actual Madagascar en el Océano Indico. Después de algunos experimentos, el sistema de Consejo Monetario logró su forma madura ortodoxa con el *Consejo Monetario del Este de África*, establecido en 1912 para las colonias de Nigeria, la Costa de oro (Ghana), Sierra Leona, y Gambia. Éste fue un modelo para los consejos monetarios que se dieron después. Al inicio de 1930 los consejos monetarios se extendieron a las colonias británicas en África, Asia, el Caribe y en las islas del Pacífico.

Los CM han existido en un numero considerable de países independientes como diversos, tal es el caso de Argentina a inicios de 1900¹⁵ La ciudad de Dazing (hoy Gdansk, Polonia) y Yemen en la década de 1920. Los cuasi-consejos monetarios recientes se han establecido en países independientes.

Los CM alcanzaron su plenitud en 1940, cuando cerca de 50 países tenían uno. En ese tiempo funcionaron, con baja inflación, plena convertibilidad con la moneda ancla, y un buen desempeño económico. A pesar de esto, muchos países cambiaron su sistema a los Bancos Centrales que comenzaron a tener auge. Otra de las razones de que los CM disminuyeran fue

¹⁵ Como ahora lo hacen con los cheques de viajero, por ejemplo.

¹⁶ El último apartado de éste capítulo, explica con detalle la situación de Argentina.

que en la mayoría de las colonias británicas que se volvían independientes, y estas cambiaban las instituciones existentes.

Algunos cuasi-consejos monetarios permanecen actualmente en territorios británicos de las Bermudas, las Islas caimán, las Islas Falkland y Gibraltar, así como en las Islas Faroe, que son parte de Dinamarca. Bermuda tiene los controles de capitales para los residentes, a quienes no se les permite invertir en el extranjero mas de US \$25,000 al año sin un permiso. El anterior es un dato inusual ya que las autoridades monetarias de Bermuda tiene reservas en dólares norteamericanos del 115 por ciento de su base monetaria y ningún otro país o colonia ha impuesto este tipo de controles en transacciones con su moneda ancla.

3.2 ¿Qué es un Consejo monetario?

Un Consejo Monetario (CM) ó Currency Board (CB) es una autoridad monetaria ó institución que sirve como un mecanismo para la creación de base monetaria que garantiza que un país no devaluará bajo ninguna circunstancia mientras se siga ese régimen. Bajo un consejo monetario la política monetaria es manejada de acuerdo a una simple regla: la autoridad monetaria emite dinero solo contra una reserva monetaria designada - como el dólar o el marco alemán por ejemplo - y con un tipo de cambio fijo. Esta regla se representa por la siguiente ecuación:

$$(1) \quad \frac{x}{\text{reserva monetaria esperada}} = \text{stock de reserva monetaria}$$

Donde x es el nivel de base monetaria que satisface la igualdad. En un país que maneja su política monetaria de acuerdo a un consejo monetario, lo que las autoridades monetarias hacen es emitir la cantidad de dinero que satisface x en la ecuación (1). Esta regla implica que si el stock de reservas monetarias se expande un 10 por ciento (debido a un aumento en los flujos de capital), entonces las autoridades monetarias deben expandir su base monetaria en un 10 por ciento. Si, por el contrario, el stock de reserva monetaria se contrae en un 10 por ciento (debido a la salida de capitales) entonces las autoridades monetarias deben contraer la base monetaria en 10 por ciento. En otras palabras, este mecanismo de expansión y contracción de

la base monetaria asegura que la proporción de reservas en la base monetaria permanecerá constante en un tipo de cambio fijo. Para observar esto más formalmente:

$$(2) \quad MB\$FR = \frac{\frac{\text{Base monetaria}}{\text{Tipo de cambio esperado}}}{\text{Stock de reserva monetaria}}$$

El término de la izquierda en esta ecuación es la proporción de base monetaria (*Monetary Base MB*) y la moneda extranjera designada (*Foreign Reserve FR*). Un consejo monetario simplemente se encarga de mantener esa proporción igual a 1, entonces,

$$(3) \quad MB\$FR = 1$$

se convierte en regla del consejo monetario. La interpretación económica de esta regla es que la base monetaria es apuntalada por la divisa extranjera designada. Para entender como funciona un Consejo Monetario, supongamos que por alguna razón todas las familias decidieran repentinamente cambiar todo el dinero que poseen en su país por dólares. Bajo un sistema de Consejo Monetario, este ataque especulativo masivo contra la moneda local no provocaría una devaluación, porque la autoridad monetaria adherida a un consejo monetario nunca puede quedarse sin reserva monetaria y puede eventualmente comprar y regresar toda la base monetaria (esto es, cambiarla por la moneda extranjera) con sus reservas al tipo de cambio esperado.

3.3 Que no es un consejo monetario

Un Consejo Monetario tiene semejanzas a otros tipos de sistemas monetarios con tipos de cambio fijos, pero no son lo mismo y es importante entender las diferencias.

Un sistema de CM como usualmente se practica es una especie de tipo de *cambio-oro* (*gold – exchange*) ó un estándar de cambio con una moneda extranjera (*foreign-exchange standard*). Bajo el

patrón oro que conocemos, el sistema bancario poseía todas las reservas en oro. Mientras que en un *estándar de cambio-oro* el sistema bancario tiene en su poder títulos y depósitos bancarios pagaderos en la moneda extranjera como sustitutos del oro mismo. El estándar de cambio-oro gana intereses, mientras que el oro no lo hace.

Un CM no es un banco central. La principal diferencia entre ambos es que el CM mantiene una proporción fija de reservas en activos extranjeros, mientras que un banco central no. La capacidad de variar la proporción de activos externos a pasivos domésticos permite al banco central la discrecional esterilización de las reservas de los bancos comerciales. Esta es la antítesis de la política monetaria de un CM. Muchos bancos centrales han sido obligados a mantener una cierta proporción de oro o divisas extranjeras con respecto a sus billetes o a sus activos totales. Por ejemplo, los bancos centrales que emite los francos de la CFA están obligados a mantener activos de francos franceses iguales a por lo menos el 20 por ciento del total de sus pasivos.

A diferencia de los CM, estos bancos tienen un amplio margen de maniobra para variar sus reservas. Pueden tener 25, 50, 100, ó incluso 200 por ciento de reservas en activos externos. Un CM y un banco central pueden existir juntos, pero el banco central no tendrá facultades ó el CM será solo un adjunto en la política monetaria del banco central. Aquí uno debe poner más atención en las características de las instituciones monetarias y sus facultades que en sus nombres propiamente dichos.

Un sistema de CM ortodoxo es un régimen de tipo de cambio fijo. La paridad con la reserva extranjera es fijada permanentemente, al menos si la reserva monetaria no se vuelve demasiado inestable. La formal o informal constitución de un CM le permite hacer un estrecho compromiso de fijación de los tipos de cambio. Un CM ortodoxo no es un prestamista de última instancia de los bancos comerciales, a diferencia del banco central. El gobierno puede proveer de facilidades de préstamos de última instancia a través de depósitos asegurados, pero la mayoría de los países no lo han hecho. En su lugar, los bancos en régimen de CM han desarrollado otros métodos para mantener la liquidez durante las crisis financieras.

Finalmente, un CM no es un sistema de certificados en oro ó plata, como el que existió en Estados Unidos y otros países a principios del siglo XX. Bajo este sistema de certificados, los gobiernos han tenido hasta el 100 por ciento de reservas en oro o plata contra certificados en circulación. En otros sistemas, los gobiernos han mantenido mínimas reservas variables de menos del 100 por ciento en oro ó plata e invirtieron el resto en activos domésticos (bonos gubernamentales). Los sistemas de certificados mencionados no generan intereses, sin embargo, pueden variar su posesión de activos domésticos, por otro lado, pueden esterilizar las reservas del sistema bancario en su totalidad al cambiar la proporción de sus activos. Un CM ortodoxo no puede hacer lo anterior porque no posee activos domésticos.

3.4 Las principales características de los consejos monetarios

Convertibilidad

El Consejo Monetario maneja un sistema de tipo de cambio fijo. Un CM cambia sus billetes y monedas por una reserva extranjera a una paridad fija. La mayoría de los CM en el pasado han utilizado títulos denominados en una sola moneda extranjera como activo de reserva. Solo algunos CM han tenido oro ú otras monedas como títulos o valores como activos de reserva.

Un CM podría cobrar una cuota para cubrir los costos de transacción, pero no necesita hacerlo, porque los intereses ganados deben de superar sus costos. El sistema permite una completa convertibilidad de los billetes y monedas a la moneda extranjera. Debido a que los depósitos bancarios son plenamente convertibles a billetes y monedas del CM a un tipo de cambio fijo ($\$1$ de depósito bancario = $\$1$ en billetes o monedas), los depósitos bancarios son también convertibles en reserva extranjera. Los bancos deben conservar una adecuada cantidad de reservas de moneda extranjera en billetes y monedas para satisfacer la demanda de liquidez por parte de los clientes. A diferencia de los bancos centrales, un CM no puede actuar como prestamista de última instancia de los bancos comerciales.

El CM no es usualmente el único en mantener reserva monetaria externa, los bancos comerciales también tienen sus reservas. Las personas que deseen convertir depósitos de moneda nacional en moneda extranjera lo pueden hacer directamente en el banco, ó

indirectamente, cobrando sus depósitos en moneda nacional e intercambiarlos por moneda extranjera al hacer un pago o cobro.

Reservas

Un CM mantiene activos externos igual al 100 por ciento de monedas y billetes en circulación. Estos activos pueden ser: productos o bienes (los cuales son externos en el sentido de que los bancos no pueden hacerlos), la moneda extranjera que se adopta, ó más comúnmente, títulos emitidos en el extranjero y denominados en moneda extranjera.

Los activos externos de 100 por ciento aseguran que, si los poseedores de billetes y monedas deciden cambiar su dinero a la reserva extranjera, el CM será capaz de hacerlo. Un CM debe mantener una porción de su reserva en forma líquida, en depósitos bancarios, en títulos a corto plazo, incluso en billetes y monedas. Si las condiciones lo permiten puede mantener esa porción de reservas en forma menos líquida pero de forma más flexible, como títulos a largo plazo.

Señoreaje

A diferencia de los títulos de la mayoría de los bancos, los billetes y monedas no generan intereses; así que devenga señoreaje del emisor. El señoreaje se puede considerar como un stock o como un flujo. Para entenderlo como un stock, se considera los billetes y monedas que la gente tiene en su poder. El emisor ha generado un beneficio igual al valor de los billetes y monedas, porque ha gastado en ese monto en circulación sin perder reservas, adquiriendo bienes de otros mientras que no sacrifica nada de si mismo.

La entrada de ingresos vía señoreaje, por otro lado, equivale a la tasa de interés nominal (suponiendo que el costo de poner billetes y monedas en circulación es cero). Teniendo un CM en lugar de utilizar una moneda extranjera, se retienen en el país los beneficios de emitir dinero y no se exportan a un país externo.

El ingreso neto que un CM recibe depende de los intereses que gana en sus activos y en sus gastos. Históricamente, los intereses nominales se han encontrado en un margen de entre el 3 y 15 por ciento al año, dependiendo de la tasa de inflación de la reserva monetaria.

Inflación y tasa de interés

Un CM ortodoxo no trata de influir en la tasa de interés estableciendo una tasa de descuento como lo hace un banco central típico. El tipo de cambio fijo con la moneda ancla fortalece el arbitraje que tiende a mantener la tasa de interés y la inflación en el país del CM a niveles similares a los del país que es propietario de la moneda ancla.

Sin embargo, existen excepciones cuando los países reemplazan sus altamente inflacionarios bancos centrales con un CM. En esos casos, los precios de muchos artículos son bajos inicialmente en términos de la moneda ancla (dólar, marco, libra), debido a que la moneda local no es confiable o extremadamente volátil.

Política monetaria

Por diseño, un CM no tiene poderes discrecionales. Sus operaciones son completamente pasivas y automáticas. La única función de un CM es cambiar sus billetes y monedas por una moneda ancla a un tipo de cambio fijo. A diferencia de un banco central, un CM ortodoxo no les presta: al gobierno local, a las compañías o a los bancos comerciales. En un sistema de CM, el gobierno local se puede financiar por medio de los impuestos ó préstamos.

Cuadro No 3

CONSEJO MONETARIO ORTODOXO VERSUS BANCO CENTRAL TÍPICO	
Consejo Monetario	Banco Central*
• Solo billetes y monedas en oferta	• Billetes, monedas y depósitos en oferta
• Tipo de cambio fijo con la moneda ancla	• Tipo de cambio fijo ó flexible
• Reservas en moneda extranjera en 100 %	• Reserva monetaria variable
• Plena convertibilidad	• Limitada convertibilidad
• No es prestamista de última instancia	• Prestamista de última instancia
• No regula los bancos comerciales	• Regula la banca comercial
• Protegido de presiones política	• Politizado
• Alta credibilidad	• Baja Credibilidad
• Gana señoreaje solo de intereses	• Gana señoreaje de intereses e inflación
• No genera inflación	• Genera inflación
• No puede financiar sus gastos mediante el gobierno local	• Puede financiar gastos mediante el gobierno local
• No requiere precondiciones para la reforma monetaria	• Requiere de precondiciones para la reforma monetaria
• Reformas monetarias rápidas	• Reformas monetarias lentas
• Planta de personal institucional pequeña	• Planta de personal institucional grande

Fuente: Steve H. Hanke and Kurt Schuler, Currency Boards for Developing Countries: A Hand Book ICP Press 1994.

* Características de un banco central según los defensores de los consejos monetarios.

Relación con la banca comercial

Ya que un CM no tiene parte en los beneficios de los bancos, no tiene responsabilidad de actuar como prestamista de última instancia para protegerlos de pérdidas. Las fallas bancarias han sido raras en CM ortodoxos, sin embargo se han vuelto más comunes en los recientes *cuasi-consejos monetarios*, los cuales han heredado los problemas de los bancos centrales que los precedieron. Históricamente, la experiencia sugiere que los prestamistas de última instancia crean más problemas de los que resuelven, debido a que su existencia alienta a los banqueros a ser imprudentes y los acostumbra a que el banco central resuelva sus problemas. Los defensores de los CM afirman que la mejor política es dejar quebrar a los bancos comerciales.

Cuadro No 4

HOJA DE BALANCE	
<u>Consejo monetario</u>	
Activos	Pasivos
Reserva extranjera	Billetes en circulación
	Depósitos de bancos comerciales (opcional)
	Valor neto
<u>Banco comercial</u>	
Activos	Pasivos
Billetes del CM (en moneda ancla)	Depósitos del público
Préstamos al público	Valor neto
<u>Público</u>	
Activos	Pasivos
Billetes del Consejo Monetario	Préstamos bancarios
Depósitos bancarios	Valor neto
Base monetaria = billetes en circulación en la hoja de balance del consejo monetario	
Oferta de dinero = billetes del CM + depósitos bancarios en la hoja de balance del público	

Fuente: Steve H. Hanke and Kurt Schuler, *Currency Boards for Developing Countries: A Hand Book* ICP Press 1994.

3.5 Experiencia con los Consejos Monetarios en general

Después de que los Consejos Monetarios funcionaron como un régimen monetario colonial, en 1950 alcanzaron su cúspide, más de un siglo después de que el primer CM fue establecido. En 1960 con la independencia de algunas de las colonias, los CM comenzaron a decaer. Algunas naciones que tenían un CM lo reemplazaron por un Banco Central antes de la década de 1950 como en Danzig (1924), Argentina (1929-se estableció un Banco Central hasta 1935), Irlanda (1934), Filipinas e Irak (1949), Ceilán (1950) y Burma (1952).

Estos países fueron influenciados por la tendencia de la teorización económica de los bancos centrales en naciones independientes. Las conferencias de la Liga de las Naciones en Bruselas en 1920, Génova en 1922 y Londres en 1933 establecieron que los bancos centrales deberían establecerse en los países en desarrollo que no los tenían. A pesar de esto, hasta mediados de 1950 los CM seguían funcionando y expandiéndose en colonias y países nuevos.

Los CM fueron desapareciendo y dieron paso a los bancos centrales. En 1967 la República Árabe de Yemen fue la única nación independiente con un CM y que no formó parte de alguna colonia británica. Reemplazar los CM con bancos centrales se convirtió en un simple problema administrativo. Cuando volvieron a ponerse en funcionamiento en 1980, se adaptaron nuevos acuerdos para facilitar las relaciones entre la economía dominante y la dependiente.

Recientemente los CM fueron instrumentados para lograr específicos cambios en la economía, incluyendo la facilitación de transición de las economías que tenían un sistema centralmente planificado (Estonia, Lituania), o para contrarrestar la hiperinflación (Argentina, Bulgaria), incluso para restaurar la estabilidad del tipo de cambio después de una crisis bancaria y política (Hong Kong) y en el caso de Bosnia para proveer de un marco institucional de reconstrucción después de su conflicto. Actualmente algunos países que enfrentan problemas similares están considerando los Consejos Monetarios como mecanismo para resolver sus problemas.

La implantación del CM en Estonia tuvo lugar en 1992 y en Lituania en 1994, en estos casos es posible analizar el desenvolvimiento del CM, el caso de Bulgaria se complica en la medida de que es un CM reciente, se instauró en 1997.

Después de la caída en el PIB después de la disolución de la Unión Soviética, Estonia y Lituania han experimentado recientemente un sólido crecimiento, para la mayor parte de este periodo, sin embargo, las fluctuaciones en el crecimiento económico son reflejo del tamaño pequeño de estas economías y los resultados son producto de la carencia de diversificación, mas que de la ausencia de una política activa de un tipo de cambio o las condiciones establecidas por el CM en la conducción de la política monetaria.

Recientemente, la crisis en Rusia y en particular, la devaluación del rublo desde agosto de 1998 y la disminución de las importaciones produjo una caída de las exportaciones de los países Bálticos y una disminución en la actividad comercial. Mientras que las exportaciones de países que no pertenecen a la región Báltica crecían vigorosamente y los déficits de cuenta corriente declinaban, con un ajuste mas pronunciado en Estonia. Al mismo tiempo, algunos cambios masivos en el tipo de cambio nominal se requerían para mantener el mercado Báltico estable y proteger sectores como el agrícola, cuyas exportaciones no estaban dirigidas a otros mercados debido a barreras comerciales o a la falta de mejoras en la calidad. Las autoridades eligieron mantener la moneda sin cambios. Al final, la baja cíclica pareció haber sido de corta duración y se dieron signos de recuperación en la segunda mitad de 1999 y un crecimiento sustancial en 2000.

El crecimiento económico de Bulgaria en los años posteriores a la introducción del CM ha sido mixto. Una creciente actividad siguió a la implantación del CM resultando en 1998 en el mas rápido crecimiento desde el comienzo de la transición, sin embargo, una afluencia de shocks en 1999 detuvieron el crecimiento. Estos shocks incluyen una débil demanda externa y precios, la crisis de Kosovo y los ajustes relacionados a la reestructuración de las empresas y privatizaciones. A lo largo de este periodo, el gobierno local han seguido políticas macroeconómicas y reformas estructurales intensas. Como resultado, se logró una nueva recuperación.

3.6 Objeciones a los Consejos Monetarios

Un Consejo Monetario puede proveer un sistema o mecanismo dentro del cual se pueden resolver problemas del sistema monetario de un país en desarrollo, en algunas ocasiones se suele comparar al CM con un Banco Central para diferenciar las ventajas y desventajas de su instrumentación y este análisis considera algunos aspectos interesantes.

En el periodo de 1950 a 1960, se concluía que los CM tenían ciertas desventajas comparadas con las de un típico Banco Central, por esta razón una de las críticas mas comunes a los CM es que no funciona como prestamista de última instancia.

Un argumento que ofrecen los defensores de los CM es que el Gobierno puede ser prestamista de última instancia aún sin tener un Banco Central, esto funciona como sigue; tomado el ejemplo de un caso exitoso de CM; el Gobierno de Hong Kong tuvo que pagar varias veces los depósitos de bancos insolventes con dinero de sus excedentes fiscales acumulados. En este caso, el Banco Central solo serviría para prevenir al gobierno y alertarlo de que dicha asistencia podría generar inflación.

Una respuesta más drástica es que el Gobierno como prestamista de última instancia crea mas problemas de los que puede resolver. La mayoría de los bancos centrales son prestamistas no solo de los bancos comerciales, sino también de empresas y el mismo gobierno. La carencia de un Banco central no daña el buen funcionamiento de un CM, los problemas de los bancos comerciales han sido menores en sistemas ortodoxos de CM.

Otro de los argumentos es que los Bancos Comerciales no han tenido fallas en un sistema de CM y las pérdidas de dinero de los depositarios han sido mínimas. Desde la fundación del primer CM en 1849, no han existido casos en los que la banca comercial haya dependido de un banco central como prestamista de última instancia.¹⁷ Por ejemplo, los bancos comerciales británicos habían dejado de depender del Banco de Inglaterra como prestamista de última instancia. Los CM han funcionado bien sin prestamistas de última instancia. Incluso los Cuasi-Consejos Monetarios, que han sufrido las mayores fallas en sus sistemas bancarios han

utilizado mínimamente las capacidades de sus autoridades monetarias como prestamistas de última instancia, los problemas generados por estos bancos causaron menos problemas que en otros sistemas de banco central. A continuación se debaten algunos argumentos que tratan de explicar las bondades de los CM, sin embargo, la realidad ha puesto en entredicho la viabilidad de este mecanismo.

i) Los ataques especulativos contra la moneda no ocurren en un CM porque existe credibilidad en el tipo de cambio fijo.

Uno de los principales argumentos acerca de los CM es que los ataques especulativos contra la moneda no pueden ocurrir en un CM porque existe la confianza en el tipo de cambio fijo. La evidencia muestra que un CM no previene de ataques especulativos como se demuestra en la experiencia reciente de Argentina. Cuando el peso mexicano se colapsó en 1994 y posteriormente la crisis asiática hizo caer sus monedas en 1997, la moneda de Argentina fue objeto de ataques especulativos. Aunque el peso argentino no se colapsó, estos ataques tuvieron costos económicos muy grandes.

Cuando los ataques implicaban que los inversionistas percibían la posibilidad de una devaluación alta, las autoridades monetarias de esos países restringieron la oferta monetaria y aumentaron drásticamente la tasa de interés (20%). Este aumento enorme en la tasa de interés empujaron a Argentina a una severa recesión en 1995 los rendimientos cayeron 6% y desempleo aumentó a 18%.

En la retórica de los defensores de los CM, un ataque no debe ocurrir nunca y las tasas de interés deben de permanecer al nivel del país al que se ha fijado la moneda (en este caso debió ser al 5% del dólar estadounidense). Las expectativas resultaron ser falsas y se forzó a las autoridades monetarias a incrementar las tasas de interés. El hecho de tener un CM no implica que una devaluación no ocurrirá, la posibilidad de una devaluación implica que cuando ocurre un ataque especulativo, las autoridades tienen que incrementar la tasa de interés para mantener la confianza en la paridad.

¹⁷ Estos argumentos se dieron obviamente antes de la crisis en Argentina.

Esta tasa de interés alta puede llevar a la quiebra a los bancos comerciales, empresas e incluso puede llevara a una recesión de la economía como sucedió en Argentina en 1995

ii) Los CM son buenos para la estabilidad de la banca y sistema financiero

La realidad es opuesta: una tasa de interés y la restricción monetaria aumenta cuando un CM está sujeto a un ataque especulativo, puede arruinar el sistema financiero doméstico y los bancos domésticos; y en la búsqueda de mantener la base monetaria, los bancos pueden ser forzados a cobrar deudas de empresarios y llevarlos a la bancarrota. Por esta razón es muy aventurado introducir un CM en países que se encuentran en crisis como Indonesia, cuando una crisis financiera importante ocurre y los bancos están a punto del desplome la fragilidad del sistema bancario es un factor importante para considerar introducir un banco central entre mas débiles sean los bancos, es mayor el riesgo de un CM.

Cuando Argentina enfrentó problemas en 1995, las reglas de un CM estricto debieron de haber forzado al país a reducir la base monetaria a una cantidad proporcional de los capitales que salieron. Ya que el mecanismo automático del CM habría conducido mediante el multiplicador de dinero en el sistema bancario, a una contracción brusca de depósitos y préstamos bancarios y desplome bancario. Sin embargo, ocurrió algo curioso, las autoridades monetarias cortan la base monetaria y redujeron significativamente las relaciones requeridas de reservas que garantizan que los bancos tengan una caída brusca en el abastecimiento de dinero. Esto no es lo que un CM debería de hacer y cuando se dio la emergencia, el papel de prestamista de última instancia de los bancos centrales, que debió de ser eliminado por el CM, se restauró.

Esto demuestra que, al menos en el caso de Argentina el mecanismo de CM no funcionó, si se deja actuar libremente a un CM, cuando se produce un ataque especulativo éste lleva a la quiebra a los bancos. Por esta razón es importante contar con un prestamista de última instancia, un mecanismo estricto de CM elimina esta posibilidad y causa mas daño que beneficios en caso de crisis.

iii) Los tipos de cambio fijos, y en particular los CM, funcionan mejor que los regímenes flexibles

La experiencia de los 90 muestran que las rigideces de los tipos de cambio fijos son la causa de las crisis monetarias, no los tipos de cambio flexibles. Las monedas se colapsan cuando se fijan por periodos largos de tiempo a paridades que no son consistentes con el valor en equilibrio fundamental de una moneda.

La crisis del peso y el efecto tequila en 1994-5, la crisis asiática en 1997-8 fueron causadas por el hecho de que se encontraban en un sistema de tipo de cambio fijo. No hay que olvidar que las crisis que se dieron a principios de los 90 ocurrieron en países con tipos de cambio fijo.

La lección para América Latina es que se debe evitar la apreciación real asociada con los tipos de cambio fijos (o Consejos Monetarios) se deben introducir controles de capital para evitar la salida masiva de capitales que conducen a una apreciación real y nominal de la moneda con la consecuente pérdida de competitividad de la moneda.

iv) Los Consejos Monetarios son buenos para los países que exportan productos con precios en moneda extranjera porque esos países no usarán el tipo de cambio para afectar su tipo de cambio real.

Este argumento es postulado en países como Venezuela, donde algunos grupos políticos recomiendan la adopción de un CM. La idea es que en un país como Venezuela la principal exportación es petróleo y otros productos primarios cuyos precios no pueden ser afectados por una devaluación.

Es cierto que en el caso de un país donde una gran parte de las exportaciones son colocadas en mercados mundiales, la habilidad de usar el tipo de cambio para conducir a una devaluación real que estimule las exportaciones es limitada. Sin embargo, incluso una limitada flexibilidad podría ser útil. De hecho, el país también produce y vende productos no petroleros donde la demanda depende en el tipo de cambio nominal y real. No se necesita empeorar las cosas adoptando un CM que conducirá a una apreciación real y una pérdida de competitividad en los productos. También hay que considerar que ya que los países son siempre objeto de shocks

Falta página

N° 60

petróleo golpeaban al estado, la gente y los capitales dejaron Texas y se establecieron en otros estados y esto disminuyó los efectos reales del shock, la gran movilidad de trabajo y capitales ayudaron al ajuste. Lo mismo no se puede decir de otros países que estén considerando un consejo monetario fijado al dólar estadounidense.

v) Los Consejos Monetarios son mejores que una Unión Monetaria

El argumento a favor de un CM sobre una unión monetaria esta basado en el argumento de que un país puede perder señoreaje (una fuente de recursos para el gobierno) por el hecho de abandonar su moneda. Sin embargo, bajo un sistema de CM el señoreaje que un país puede captar se encuentra cercano a cero ya que el crecimiento monetario es muy limitado en comparación con países con un sistema monetario desarrollado.

Si un país realmente quiere tener un tipo de cambio creíble y competitivo deberá formar una unión monetaria, ya que es mejor que un consejo monetario.

vi) Un Consejo Monetario evita los flujos de capital desestabilizantes.

La realidad muestra experiencias diferentes, los grandes flujos de capital (en periodos óptimos) ó salidas de capitales (como en Argentina y Hong Kong), cuando ocurre un ataque especulativo, afecta a cualquier país, tenga o no un consejo monetario. Sin embargo, un CM hace que el manejo de una desestabilización sea mas difícil. Un CM provoca grandes fluctuaciones en la base monetaria, y no existe un banco central que esterilice los efectos de grandes flujos de capital, cuando estos salen, la base monetaria se colapsa, los intereses son forzados a incrementarse dramáticamente, el sistema bancario se encuentra entonces en una encrucijada y se asegura una mayor recesión.

Contrariamente, cuando hay grandes entradas de capital, no hay un banco central que esterilice los efectos de la oferta monetaria. Un crecimiento excesivo puede conducir a un sobrecalentamiento de la economía o provocar inflación alta.

vii) Los Consejos Monetarios previenen de apreciaciones reales y pérdida de competitividad.

Esto es un mito, ya que la evidencia empírica sugiere lo contrario: los regímenes de tipos de cambio flexibles y los consejos monetarios en particular, están asociados con la apreciación del tipo de cambio real, pérdida de competitividad, empeoramiento de la balanza comercial y la cuenta corriente. Esto se debe a que el CM termina siendo objeto de ataques y suele colapsar. En general, se sabe que una apreciación del tipo de cambio real (de grandes flujos de capital o cualquier otra razón) puede causar una pérdida de competitividad y empeoramiento estructural de la balanza comercial que hace que el déficit de cuenta corriente sea menos sostenible cuando se acompaña de una apreciación del tipo de cambio real. En el caso de Asia, la apreciación real fue parte consecuencia de la elección de un tipo de cambio fijo, esencialmente fijado al dólar estadounidense (que es una variante del consejo monetario).

viii) Los Consejos Monetarios no pueden colapsar porque la base monetaria esta plenamente respaldada por las reservas extranjeras del país del que se fija la moneda.

El argumento de que los CM no pueden colapsar porque la base monetaria esta plenamente respaldada por el país ancla ha demostrado ser incorrecta. Si ocurre un ataque a la moneda, los residentes tratarán de abandonar sus activos financieros domésticos y cambiarlos por moneda extranjera (FX) disminuyendo las reservas extranjeras de los bancos.

Un indicador mejor de suficiencia de reservas monetarias es, por lo tanto la relación de activo de dinero a reservas extranjeras porque, en caso de un pánico o crisis de tipo de cambio, el activo líquido de dinero puede convertirse en el cambio de divisas. En la mayoría de los países Asiáticos estas relaciones eran muy altas en 1996-97. En el Corea, el M2/FX la relación era 6.5 por el fin de 1996 y llega a casi 7 en el primer cuarto de 1997; en Indonesia la relación era 6.5 % a finales de 1995, después sube a mediados de 1990; en la Malasia, la relación era baja pero pasaba de 2.8 en el 1990 a 3.3 al final de 1996. En Filipinas la relación cayó de 4.8 % en 1991 a 4.5 en 1996. En el Tailandia la relación pasó de 4.5 % en el 1990 a 3.9 en 1996. En Hong Kong, la relación estuvo a 4.2 en 1996 mientras que fue de 8.5 en la China.

Estas cifras sugieren que en un CM donde la base monetaria (M_0) es respaldada totalmente por la reserva extranjera no sería capaz de impedir un ataque especulativo porque en caso de un pánico o una crisis de tipo de cambio, todo el activo líquido de dinero (como M_1 y M_2) puede convertirse en moneda extranjera.

ix) Los Consejos Monetarios conducen a una tasa de inflación más baja que el tipo de cambio flexible

El argumento es muy simple. La inflación es comúnmente un fenómeno monetario ocasionado por excesivas tasas de crecimiento en la oferta monetaria. Ya que las autoridades de un CM tienen las manos atadas y el crecimiento monetario excesivo no puede ocurrir, la inflación permanecerá baja. También la credibilidad en el tipo de cambio fijo impide depreciaciones nominales que pueden conducir a una inflación más alta. Por lo tanto, en un sistema tipo de cambio fijo ó un CM mantiene la inflación baja..

Sin embargo, la inflación también puede ser baja en países con banco central y en países que fijan su tipo de cambio a países que tienen inflación baja. Esto ha sido confirmado en numerosos estudios y hay fuerte evidencia empírica que la baja inflación puede ser asociada a los bancos centrales que manejan un tipo de cambio flexible.

3.7 Un caso de éxito: Hong Kong

Historia

En 1930 un comité local de análisis y en 1931 el Parlamento Británico concluyeron que el gran comercio de Hong Kong con China hacían mas ventajoso seguir el estándar de plata como en el segundo. Aunque solo duró hasta 1935, los depósitos y billetes de bancos Chinos comerciaron con un descuento del 45 por ciento porque los bancos emisores del gobierno estaban inflando la moneda para financiar la guerra civil contra los comunistas. El 3 de Noviembre de 1935 China federalizó todas las tenencias de plata y declararon que los billetes de banco serían de curso legal efectivo al día siguiente.¹⁸

La gente en Hong Kong comenzó a atesorar dólares en plata. Para combatir la escasez creciente, el gobierno proclamo la ordenanza No 42 de 1935, que autorizaba volver

inconvertible el dólar emitido por el gobierno de Hong Kong (HK\$). La ordenanza No 54 de el 6 de diciembre de 1935 declaró que los billetes de los bancos serían de curso legal y nacionalizó todas las tenencias de plata excepto las de los joyeros.

Se estableció el Fondo Cambiario, que dio soporte a la plata, en ese tiempo era de £12,313,938 equivalente a HK\$ 200 millones. La plata se convirtió en reserva contra los billetes de los bancos y del gobierno. Era mas que suficiente para respaldar el dinero en circulación, que en 1934 habían sido de HK\$ 154 millones

El Fondo Cambiario aprobó que se invirtiera la reserva de plata y las ganancias subsecuentes en cualquier moneda, en oro o plata, o en certificados aprobados por el Secretario Británico de Estado para las Colonias. Se podía aprovechar los excedentes del gobierno y prestar el equivalente a HK\$30 millones. El Fondo Cambiario era administrado por un tesorero – presidente (el Secretario Financiero de Hong Kong) y un comité consejero nombrado por el Gobernador.

Algunos años antes se les había exigido a los bancos mantener de 100 a 105 por ciento de reservas en plata o en certificados aprobados. Los certificados equivalían a emitir mas billetes, los bancos emisores habían comprado mas certificados, otros bancos habían prohibido efectivamente emitir billetes desde 1895 (ordenanza No 2 de 1895) de tal forma que si los clientes deseaban convertir sus depósitos en HK\$ tenían que adquirir dinero de uno de los tres bancos emisores: La Corporación Bancaria de Hong Kong y Shanghai, El Banco de India, Australia y China o del Banco Mercantil de India Australia y China.

Las dos ordenanzas de 1935 dieron al gobierno de Hong Kong la habilidad de manipular el HK\$ en cualquier forma para mantener y responder a la política monetaria de China. Aunque había una regulación efectiva de los billetes en circulación y la convertibilidad era de 1 a 1, las ordenanzas no mencionaban nada acerca de un sistema de Consejo Monetario, no especificaron un tipo de cambio fijo, y no se estableció ningún requerimiento para el Fondo Cambiario. El Fondo, en teoría aceptaba casi cualquier depósito, incluyendo los depósitos en HK\$, así como certificados de deuda.

¹⁸ Kurt A. Schuler, Currency Boards, Dissertation, George Mason University, Fairfax, Virginia, 1992

Además, el Fondo Cambiario no tuvo ninguna obligación legal para readquirir los Certificados de Endeudamiento, que de aquí en adelante pueden haber llegado a ser la base de un tipo de cambio flotante, norma monetaria de la emisión de dinero fiduciario. En la práctica, Hong Kong pronto se convirtió en un sistema de consejo monetario. El Fondo Cambiario mantuvo una cantidad minúscula de sus reservas en libras esterlinas en forma de depósitos bancarios en el Londres. Sus reservas estaban desde el comienzo 100 por ciento o más contra sus circulación después paso a 105 por ciento de las reservas como su relación deseada.

A diferencia de otros consejos monetarios, en Hong Kong, los bancos en lugar de un CM eran los que emitían los billetes, estos no tenían beneficios de esa emisión, solo un fondo fiduciario que totalizaba HK\$12 millones. Ya que los Certificados de deuda no pagaban intereses, el Fondo Cambiario se apropiaba de todos los benéficos de los billetes emitidos por los bancos y pagaba los costos de emisión.

En 1973 el HK\$ fue fijado a la libra esterlina y virtualmente sus reservas fueron en esa moneda. De 1949 a 1967 la libra esterlina fue fijada al dólar de Estados Unidos a través de los acuerdos de Bretton Woods, aunque había un pequeño margen de libre convertibilidad de libras esterlinas a \$USD. En 1967 Hong Kong se ajusto con la depreciación de la libra esterlina e incurrió en una sustancial pérdida de sus reservas. El acuerdo de Basel de 1968 dio garantías a los poseedores de libras esterlinas, siendo Hong Kong uno de los beneficiados. En 1971 el dólar abandonó el oro y todos los tipos de cambio fueron flotantes, la moneda de Hong Kong hizo lo mismo.

Los dos bancos que proveían a Hong Kong de dólares a cambio de moneda extranjera continuaron haciéndolo pero a paridades distintas.¹⁹ En los años 70 se presentó un periodo de gran inflación y bajo crecimiento, la alta volatilidad fue la causa de del periodo de flotación de 1974 a 1983. El índice Hang Seng cayó 6.3 por ciento en 1974 y llegó al 105 por ciento al año siguiente El PIB cayó 2.7 por ciento en 1975 y más de 16 por ciento en 1976, la inflación fue

¹⁹ El Banco Mercantil de India Australia y China desapareció en 1970.

de 2.7 en 1975 alcanzando 15.5 por ciento en 1980 y el dólar de Hong Kong se depreció contra el dólar estadounidense de HK\$5.1 en 1981 a HK\$9.60 en 1983.²⁰

Bajo el régimen de tipo de cambio fijo, de 1984 a 1994:

- El crecimiento real del PIB fue de 6.4 por ciento, y Hong Kong superó el ingreso per capita del Reino Unido.
- El excedente comercial fue de 7.7 del PIB
- Los excedentes fiscales fueron de 2.1 por ciento del PIB
- La inflación fue de 7.7 entre 1982 y 1994, comparada con el 12.6 por ciento entre 1976 y 1983.

Esto resultó en una oferta de dinero que estaba determinada por la demanda. Las tasas de interés estaban cercanas a las de Estados Unidos. Las autoridades monetarias de Hong Kong permitieron que los bancos que emitían dinero ofrecieran la cantidad de dinero que se demandaba.

Shocks externos

Aunque se pensaba que con un tipo de cambio fijo la inflación en Hong Kong debería ser similar a la de los Estados Unidos, esto no llegó a ocurrir en el periodo de 1983-1995, más de 12 años. El tipo de cambio dio aproximadamente el mismo nivel de inflación solo en productos de intercambio comercial, los cuales proveen de un precio ancla.

Uno de los principales argumentos de los consejos monetarios es que no permite el uso de las tasas de interés para combatir los shocks externos. Medidos en términos de precios domésticos, los intereses reales se volvieron negativos en el periodo de 1991-1994. Las autoridades monetarias de Hong Kong no podían controlar las tasas de interés nominal; a través de arbitraje, tenían que estar a un nivel similar de Estados Unidos.

En el caso de Hong Kong, uno de los shocks que más daño han hecho son los políticos. Por ejemplo, en septiembre de 1983 hubo amenazas de la gente de la República Popular de China de invadir y “restaurar el orden” en respuesta al pánico y salidas de capitales a mediados de

²⁰ Walters Allan, “The experience of Hong Kong”, Currency Boards and External shocks, How much pain, How much gain?, The World Bank, Washington, D.C. 1997 p. 12

1983. La crisis política aumentó el colapso económico. Pero todo esto ocurrió antes de la introducción del consejo monetario. El colapso del dólar de Hong Kong fue la ocasión para insistir en que la confianza no se podía reestablecer a menos que se volviera a fijar la moneda. Un anuncio, precedido de un rumor no oficial de que el dólar de Hong Kong volvería a ser fijo, detuvo las salidas de capital.

Se observó entonces un reflujo de capitales volviendo hacia Hong Kong, los productos abarrotaron los almacenes mientras las compras de pánico desaparecían. La recuperación parecía ser un milagro. También se esperaba que otros eventos causarían un efecto negativo en el sistema financiero de Hong Kong, como la caída de la bolsa en 1987, la Guerra del Golfo en 1990, y el colapso del mecanismo de cambio europeo en 1992-3. Sin embargo, el más grande shock fue el “efecto tequila” en 1994, el efecto en el tipo de cambio fue pequeño y limitado a los primeros días de 1995, hubo un descenso en la actividad económica, y la tasa de desempleo tuvo un ligero incremento.

Las razones del éxito en Hong Kong

La susceptibilidad de Hong Kong a la influencia de la gente de la Republica Popular de China es obvia. Aunque se pensaba que los cambios en la política de China serían la causa de la inestabilidad en Hong Kong, la evidencia muestra resultados distintos.

La gran liberalización del pueblo chino proclamada en 1978, comenzó en 1979 y continuó rápidamente hasta 1983. Este periodo coincidió con los índices económicos de mas grande volatilidad en Hong Kong, y parecía que el tipo de cambio fijo no ayudaba para la estabilización de la economía.

Mientras se completo la liberalización en China, Hong Kong había hecho grandes ajustes estructurales, al tiempo que se desarrollaban vínculos con el sur de China. El bajo costo de mano de obra en China asociado con la política del “*Know-How*” originada en Hong Kong, vieron desaparecer las manufacturas de Hong Kong y emigrar hacia China. Mas del 70 por ciento del PIB proviene de los servicios. Así, Hong Kong se ha convertido en el centro de servicios del sur de China. La mayoría de estos ajustes han ocurrido en un ambiente de relativa

estabilidad bajo los auspicios del consejo monetario durante los últimos 13 años. El éxito del consejo monetario en Hong Kong funcionó bien debido a que las reformas en China facilitaron el crecimiento y sirvieron como colchón para el ajuste.

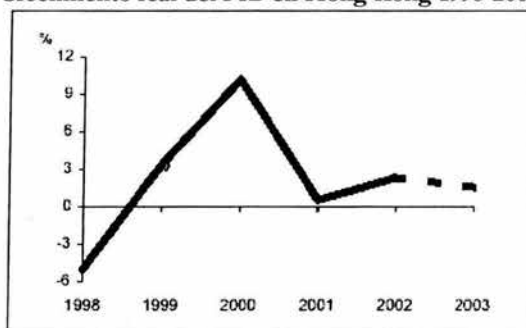
Cuadro No 5

INDICADORES ECONOMICOS DE HONG KONG BAJO CONSEJO MONETARIO						
	1998	1999	2000	2001	2002	2003*
PIB (US\$mmd)	165.3	160.7	165.4	164.0	161.5	159.2
PIB per capita US\$	25 265	24 345	24 841	24 412	23 697	23 125
Crecimiento real PIB	-5.0	3.4	10.2	0.5	2.3	1.5
Inflación	2.9	-4.0	-3.8	-1.6	-3.0	-2.6
Tasa de Desempleo	4.7	6.2	5.0	5.1	7.3	7.8

Fuente: Australian department of Foreign Affairs and Trade, Hong Kong, Fact Sheet

(*)Sujeto a revisión

Gráfica 3
Crecimiento real del PIB en Hong Kong 1998-2003*



Fuente: IMF, Statistics 2003.

*2003 sujeto a revisión

El caso de Hong Kong es diferente, con su libre comercio y su régimen liberal, es tal vez la economía más flexible en el mundo, el segundo mercado bursátil más grande de Asia, quinto centro bancario internacional y mercado de cambios por el volumen de sus transacciones, el primer puerto en manejo de contenedores, el segundo en manejo de carga aérea, teniendo como rivales solo a Singapur y Nueva Zelanda. Los principales socios comerciales de Hong Kong son China, Estados Unidos, mientras que la fuente de sus importaciones son China Taiwán y Japón.

Cuadro No 6
Relaciones Comerciales de Hong Kong (%)

Principales destinos de exportaciones 2002			Importaciones, país de origen 2002		
1	China	39.3%	1	China	42.2%
2	Estados Unidos	21.3%	2	Taiwán	11.3%
3	Japón	5.4%	3	Japón	7.2%
4	Reino Unido	3.5%	4	Estados Unidos	5.7%
5	Alemania	3.1%	5	Korea	4.7%

Fuente: Australian Department of Foreign Affairs and Trade. Hong Kong, Fact Sheet

La solidez del dólar de Hong Kong esta apuntalado por reservas (112 500 millones de dólares al año 2000) que están más allá de cualquier país normal como Argentina o Colombia, y la mayoría de las reservas son resultado de excedentes fiscales (con un notable gasto público bajo) de alrededor del 2 por ciento del PIB en 2002.

3.8 La experiencia de Argentina

Historia

La Ley Bancaria de 1887 (Ley 2.216) requería de bancos que desearan emitir billetes para mantener los bonos del gobierno iguales al monto de los billetes emitidos. Después de una época de cosechas pobres, una crisis bancaria y un intento golpista en 1890, el Gobierno Argentino declaro no poder pagar su deuda externa. (la crisis hizo quebrar a la firma bancaria londinense Baring Brothers) Esta crisis condujo al gobierno a reexaminar si la emisión debería estar vinculada a la deuda del gobierno.

El gobierno decidió reemplazar el sistema existente con una emisión monopólica, y estableció una “Caja de Conversión” por medio de la Ley 2.471 del 7 de octubre de 1890. La Caja estaba gobernada por un consejo directivo de cinco miembros nombrados por el presidente de Argentina y aprobados por el senado, el cargo duraba cinco años.²¹

²¹ Schuler, A. Kurt, 1992, “Currency Boards” Dissertation, George Mason University, Fairfax, Virginia.

El propósito de la Caja era reestablecer la convertibilidad del peso argentino en oro. Sin embargo, solo sirvió como conducto para la emisión de dinero fiduciario. La Ley 3.871 del 4 de noviembre de 1899 estableció un tipo de cambio de 0.6387084 gramos de oro por peso. La Ley prohibía a la caja incrementar su emisión a menos que estuviera respaldada al 100 por ciento por oro. La primera emisión de dinero fiduciario (cerca de 293 millones de pesos en billetes) llegaron a ser el núcleo de circulación de la caja.

La caja no tuvo reservas de oro hasta 1902, cuando Argentina pasó por un momento de prosperidad, las reservas en oro se incrementaron de 0.11 por ciento en 1902 a casi 73 por ciento en 1913.

Argentina suspendió el patrón oro en agosto de 1914, prohibiendo la exportación de oro al inicio de la Primera Guerra Mundial (Leyes 9.447, 9.479, 9.481, 9.483 y 9.506). El sistema de Consejo Monetario se suspendió también. Al tiempo de la suspensión, la Caja de Conversión tenía reservas de oro del 60 por ciento, los bancos tenían reservas del 33 por ciento de depósitos, y el sistema monetario en su totalidad mantenía reservas en oro de 31 por ciento en depósitos del público.

Las razones de la suspensión de la convertibilidad parecían haber sido que Argentina no deseaba el riesgo de una deflación. Durante la guerra el peso permaneció cerca de su paridad de preguerra contra el dólar estadounidense y la libra esterlina. La depresión de posguerra de 1920-1 disminuyeron el valor de las exportaciones agrícolas argentinas, causando que el peso se depreciara en un 50 por ciento contra el US dólar. A mediados de 1920, las condiciones económicas mejoraron, y el peso se recuperó casi a los niveles de preguerra. Argentina permitió nuevamente la exportación de oro en 1925 y reasumió el patrón oro el 25 de agosto de 1927.

Argentina regresó a la convertibilidad y al sistema de Consejo Monetario, con el aumento de la tasa de interés en Estados Unidos, los capitales salieron de Argentina. De julio de 1928 a fines de 1929, Argentina sufrió de pérdida de oro por 426 millones de pesos, que ya había alcanzado un 40 por ciento combinada con las reservas de la caja y los bancos. En diciembre de 1929, el

presidente usó las facultades que le otorgaban la Ley 9.506 de 1914 para suspender el patrón oro mediante un decreto ejecutivo.

La Caja de Conversión tenía suficientes reservas para enfrentar una salida masiva de oro, pero tal vez muchos bancos no hubieran sobrevivido a la deflación resultante. Argentina estableció un banco central en 1935 para reemplazar la caja de Conversión, durante 45 años que fue su periodo de duración (1890-1935) la caja operó como un Consejo Monetario solo 14 años (1902 a 1914 y de 1927 a 1929).

Los años siguientes fueron desastrosos para Argentina, pero empeoraron después de la era de Perón de 1950 a mediados de 1970. Al principio, un número de regímenes populistas en esta era implantaron políticas proteccionistas, ayudando a dar a Argentina una imagen de economía emergente. Sin embargo, en 1970 enfrentó un revés económico que lo condujo a un severo régimen militar en 1976.²²

Así, bajo el régimen militar de los años 70 Argentina enfrentó seis grandes problemas:

- Excesiva dependencia en mercados internacionales inestables
- Gran dependencia de capitales externos
- Intervención fallida del gobierno en el mercado interno.
- La industria y la agricultura estancadas.
- Grandes movimientos de trabajadores
- Un gran sector público, con gasto excesivo.

Los ochenta fueron una década perdida para muchos, pero mucho más para Argentina que para el resto. Porque las altas tasas de inflación, y la imposibilidad de estabilizar el tipo de cambio en un nivel aceptable y compatible con el fomento del ahorro y la atención de los pagos de la deuda, no sólo empeoraban las condiciones de acceso al crédito externo, sino también el nivel de vida de la población, en especial los sectores más desfavorecidos.

²² ECLAC, Economic survey of Latin American and the Caribbean 2001-2002, Case Study: Argentina's Economic Crisis.

Los nuevos líderes trabajaron para liberalizar la economía, haciéndola competir con productos importados. Un gran monto de préstamos externos fueron usados para subsidiar la industria, con estas deudas pronto se llegó a la categoría de los tres países más endeudados del mundo en 1982.

En 1980 cuatro bancos quebraron, enviando la economía a una crisis, estos bancos se habían sobreextendido durante el periodo de protección y ayuda del gobierno. Mientras la Junta Militar permitía cada vez más la competencia dentro de Argentina, los bancos se dieron cuenta que expandieron sus intereses más allá de sus capacidades. En 1980 cerca de 40 bancos quebraron debido a la combinación de altas tasas de interés y malos préstamos. La mayoría de estos habían sido adquiridos por el Banco Central.

La solución eventual a la inflación fue devaluar el peso, que estaba sobrevaluado en un 30 por ciento. Argentina necesitaba un cambio más que su moneda, las presiones de grupos internos hicieron cambiar a la Junta Militar por una democracia, del presidente Leopoldo Galtieri al presidente Raúl Alfonsini.

Cuando la inflación comenzó a incrementarse, Alfonsini inició el Plan Austral de 1985. Este plan consistía en devaluar el peso, una reforma monetaria y el congelamiento de los salarios para mitigar la inflación. El Plan funcionó bien bajando la inflación en un 100 por ciento. Sin embargo, la inflación aumentó nuevamente en 1987, al año siguiente se congelaron los salarios nuevamente, pero esta vez solo retardó la creciente inflación. Un problema monetario condujo a una hiperinflación en menos de un año.

En los años siguientes, la inflación continuó aumentando mientras los salarios y el empleo caían. El problema económico llevó a una crisis política, esta vez Carlos Menem asumió la Presidencia.

A pesar de sus promesas de campaña populistas, Carlos Menem comenzó a combatir la crisis Argentina con un estricto programa económico neoliberal. Comenzó con la Ley de Emergencia Económica y la Ley de Reforma del Estado para vender empresas en manos del estado. En política económica trabajó al lado de Domingo Cavallo como Ministro de

Economía, quien trabajó con el Banco Mundial y la comunidad internacional para crear las soluciones al problema de Argentina.

- Modernizó el sistema de privatizaciones.
- Diseñó la Ley de Convertibilidad para establecer un estándar de dólar, requiriendo al gobierno respaldar el dinero en circulación con Dólares estadounidenses.
- Rediseñó la moneda argentina y estableció el cambio de 1 a 1 con el US dólar.

El 1 de abril de 1991, el Congreso de Argentina aprobó la Ley de Convertibilidad (Ley 23.928). Esta ley obliga al banco central emitir moneda doméstica (peso) exclusivamente contra el valor de reservas en dólares a un tipo de cambio de 1 a 1. A diferencia de los consejos monetarios ortodoxos, la Ley de Convertibilidad daba al banco central algunas facilidades para actuar como prestamista de última instancia. Según esta ley, la base monetaria no requería un respaldo del 100 por ciento, solo un 80 por ciento debía ser respaldada por reservas.²³

La convertibilidad surgió entonces más que como un plan orgánico, como una medida pragmática, basada en todo este contexto de antecedentes. Como un plan para estabilizar la moneda, para mejorar la relación de indicadores como Deuda externa/PIB, pero sobre todo para crear un importante efecto ingreso para todos aquellos sectores con capacidad de acumulación, grande y pequeña.²⁴

Para el común de los argentinos la convertibilidad ha consistido simplemente en tener una paridad uno a uno con el dólar estadounidense, con el mérito de que la inflación se detuvo por completo. El tema de la paridad real o de equilibrio ha sido siempre soslayado, o mostrado de un modo tal que hace imposible tener una idea de la verdadera magnitud de la apreciación sobre la cual se basó esta paridad 1 a 1.

²³ Zarazaga E. Carlos, 1995, "Argentina, Mexico and Currency Boards: Another Case of Rules Versus Discretion", *Economic Review*, Fourth quarter, Federal Reserve, Bank of Dallas.

²⁴ Kozulj, Roberto, 2001, "Los desequilibrios de la economía Argentina: una visión retrospectiva y prospectiva a diez años de la Convertibilidad", Fundación Bariloche, Documento de trabajo FB 2/01

Shocks externos

Cuando el peso argentino enfrentó un ataque especulativo a principios de 1995, los artífices de la política monetaria poco pudieron hacer para defender la moneda debido a el acuerdo de garantizar que por lo menos el 80 por ciento de la base monetaria se cubriría por reservas extranjeras. El precio fue uno de los más severos pánicos bancarios en la historia moderna de Argentina.

El pánico financiero argentino comenzó con un congelamiento de liquidez en el llamado *Bank Extrader*, un pequeño banco que poseía cerca del 0.2 por ciento del total de los depósitos del sistema financiero argentino, este banco estaba a la suerte de los bonos y certificados mexicanos. Cuando el valor de éstos cayeron dramáticamente después de la devaluación del peso mexicano el 20 de diciembre de 1994, el banco no pudo hacer frente a sus deudas de corto plazo especialmente a las que eran pagaderas al vencimiento. Esta escasez obligó al Banco Central a disponer del banco e hipotecarlo el 18 de enero de 1995.

El temor de que otros bancos corrieran la misma suerte causaron un pánico bancario. Repentinamente, el sistema financiero argentino estaba inundado de la indiscriminada reacción en cadena que el “efecto Tequila” provocó en los mercados financieros de Latinoamérica. Casi inmediatamente, las disposiciones contra los bancos se convirtieron en disposiciones contra la misma moneda. La gente pensaba que se devaluaría el peso como lo había hecho México poco antes. La mayoría de los retiros del sistema financiero argentino se usaron para comprar dólares que luego fueron enviados al extranjero.

A finales de 1995, Argentina había perdido el 18 por ciento de sus depósitos que tenía antes de la devaluación del peso mexicano. Como medida para contrarrestar la severidad de la contracción, Argentina experimentó en solo tres meses la misma contracción proporcional en sus depósitos como lo hizo Estados Unidos durante los dos primeros años de la Gran Depresión. En la etapa del pánico financiero, muchos bancos fueron forzados a suspender el pago de los depósitos. Muchos inversionistas –extranjeros y domésticos- aún no han recuperado sus capitales.

La completa interrupción de la cadena de pagos y el cierre de los mercados de crédito causó estragos en la economía real de Argentina, en el segundo cuatrimestre de 1995 el PIB cayó cerca del 5 por ciento del nivel que tenía en el mismo periodo del año anterior.

La combinación de un tipo de cambio fijo, un déficit en cuenta corriente, deudas internacionales de corto plazo y un débil sistema bancario, hicieron de Argentina la principal víctima del efecto tequila. Experimentando salidas de capitales; el sistema bancario se vio muy vulnerable, el gobierno se enfrentó al problema de restaurar la confianza en la moneda y al mismo tiempo darle soporte al sistema bancario.²⁵

La evolución del *cuasi-consejo monetario* argentino durante esa etapa demostró que los CM pueden alejar las devaluaciones, pero debido a su muy limitada habilidad de actuar como prestamista de última instancia pueden provocar problemas financieros repentinamente. Sin embargo, este era tan solo el primer aviso antes del colapso.

A principios de 1997 comenzó una crisis económica en Tailandia y pronto se extendió por toda la región asiática. Al principio Argentina y el resto de Latinoamérica subestimaron el efecto que la crisis asiática podría tener en sus economías. Brasil fue el primer país que se vio afectado, la devaluación de la moneda brasileña y la caída de sus importaciones de los países vecinos afectaron a muchos países de la región incluyendo Argentina.

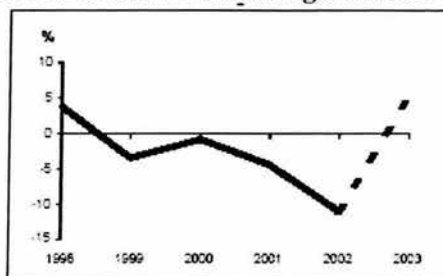
En la segunda mitad de 1998 y la primera de 1999 se observó una recesión en la mayoría de los países Latinoamericanos, además de la inflación y el débil crecimiento del PIB, el desempleo se incrementó. Especialmente en Argentina, Chile, Colombia, Ecuador y Venezuela. Desde el inicio de la recesión en 1998, Argentina ha tratado de estabilizar la economía. Con las reformas del sistema financiero que empezaron en diciembre de 1999 se hizo necesario un crédito del FMI en el año 2000.

A principios de ese mismo año y a pesar de los esfuerzos del gobierno argentino en la nueva política económica, el crecimiento fue negativo y la economía estaba otra vez estancada. Las

²⁵ Williamson, John, 1997, "Features and Implications of Currency Boards: Thoughts about the Argentine Situation" The World Bank. P.8

causas de la recesión eran externas como internas. Externamente, la fuerza del dólar estadounidense hizo subir las tasas de interés en las economías emergentes y la desaceleración de la actividad económica afectó el crecimiento de Argentina.

Gráfica 4
Crecimiento del PIB Real en Argentina 1998-2003*



Fuente: IMF Statistics, ADFAT 2003

*Sujeto a revisión

Asimismo, la confianza de los consumidores disminuyó y la caída de los negocios fueron causas fundamentales de los problemas financieros del país. El 3 de mayo de 2001 el gobierno argentino nuevamente pidió ayuda al FMI mediante una carta de intención, esta vez trabajaron juntos para crear una nueva estrategia con reformas estructurales que estaban destinadas a reactivar el crecimiento y políticas fiscales para combatir la inflación.²⁶

Sin embargo en diciembre de 2001, una crisis de confianza en el sector bancario argentino llevó a una amenaza de colapso bancario. En un intento de frenar la crisis en el sistema financiero, el gobierno congeló las cuentas bancarias, lo que agudizó el descontento popular y terminó en violentas protestas en Buenos Aires.

Durante el primer mes del mandato del presidente Eduardo Duhalde, el congreso otorgó al presidente las facultades para devaluar el peso contra el dólar. Bajo su plan económico, Duhalde resalta la importancia de reestructurar el sistema bancario, aunque en los últimos meses todo se ha salido de control.

²⁶ Taylor, Lance, "Argentina: A Poster Child for the Failure of Liberalized Policies?", Challenge/November-December 2001.

Actualmente, además de los pesos argentinos, emitidos por el Banco Central, existen unos 12 tipos de Bonos y Créditos²⁷ que circulan entre provincias que fueron emitidos por las mismas autoridades de los diferentes estados. Estos bonos se comenzaron a para pagar los sueldos de los empleados públicos y las jubilaciones. Pero ahora se han convertido en una cuasi-moneda que circula de la misma forma que los pesos argentinos, incluso más rápido ya que nadie desea atesorarlos debido a la falta de respaldo del banco central.

Los Bonos tienen una fecha de vencimiento (algunos vencen dentro de unos años), pero nadie sabe quien los pagará al vencimiento. Se calcula que están circulando 6 mil 700 millones de pesos en Bonos y 14 mil millones en moneda real. Lo que genera la desconfianza general y el temor a volver a los años de hiperinflación.

El caso de Argentina demuestra que los consejos monetarios tienen poca habilidad de controlar las crisis financieras, cuando estas ocurren en una país moderno e independiente que aquellas que afectan a las colonias, que generalmente son citadas por los defensores de los CM como casos de éxito.

Las razones del fracaso en Argentina

Con la reciente experiencia de Argentina, existe un gran debate acerca de las causas de la crisis. Algunos argumentos son los siguientes:

- (1) *El sistema monetario, conocido localmente como "Plan de Convertibilidad" no era un Consejo Monetario Ortodoxo.*
- (2) *El tipo de cambio de 1 a 1 con el dólar hacía que el peso estuviera persistentemente sobrevaluado.*
- (3) *Como resultado, las exportaciones de Argentina cayeron para dar paso a la recesión.*

Pocos especialistas en Consejos Monetarios ha hecho la distinción entre CM ortodoxos y Cuasi-consejos monetarios. El sistema de convertibilidad argentino nunca fue un consejo monetario sino un cuasi-consejo monetario que dejó al Banco Central de la República Argentina intacto, incluso con algunas facultades y políticas discrecionales.

²⁷ Aunque los Créditos solo circulan dentro de los llamados "círculos de trueque", es otra forma de moneda virtual y el uso de este mecanismo es una muestra mas de la desconfianza de la población argentina en su sistema financiero actual.

Recordemos que un CM ortodoxo tiene tres importantes características. (1) un tipo de cambio rígido con una moneda ancla, (2) plena convertibilidad a la moneda ancla al mismo tipo de cambio, y (3) reservas al 100 por ciento o poco más de sus obligaciones monetarias, en moneda extranjera, con estas tres características se supone que un consejo monetario no dará lugar a políticas monetarias discrecionales. El sistema de convertibilidad argentino carecía de las tres anteriores.

El tipo de cambio de 1 peso por dólar duró de Abril de 1991 a Enero de 2002. Sin embargo, Domingo Cavallo, después de convertirse en Ministro de Economía, anunció un plan para convertir el tipo de cambio vinculado al dólar estadounidense y juntarlo con una canasta de monedas (mitad dólares y mitad euros). La ley fue aprobada en Junio pero causo que la gente se preguntara si los otros elementos de la convertibilidad eran igual de inseguros. Los intereses interbancarios se suplicaron inmediatamente, y nunca regresaron a los niveles anteriores por un periodo largo de tiempo.

Cuando fue introducido el sistema de convertibilidad en abril de 1991, casi no habían controles de cambio, y los que existían fueron después eliminados como letras muertas. El tipo de cambio era una simple medida. El 19 de junio de 2001, el gobierno comenzó a ofrecer cambios preferenciales para las exportaciones –un tipo de discriminación que es contrario a un consejo monetario ortodoxo. A principios de diciembre, el gobierno anunció un congelamiento de los depósitos bancarios (corralito). El cual permanece en efecto, aunque en forma modificada.

Debido a que el peso estuvo fijado 1 a 1 con el US\$ dólar durante los 90s, el peso estaba sobrevaluado. Aunque fue un mecanismo que funcionó para evitar la inflación y funcionaba para los inversionistas extranjeros, los precios de los productos en los mercados extranjeros eran altos y debilitaron las exportaciones al tiempo que las empresas exportadoras argentinas no podían competir con esos precios elevados. Mientras que el país se adaptaba a la gran apertura del comercio mundial, las importaciones se incrementaban rápidamente, La mayoría de estas fueron utilizadas para el consumo y servicios como la actualización del obsoleto sistema telefónico. El resultado fue tener un déficit comercial.

La preocupación por la deuda gubernamental se ha trasladado a la economía en su conjunto, particularmente al sistema financiero, debido a la falta de compartimentos. La totalidad del sistema financiero está contagiado por los problemas financieros del gobierno. La moneda ha sido el medio principal de contagio de los problemas financieros del gobierno al sistema financiero y de allí al resto de la economía. El peso se está negociando a 1.3 o más por dólar fuera de Argentina.

La gente teme que los medidas anunciadas el 1° de diciembre sean extendidas a una conversión forzada de depósitos en dólares a pesos y a una inmovilización de depósitos tal como ocurrió en 1989 (el plan Bonex) y en 1982 (el primer plan Cavallo). Durante ambos episodios la rápida depreciación de la moneda redujo enormemente el valor real de los depósitos antes de que éstos fueran congelados.

Argentina está actualmente en una espiral económico descendente que tiene el potencial de terminar en caos político y mayor miseria económica. La actual situación es el resultado principal de las políticas cambiantes del gobierno argentino que han reducido los incentivos para producir nueva riqueza y han preocupado a la gente con la idea que el gobierno pueda confiscar gran parte de la riqueza existente. El siguiente cuadro muestra las cifras del deterioro de la economía Argentina bajo su régimen de cuasi-consejo monetario

Cuadro No 7

INDICADORES ECONOMICOS DE ARGENTINA BAJO CUASI -CONSEJO MONETARIO

	1998	1999	2000	2001	2002	2003(*)
PIB (US\$mmd)	299.1	283.7	284.3	268.8	102.0	123.2
PIB per capita US\$	8 286	7 776	7 694	7 192	2 699	3 222
Crecimiento real PIB	3.8	-3.4	-0.8	-4.4	-10.9	5.1
Inflación	0.9	-1.2	-0.9	-1.1	25.9	13.9
Tasa de Desempleo	11.8	13.0	14.5	16.4	18.8	16.2

Fuente: Australian Department of Foreign Affairs and Trade, Argentina Fact Sheet y Banco Central de la Republica Argentina (*) Sujeto a revisión.

Cuadro No 8

Cronología de los acontecimientos económicos más importantes en Argentina desde 1999

Diciembre 10, 1999	Fernando De la Rúa (coalición de la Alianza) sucede a Carlos Menem (Peronista) como Presidente. Economía en recesión desde septiembre 1998. La tasa de riesgo país de Argentina es de 6,10 puntos porcentuales en el rendimiento de los Bonos del Tesoro Estadounidense.
Enero 1, 2000	Paquete de incrementos en la alícuota de los impuestos se pone en vigencia. La recaudación impositiva estará por debajo de lo previsto.
Diciembre 18, 2000	El Fondo Monetario Internacional envía un paquete de ayuda financiera de US\$ 40 mil millones
Marzo 2001	El Ministro de Economía José Luis Machinea renuncia el 2 de marzo. Ricardo López Murphy asume el 4 de marzo y renuncia el 19 de marzo luego que los funcionarios del Frepaso renuncian para protestar por el recorte presupuestario propuesto. Se nombra a Domingo Cavallo el 20 de marzo, revela un plan el 21 de marzo implementando un impuesto a las transacciones financieras y aumento de las tarifas.
Abril 17	Cavallo envía una proyecto de ley al Congreso para eventualmente atar al peso a un promedio de 50-50 con el dólar y el euro (aprobada como ley el 25 de junio).
Abril 25	El presidente De la Rúa reemplaza al Presidente del Banco Central, Pedro Pou por Roque MacCarone por acusaciones de lavado de dinero.
Junio 3	El gobierno dice que canjeó US\$ 29,477 mil millones de la deuda
Junio 15	Cavallo anuncia una tasa de cambio preferencial para exportaciones (comienza en Junio 19).
Julio 11-26	Tres agencias calificadoras reducen drásticamente los niveles de crédito. La tasa de riesgo país aumenta por arriba de 13 puntos porcentuales
Julio 30	El Congreso pasa la ley de "déficit cero" en respuesta a la menor recaudación de impuestos. Ésta incluye el aumento del impuesto a las transacciones financieras
Agosto 21	El Fondo Monetario Internacional recomienda un aumento de US\$ 8 mil millones al acuerdo de préstamo stand-by de US\$ 14 mil millones (aprobado el 7 de Septiembre).
Octubre 14	La oposición peronista gana la mayoría en la Cámara de Diputados y retiene el control del Senado en elecciones de medio término
Noviembre 1°	De la Rúa y Cavallo brindan detalles de nuevas medidas, incluyendo un canje de la deuda de casi los US\$ 132 mil millones de la deuda pública
Noviembre 30	Ofrece tomar parte en el canje de la deuda local que excede US\$ 50 mil millones. Tasas de interés <i>call promedian</i> 689% por miedo a una devaluación.
Diciembre 1°	Cavallo anuncia restricciones en el retiro de depósitos y en las transferencias de fondos al exterior. Las medidas son puestas en vigor el 3 de diciembre.
Diciembre	El Fondo Monetario Internacional anuncia que no va a desembolsar US\$ 1.3 mil millones. El Banco Central impone altos requerimientos de reservas a los nuevos depósitos para desalentar cambios de depósitos dentro del sistema bancarios de ayuda a Argentina este mes. La tasa de riesgo país supera los 40 puntos porcentuales. Huelga general en protesta por las medidas económicas recientes. Motines y levantamiento; se declara el estado de sitio; Cavallo renuncia, luego renuncia De la Rúa.
Enero 1, 2002	Eduardo Duhalde, elegido por el Congreso, toma posesión de la presidencia
Enero 6	Ley de Emergencia Pública y Reforma del Tipo de cambio
Enero 9	El peso se devalúa a 1.40 por dólar para ciertas transacciones, flotante para el resto. Pesificación de los depósitos bancarios a 1.40 pesos por dólar.
Febrero 11	Reabre el mercado de cambios, el peso cae alrededor de 2 por dólar
Marzo 25	La venta al por menor del peso alcanza 4 por dólar.

Fuente: Schuler Kurt, "Fixing Argentina", A Cato Institute Working Paper, April 26, 2002.

CAPITULO IV

LA DOLARIZACIÓN

4.1: ¿Qué es la dolarización?

El análisis se centra aquí en una *dolarización total ó plena*, o en que un país adopte oficialmente la moneda de otro país para el desempeño de todas las transacciones financieras, exceptuando quizás el empleo de moneda fraccionaria.²⁸ Dos aspectos son importantes en este análisis:

Aunque la palabra *Dolarización* tiene un uso genérico: por dólar se puede entender cualquier otra moneda; la situación significa siempre que un país utiliza la moneda de otro. Una acepción alternativa del término se refiere a una economía en la cual se deja competir libremente a la moneda nacional con el dólar u otras monedas extranjeras, todas de curso legal y con tipos de cambio flotantes. Por dolarización entendemos el abandono de la moneda local y su reemplazo por una moneda extranjera, la cual puede ser, aunque no es condición necesaria, el dólar de Estados Unidos.²⁹

Sin embargo, la realidad actual es que efectivamente los dólares estadounidenses dominan las finanzas internacionales en el mundo –siendo la excepción Europa y su periferia de pequeños países quienes luchan por mantener la estabilidad contra el Euro. En un mundo de aproximadamente 150 monedas, el dólar se ha convertido en un excelente mecanismo de cambio internacional. Aparte de el gran tamaño de la economía estadounidense, las razones de su éxito han sido históricas.

Al término de la Segunda Guerra Mundial, los Estados Unidos proveyeron de la mayoría de los recursos para la creación del Fondo Monetario Internacional, el Plan Marshal y el Plan Dodge, que se encargaron de restaurar y estabilizar el nivel de precios entre los países industriales mientras abastecía las reservas oficiales. El único mercado de capitales sin controles de cambio era el estadounidense.

²⁸ Sobre este aspecto se profundizará en la experiencia de Panamá y Ecuador.

²⁹ Berg Andrew, Eduardo Borensztein, 2000, "The Pros and Cons of Full Dollarization", Economic Issues No 42, International Monetary Fund. P. 2

Así, el dólar estadounidense, bajo la cobertura legal del FMI y su brazo financiero (la Reserva Federal) se convirtió en la reserva oficial y sirvió como moneda de *intervención* en la que los gobiernos de los países miembros (industrializados y en desarrollo) fijaron sus tipos de cambio. Mientras que los Estados Unidos mantenían sus niveles de precios estables, estas fijaciones al dólar servían como ancla para los niveles de precios de los países participantes.³⁰

Incluso cuando el conductor de la moneda americana -la Reserva Federal- estaba manejando mal la inflación durante la toda la década de 1970 y a inicios de los 80, el dólar demostró sorpresivamente ser resistente. Aunque muchos países industriales tenían para entonces abiertos sus mercados financieros y flotando sus tipos de cambio, el dólar no fue desplazado como vehículo internacional o moneda de reserva extranjera.

Sin embargo, el rol central del dólar en las finanzas internacionales tiene un lado oscuro: el potencial desplazamiento de las monedas nacionales para uso doméstico, este desplazamiento esta particularmente marcado en el contexto latinoamericano. Como medio de cambio, el dólar circula ampliamente por toda Latinoamérica, las cuentas bancarias en dólares son comunes y legales en la mayoría de los países.

La mayoría de los países en desarrollo –y también las economías en transición que están adoptando mecanismos de mercado- ya emplean alguna modalidad y extraoficial de la dolarización. En mayor o menor grado, los residentes de estos países ya mantienen moneda extranjera y depósitos expresados en moneda extranjera en los bancos nacionales. En los países de inflación elevada, el dólar de Estados Unidos u otra moneda fuerte, se utiliza ampliamente en las transacciones diarias junto con la moneda nacional.

Hasta julio de 2002 existían 32 economías oficialmente dolarizadas con una población total de alrededor de 13 millones de habitantes. Todos los países dolarizados son muy pequeños, muchos son islas, frecuentemente con solamente unos miles de habitantes. Seis países son miembros del FMI: Kiribati, Islas de Marshall, Micronesia, Palau, Panamá, y San Marino. De

³⁰ McKinnon, R. I., "On the Periphery of International Dollar Standard: Canada, Latin America, and East Asia", North American Journal of economics and Finance, November 2000 p. 108

estos seis, el más conocido es Panamá, que en el año 2000 contaba con una población de 2,8 millones de habitantes y un PIB de más de US\$16.6 mil millones.

Cuadro No 9
Economías oficialmente dolarizadas al mes de julio de 2002

País	Población	PIB (US\$ mmd)	Estado Político	Moneda	Desde
Samoa Americana	67 000	0.5	Territorio de EU.	Dólar estadounidense	1899
Andorra	68 000	1.2	Independiente	Franco francés	1278
Islas vírgenes Británicas	21 000	0.3	Dependencia británica	Dólar estadounidense	1973
Isla de Cocos	600	0.0	Territorio australiano	Dólar australiano	1955
Isla de Cook	21 000	0.1	Territorio de Nueva Zelanda	Dólar de Nueva Zelanda	1995
Chipre	140 000	0.8	Independiente	Lira turca	1974
Timor	857 000	0.2	Independiente	Dólar estadounidense	2000
Groelandia	56 000	1.1	Región Danesa	Corona danesa	Antes de 1800
Guam	160 000	3.2	Territorio de EU	Dólar estadounidense	1898
Kiribatí	94 000	0.1	Independiente	Dólar australiano	1943
Kosovo	1 600 000	n.d.	Administración de la ONU	Euro	1999
Liechtenstein	33 000	0.7	Independiente	Franco suizo	1921
Islas Marshal	71 000	0.1	Independiente	Dólar estadounidense	1944
Micronesia	135 000	0.3	Independiente	Dólar estadounidense	1944
Montenegro	700,000	1.6	semi-independiente	Euro	2002
Monaco	32 000	0.9	Independiente	Franco Francés	1865
Nauru	12 000	0.1	Independiente	dólar Australiano	1914
Niue	2 000	0.0	Territorio de Nueva Zelanda	Dólar de Nueva Zelanda	1901
Isla Norfolk	2 000	0.0	Territorio externo de Australia	Dólar australiano	Antes de 1900?
Islas Mariana del Norte	75 000	0.9	EU Commonwealth	Dólar estadounidense	1944

Continuación

Pais	Población	PIB (US\$mmd)	Estado Político	Moneda	Desde
Palau	19 000	0.1	Independiente	Dólar estadounidense	1944
Panamá	2 800 000	16.6	Independiente	Dólar estadounidense, monedas metálicas en balboa	1904
Isla Pitcairn	n.d.	0.0	Dependencia Británica	Dólar estadounidense	1800
Puerto Rico	3 900 000	39.0	EU Commonwealth	Dólar estadounidense	1899
Ecuador	13 000 000	37.2	Independiente	Dólar estadounidense	2000
El Salvador	6 200 000	24.0	Independiente	Dólar estadounidense	2001
San Marino	27 000	0.9	Independiente	Lira italiana	1897
Tokelau	1 500	0.0	Territorio de Nueva Zelanda	Dólar de Nueva Zelanda	1926
Islas Turks y Caicos	18 000	0.1	Colonia Británica	Dólar estadounidense	1973
Tuvalu	11 000	0.0	Independiente	Dólar australiano	1892
Islas Vírgenes	120 000	1.8	Territorio de EU	Dólar estadounidense	1934
Ciudad del Vaticano	1 000	0.0	Independiente	Lira italiana	1929

Fuente: Kurt Schuler, "Encouraging Official Dollarization in Emerging Markets," staff report, Office of the Chairman, Joint Economic Committee, U.S. Congress, April 1999; CIA World Fact book 2001; press reports.

La mayoría de economías dolarizadas mantienen un régimen de cambio de moneda y de comercio extranjero muy libre, reflejado en la convertibilidad de sus monedas para transacciones de la cuenta corriente. De los seis países que son miembros del FMI, cinco han aceptado el estado del Artículo 8, que indica que el país tiene un sistema de cambio de moneda y de comercio extranjero muy libre. Estos países son también muy integrados en el sistema financiero mundial, especialmente Panamá. Y esta integración financiera en el área monetaria del dólar (ú otras monedas mayores) les ayudan mucho en conseguir ventajas de comercio extranjero libre, la ausencia de cambio de moneda la reducción de gastos en transacciones, y fácil acceso a los préstamos de bancos extranjeros.

Hay también una variación de la dolarización que se puede llamar sistema bimonetario, en el cual la moneda extranjera es la moneda de curso legal o se usa mucho y domina depósitos de bancos, pero no domina el pago de salarios e impuestos ni transacciones del día. En este caso, la moneda extranjera tiene un rol monetario importante, pero no único en el sistema monetario doméstico. Para el año 2002 habían 14 economías bimonetarias en el mundo. Como las economías dolarizadas, las economías con sistemas bimonetarios también son pequeñas, pero la economía media bimonetaria es más grande que la economía media dolarizada.

Por ejemplo, Namibia y Lesotho, que son miembros de la Junta de Área Monetaria (JAM) con África del Sur. En estos países, tanto el dólar namibiano como el loti de Lesotho circulan en relación 1:1 contra *rand* de África del Sur. También estos países son países independientes y únicos que consiguen señoreaje de la dolarización -ingresos de la creación de dinero- o del sistema bimonetario. JAM, también, contiene un acuerdo que distribuye el señoreaje para mantener el control de las juntas del sistema de cambio de moneda con los países extranjeros.

Cuadro No 10
Sistemas Bimonetarios al año 2002

País	Población	Estado Político	Moneda extranjera en uso	Desde
Las Bahamas	290 000	Independiente	Dólar de las Bahamas, US\$	1966
Bhután	1 900	Independiente	Ngultrum de Bhután, rupia india	1974
Bosnia Herzegovina	4 100	Independiente	Marka convertible de Bosnia, kuna croata, dinar yugoslavo	1998
Brunei Darussalam	300 000	Independiente	Dólar de Brunei, Dólar de Singapur	1967
Camboya	10 600	Independiente	Riel de Camboya, dólar de EUA	1980
Haití	8 000	Independiente	Gourde haitiano, dólar de EUA	n.d.
RDP Lao	4 700	Independiente	Kip de Lao, baht de Tailandia, dólar de EUA	n.d.
Lesotho	2 100	Independiente	Loti de Lesotho, rand sudafricano	1974
Liberia	2 900	Independiente	Dólar liberiano, dólar de EU	1944
Namibia	1 600	Independiente	Dólar de Namibia, rand sudafricano	1993
Tajikistan	5 800	Independiente	Rublo tayik, el uso de otras monedas es permitido	1994

Fuente: The Statesman's Year-Book; FMI World Economic Outlook.

Como las economías completamente dolarizadas, los sistemas bimonetarios típicos se fijan a economías más abiertas con regulaciones de cuentas corrientes y capitales relativamente libres. Frecuentemente, se usan como moneda ancla la moneda de una economía dominante o un grupo de economías que conducen la mayor parte de su comercio extranjero y transacciones capitales. Por eso, el uso de la moneda extranjera en economías domesticas se hace mas fácil por causa de su franqueza y dependencia de sus flujos extranjeros y capital extranjero de economías cercanas grandes.

4.2 El atractivo de la dolarización

La dificultad que los países comenzaron a enfrentar después del término del sistema de Bretton Woods para encontrar un tipo de cambio idóneo, obligaron a replantear la decisión de cual régimen monetario adoptar tomando en cuenta la apertura comercial y los mercados de capitales mundiales. Una de las soluciones mas recientes a los problemas monetarios es la dolarización oficial.

Según los defensores de la dolarización, su atractivo principal es que elimina el riesgo de devaluación fuerte o repentina del tipo de cambio del país. Esto puede llevar a que el país pague una prima de riesgo menor en sus empréstitos internacionales. Las economías dolarizadas pueden gozar de un nivel de confianza más elevado entre los inversionistas internacionales, tasas de interés más bajas para el crédito internacional, menores costos fiscales y niveles más elevados de inversión y crecimiento.

Con las tasas de interés bajas y mayor estabilidad de los movimientos internacionales de capital se reduce el costo del servicio de la deuda pública y se alienta a mayor inversión y crecimiento. Con la dolarización, desaparecería el recargo o prima de las tasas de interés por riesgo de devaluación, pero persistiría la prima por riesgo soberano o incumplimiento.³¹ Aunque el argumento es viable, hay que tener claro que son muy rigurosas las condiciones necesarias para que una moneda común funcione adecuadamente. Basta recordar el gran esfuerzo de convergencia en las políticas de apertura de sus mercados que hicieron los países de la zona del euro antes de adoptar una moneda común.

4.3 Costos y beneficios de dolarizar

Aquí se hace un análisis de los principales beneficios y costos de la dolarización.

Beneficios

- Reduce el costo de capital: en una economía dolarizada se elimina la incertidumbre cambiaria nominal, lo que se traduciría en una reducción de las tasas de interés nacionales.
- Elimina la incertidumbre cambiaria nominal y luego beneficia al comercio; el argumento es que a menor incertidumbre más fácil las transacciones y el comercio.
- Disminuye los costos de transacción: básicamente esto se refiere a los costos de cambiar físicamente una moneda por otra (comisiones y costos de transacción). Así, es más barato tener pocas monedas.
- Estimula la disciplina fiscal: desprovisto el Estado de moneda nacional, ya no puede recurrir al impuesto inflación para financiar el déficit fiscal o devaluar su deuda interna. Esto constituiría un freno al déficit fiscal y la expansión de la deuda pública. Como en América Latina la indisciplina ha sido crónica, este atributo de la dolarización es importante. Sin embargo, su validez descansa exclusivamente en la capacidad del mercado de capitales (nacional e internacional) de advertir a tiempo que el excesivo endeudamiento público pueda llevar al gobierno a interrumpir el servicio de la deuda o a abandonar la misma dolarización. Si ello ocurre, el alza de las primas de riesgo soberano actuará como freno de la irresponsabilidad fiscal. Mientras tanto, el Gobierno siempre puede elevar impuestos (generalmente distorsionadores) o recurrir al endeudamiento con entidades gubernamentales o multilaterales.

³¹ El riesgo soberano puede medirse por el margen que separa a la deuda pública de un país, expresada en dólares de Estados Unidos, de las obligaciones del Tesoro de Estados Unidos.

Costos

- Pérdida de señoreaje; uno de los temas más recurrentes en la discusión sobre la dolarización es la pérdida de señoreaje del banco central.
- Desaparición del prestamista de última instancia; otra de las objeciones recurrentes es que bajo esta sistema ya no existe un prestamista de última instancia; es decir, un Banco Central con capacidad para emitir con el fin de rescatar a las instituciones financieras con problemas de liquidez.
- Pérdida del poder de la política monetaria; aunque para algunos limitar el poder del banco central de hacer política monetaria activa es un beneficio, la política monetaria puede permitir amortiguar los *shocks*, cuando estos son anticipados oportunamente por la autoridad. La capacidad de usar bien este instrumento depende de la existencia de asimetría de información entre las autoridades y el mercado, situación que por cierto es excepcional. Adicionalmente, la estructura de incentivos que enfrentan las autoridades monetarias para cumplir su función estabilizadora puede no ser adecuada. La mejor institucionalidad parece ser la de un banco central autónomo, pero esta lejos de ser perfecta. Aún así es conveniente contar con el instrumento monetario para efectuar la función estabilizadora indicada en los casos excepcionales en que es útil.
- Dificulta el ajuste de precios relativos; el clásico argumento de Friedman en relación a la conveniencia de los tipos de cambio flexible para permitir ajustes en los precios relativos de las monedas se aplica aquí. Bajo dolarización, las fluctuaciones en la oferta de dinero extranjero (dólar), de su tipo de cambio respecto de otras monedas importantes y de las condiciones fundamentales de la balanza de pagos exigen costosos movimientos en los niveles de precios y costos internos, que pueden ser evitados con un régimen de cambio flexible.

En síntesis, dolarizar la economía tiene costos y beneficios, sin embargo, debido a la falta de experiencia histórica hace difícil poner en balanza sus costos y beneficios, por lo que la decisión óptima dependerá de la situación de cada economía y de la apreciación sobre la importancia relativa de dichos beneficios y costos ya que algunos solo se pueden observar a muy largo plazo.

4.4 Como funciona una economía dolarizada

La mayoría de los estudios que han efectuado los economistas sobre la dolarización han sido sobre la dolarización extraoficial, especialmente la fase de “sustitución de la moneda”³² Los resultados de estos estudios varían ampliamente porque la dolarización extraoficial tiene efectos contrapuestos. Por una parte, puede hacer inestable la demanda de la moneda local. Si la gente cambia la moneda extranjera repentinamente, puede ocasionar que la moneda doméstica se deprecie, hincando una espiral inflacionaria.

Cuando la gente mantiene cantidades sustanciales de depósitos en moneda extranjera, un cambio en las tasas de interés doméstica o extranjera puede producir grandes movimientos de una moneda a otra, como una manera de especular con el tipo de cambio. Estos cambios de posición complican la labor de un banco central que esta tratando de respaldar a la oferta de dinero doméstica.

Por otra parte, la dolarización extraoficial ofrece una protección contra la inflación de la moneda nacional y en algunos casos puede aumentar la estabilidad del sistema bancario. Permitir a los bancos nacionales que acepten depósitos en moneda extranjera significa que los depositantes no tienen que enviar su dinero fuera del país cuando quieren cambiarlo a una moneda extranjera. Por lo tanto, disminuye el riesgo de que una devaluación cause un problema bancario. En algunos casos el “efecto inestabilidad” en la demanda de dinero es mas importante, mientras en otros casos el “efecto estabilidad” en el sistema bancario es lo primordial.

La dolarización oficial es más fácil de analizar que la dolarización extraoficial porque mediante la eliminación de la moneda nacional, se eliminan los problemas que surgen por cambios de la moneda nacional a la extranjera. En vista de que la alta inflación y otros problemas monetarios en los países en desarrollo a menudo se originan en la moneda nacional debido a su mayor uso, la dolarización elimina esos problemas.

³² Esta es la fase en la cual la gente usa moneda extranjera para pagar artículos caros aún cuando legalmente se supone que deben usar la moneda nacional.

Un país dolarizado oficialmente es parte de una zona unificada de moneda con el país cuya moneda usa, llamado el país emisor. Un país dolarizado renuncia a una política monetaria independiente e “importa” la política monetaria del país emisor. Dentro de la zona de moneda unificada, el arbitraje –compra y venta para tomar ventajas de las diferencias de precios- tiende a mantener los precios de bienes similares dentro de un rango estrecho.

Debido a lo anterior, las tasas de inflación tienden a ser similares a través de la zona unificada. La inflación no tiene que ser igual en todas las regiones, sin embargo, los precios de los bienes se mueven con mas dificultad. Las tasas de interés tienden a mostrar el mismo comportamiento, alguna diferencia en las tasas de interés puede persistir debido al riesgo país.³³

Lo mismo que en una región dentro de un país, en una país plenamente dolarizado la oferta de dinero se determina automáticamente por la balanza de pagos, la cual en si misma refleja las preferencias de la gente por mantener dinero en lugar de gastarlo. El país emisor determina la cantidad de base monetaria en existencia (billetes y monedas en circulación, además de las reservas bancarias). La base monetaria entonces pasa a poder de la misma gente de las regiones o países de acuerdo a la intensidad de su demanda.

Un país dolarizado tiene una moneda común con el país emisor, pero no necesariamente un sistema financiero integrado. Para alcanzar una integración financiera, el país debe permitir a las instituciones financieras extranjeras competir con las nacionales.

4.5 Señoreaje

El antiguo concepto de señoreaje como la utilidad que percibe la autoridad en las casas de moneda por razón de acuñar una pieza cuyo valor intrínseco es inferior al nominal es esencialmente el mismo cuando se aplica al papel moneda; dejando de lado el reducido costo de imprimir el papel moneda, por señoreaje se entiende sencillamente el incremento de la masa de dinero en efectivo.

³³ Factores políticos que afectan la seguridad de los derechos de propiedad.

El dinero en efectivo puede considerarse como un título de deuda que no devenga intereses, y el derecho a emitirlo como una fuente de ingreso para las autoridades monetarias. Además, los coeficientes de reserva que se imponen a los bancos puede que tampoco devenguen intereses (o que estén remunerados a tasas muy bajas por debajo de las del mercado) contribuyendo así al señoreaje. En consecuencia, la corriente anual de señoreaje se mide frecuentemente por el incremento del llamado dinero primario (la suma del dinero en efectivo más las reservas de los bancos).

Como contrapartida de la emisión de efectivo, el banco central adquiere activos que si devengan intereses, como reservas en divisas, títulos públicos y préstamos a los bancos privados.

El país que adopta una moneda extranjera para que tenga curso legal sacrifica el derecho de señoreaje, es decir, las utilidades que percibe la autoridad monetaria por el derecho de emisión de moneda. El costo inmediato de perder ese derecho de emisión puede ser considerable y continúa con carácter anual.

La dolarización afecta a dos tipos de pérdida de señoreaje. La primera es el costo inmediato sobre la "masa" de moneda, a medida que se introduce el dólar y se retira de la circulación la moneda nacional, las autoridades monetarias tienen que comprar el volumen de moneda nacional en poder del público y los bancos, devolviéndoles de hecho el señoreaje que se ha ido acumulando con el tiempo.

Segundo, las autoridades monetarias pierden las utilidades del señoreaje futuro que produce la circulación de nueva moneda emitida cada año para satisfacer el incremento de la demanda en efectivo. Los países que no dispongan de suficientes reservas sobre el exterior para comprar la moneda nacional y dolarizar, enfrentarían costos indirectos adicionales para poder efectuar la operación inicial de compra.

Si el país carece de crédito para tomar en préstamo las reservas, se vería obligado a acumularlas mediante los correspondientes superávits de la balanza en cuenta corriente. El costo podría ser

considerable en términos de inversión perdida si, como suele ocurrir en los países en desarrollo, la mejor política fuera aceptar un nivel sostenible de déficit en esa balanza.

Estados Unidos obtendría un mayor señoreaje con la dolarización de otros países. En consecuencia, se plantearía la cuestión de que las autoridades estadounidenses compartieran todo o parte de ese ingreso adicional por señoreaje con los países que adopten la moneda estadounidense. Existe un precedente en los acuerdos suscritos entre Sudáfrica y otros tres estados que utilizan el *rand* (Lesotho, Namibia, y Swazilandia). Aunque Estados Unidos no ha suscrito ningún acuerdo con Panamá ni con ninguna otra economía dolarizada oficialmente, en el senado de estados Unidos se han presentado algunas propuestas que prevén legislar el reembolso del señoreaje.

Estas propuestas analizan la posibilidad de que los Estados Unidos ofrezca compartir el señoreaje con los países oficialmente dolarizados, como una manera de reducir o eliminar la pérdida de señoreaje que de otra manera, experimentarían. Su participación sería voluntaria: ellos pueden continuar imprimiendo su propia moneda, dolarizar y compartir el señoreaje que los Estados Unidos gana si cumplen ciertos criterios.

La propuesta

El gobierno de los Estados Unidos hará una oferta permanente a todos los países que califiquen. No habría límites de tiempo: los países que califiquen pueden adherirse o salirse en cualquier momento. En otra sección se describen los criterios para obtener la certificación de los Estados Unidos como un país calificado. El propósito de estos criterios es estar razonablemente seguro que los dólares en billetes (papel moneda) en lugar de los billetes de alguna otra moneda, predominarán en los países que eliminen su moneda local. Los Estados Unidos aceptarán a los países que acepten la oferta y satisfagan los criterios de certificación, pero no presionará a ningún país a usar el dólar.

Para calificar para ganar una parte del señoreaje de la dolarización, entonces, un país tendrá que retirar de la circulación toda su base monetaria en moneda local, excepto por monedas fraccionarias si pretende continuar emitiéndolas (como Panamá). En la mayoría de los países el valor de las monedas en circulación es 5 por ciento o menos que el valor de billetes en

circulación, de manera que la cantidad de señoreaje por moneda fraccionaria es correspondientemente más pequeña.

Las economías que ya están dolarizadas pero no son protectorados o territorios de los Estados Unidos, y por lo tanto no reciben indirectamente una parte del señoreaje a través del gasto del gobierno, podrían calificar mediante la introducción temporal de su propia moneda y luego redolarizar. Para evitar estas complicaciones, se puede compartir el señoreaje con las economías ya dolarizadas dentro de las mismas líneas que los nuevos países dolarizados.

Para prevenir algún malentendido, los términos de la oferta permanente establecerán que los países que la aceptan, reconocen que el Sistema de Reserva Federal no actuará como un prestamista de última instancia para ellos, ni estarán obligados a considerar más que su propia situación doméstica en la formulación de su política monetaria. Los países que se dolarizan deben entender desde el principio que el acuerdo de oferta permanente se aplica únicamente a participar en el señoreaje. El Sistema de Reserva Federal no será un banco central multinacional como el Banco Central Europeo.

La elección más lógica para calcular la participación en el señoreaje parecería ser el valor en dólares del dinero en circulación. Otra posibilidad es la base monetaria. Muchos países requieren que los bancos mantengan un porcentaje mínimo de los depósitos en reservas; en los Estados Unidos, el porcentaje es 10 por ciento. La parte de la base monetaria constituida por las reservas bancarias son principalmente las reservas requeridas, las cuales actúan como un tipo de impuestos sobre los bancos porque típicamente son mayores que la necesidad económica de los bancos.

A efectos de calcular la cantidad sobre la cual los Estados Unidos pagaría señoreaje, se les permitirá a los países dolarizados contar la moneda local en circulación que el público en realidad cambia por dólares, hasta un máximo del total de la moneda doméstica en circulación.

4.6 Problemas en la implantación de la dolarización

Un país que quiere dolarizarse oficialmente, necesitará considerar algunos problemas. Entre ellos están:

- Si continúa imprimiendo monedas metálicas, como Panamá o simplemente usa las monedas de los Estados Unidos, como Micronesia.
- Si las reservas en moneda extranjera existentes en el Banco Central son adecuadas para la dolarización.
- Si las reservas son inadecuadas, cómo va a obtener reservas adicionales vendiendo activos domésticos del banco central o del gobierno, prestando, etc.
- Si los Estados Unidos permiten para el cálculo del señoreaje usar no solo el dinero en circulación sino la base monetaria, se debe considerar si el gobierno debería convertir gran parte de la base monetaria a la base monetaria en dólar, convertir parte de ella a bonos o simplemente tacharla.
- Que tipo de cambio usar para cambiar la moneda nacional a dólares. (La mayor cantidad de unidades de moneda local por dólar, menores serán las reservas necesarias para una dolarización inmediata).
- Cuan rápida debe hacerse la dolarización. (La dolarización inmediata, aunque técnicamente factible, puede no siempre ser vista como políticamente más viable).
- Como manejar los aspectos legales de cambiar la moneda; por ejemplo, si se deben revisar contratos debido a tasas de interés más altas, que fueron escritos asumiendo que serían pagados en moneda local con inflaciones más altas que la del dólar.
- Como reorganizar los componentes del banco central, ya que la dolarización transferirá al Sistema de Reserva Federal la función de llevar a cabo la política monetaria.

Además de los anteriores, el interés que despierta la dolarización se origina del interés de crear un marco monetario verdaderamente estable, de librar a las economías de las oscilaciones cíclicas y presiones inflacionarias originadas en incorrectas políticas monetarias.

Desafortunadamente, la dolarización no termina con todas las fuentes de inestabilidad monetaria. Elimina una muy importante: la existencia de shocks en la oferta de dinero nacional, pues con la dolarización este deja de existir. Pero las siguientes fuentes de inestabilidad monetaria prevalecen en un régimen dolarizado:

- *Fluctuaciones en la oferta de dinero extranjero (dólar).* La dolarización hace a la economía nacional “importar” plenamente las fluctuaciones en la oferta monetaria estadounidense. Una política monetaria expansiva en los Estados Unidos tendría en cada uno de los países dolarizados las mismas consecuencias inflacionarias que las anteriores perturbaciones originadas por sus propios bancos centrales. Puede argumentarse que la trayectoria histórica del banco de la Reserva Federal estadounidense (Fed) es más estable que la de sus pares latinoamericanos, y que últimamente la Fed ha exhibido un gran desempeño. Pero el futuro no necesariamente es reflejo del pasado.
- *Fluctuaciones en las paridades internacionales.* En un mundo de “n” monedas extranjeras, la fijación del tipo de cambio de la moneda nacional respecto de una de ellas la deja flotando respecto de las “n-1” monedas restantes. Bajo la dolarización esto es semejante. Una apreciación del dólar respecto del euro o del yen provoca contracción monetaria y presión deflacionaria en cada uno de los países dolarizados. Las fluctuaciones de las paridades no solo tienen su origen en perturbaciones monetarias en los respectivos países, sino también en alteraciones en las condiciones fundamentales que determinan los tipos de cambio de equilibrio del dólar respecto del euro y del yen.
- *Fluctuaciones en las condiciones fundamentales de la balanza de pagos.* Entendemos por condiciones fundamentales de la balanza de pagos aquellas que determinan el tipo de cambio real de equilibrio de una economía. Estas condiciones incluyen los términos de intercambio, las disponibilidades de recursos naturales, la productividad en los sectores de bienes comerciables, las políticas económicas (tarifas, impuestos, etc.), el clima de negocios y las percepciones de riesgo país, entre otros. Cabe esperar que esas condiciones sean particularmente fluctuantes en países pequeños y en proceso de desarrollo.
- *Bajo dolarización, una depreciación del tipo de cambio real solo puede tener lugar mediante la deflación del nivel de precios nacional.* Ello es provocado a través de la correspondiente contracción monetaria y crea presiones recesivas iguales a las ocasionadas por variaciones semejantes en las políticas monetarias de los bancos centrales nacionales.

4.7 El caso Panameño

Panamá es la economía dolarizada más grande con casi un siglo de experiencia con ese sistema. En muchas ocasiones se le considera como un “laboratorio” para entender como podría funcionar la dolarización en otras economías grandes. Las principales características del sistema monetario panameño son las siguientes:

- Se usa el dólar estadounidense como circulante: el Balboa, la moneda nacional es una unidad de cuenta y solo existe en monedas fraccionarias.
- Los mercados de capital son libres, no hay intervención del gobierno, o restricciones a las transacciones bancarias, los flujos financieros ni a las tasas de interés.
- Hay una gran cantidad de bancos internacionales.
- No hay banco central.
- En el régimen dolarizado de Panamá, la cantidad de dinero y depósitos está determinada por la demanda, no por la oferta del banco central.
- Para efectos financieros, Panamá es como otro estado de los Estados Unidos, sin embargo, el Banco de Reserva Federal (Fed) no determina la política monetaria panameña o interfiere con su soberanía.

Antecedentes

Cuando en 1513 Vasco Núñez de Balboa demostró que Panamá era en realidad el camino entre los océanos Pacífico y Atlántico, rápidamente se convirtió en una ruta importante y lugar de mercado para el imperio español en el nuevo mundo. El oro y la plata eran transportados por barco desde Sudamérica y arrastrados a través del istmo para cargar los buques hacia España. Panamá fue parte del imperio español por 300 años (1538 –1821).

En noviembre de 1903 Panamá declaró su independencia con el apoyo de los Estados Unidos y el soporte financiero de Francia, mediante el tratado *Hay/Bunau-Varilla*. Este tratado le otorgaba derechos a Estados Unidos como si fueran soberanos en una extensa zona donde se construiría el canal. En 1904 el dólar se declaró moneda de curso legal en Panamá.

En enero de 1964, un conflicto en la Zona del Canal produjo disturbios, la suspensión de las relaciones diplomáticas con los Estados Unidos, y gran incertidumbre. El conflicto no se resolvió hasta mayo de 1964. La compra de bienes y servicios por residentes en la Zona se redujo 20 por ciento durante el año. Para marzo los depósitos de extranjeros habían disminuido 30 por ciento, y se mantuvieron a ese nivel hasta 1965. Durante el primer trimestre de 1964, los depósitos locales se redujeron 12 por ciento, pero se recobraron para fines de año.

Como resultado de esta condición, el crecimiento de la economía se desaceleró, los gastos públicos bajaron un 7 por ciento, el empleo y los salarios reales aumentaron muy poco, la construcción privada disminuyó en 15 por ciento. El PIB aumentó en 4.4 por ciento, a diferencia de un crecimiento del 8 por ciento en el año anterior y posterior. Para financiar sus operaciones locales la banca privada vendió parte de su tenencia de bonos americanos, redujo su efectivo y depósitos externos, y aumentó el aporte de fondos de sus casas matrices. El crédito local aumentó en un 6.6 por ciento en el primer trimestre de 1964, a pesar de la reducción en depósitos. La confianza en el sistema se demostró con la apertura, a fines de 1964, de una subsidiaria del *Bank of America*.

Los años 1967-69 fueron otro período de inestabilidad política. Primero, la Asamblea rechazó un nuevo tratado negociado con los Estados Unidos sobre el canal, y en Abril de 1968 intentó impugnar al presidente. La campaña electoral de 1968 fue escandalosa, y en octubre la Guardia Nacional derrocó al gobierno. En dicho año los gastos del gobierno se estancaron y la inversión pública disminuyó. Los gastos de residentes en el Canal, de los turistas, y el crédito bancario al sector privado crecieron menos que su tendencia. Para financiar sus operaciones locales la banca se endeudó externamente. Los pasivos netos de la banca pasaron de \$38.7 millones en 1968 a \$74.0 millones en 1969.

Como en ocasiones anteriores el efecto de una crisis política fue moderado, produjo una desaceleración del crecimiento, del 8.5 por ciento previamente al 7.0 por ciento en 1968. Esta desaceleración produjo una pequeña presión hacia abajo en el crecimiento de precios en Panamá relativo a E.U. En efecto, en 1966-67, el IPC de E.U. creció 2.1 puntos porcentuales por año más que el de Panamá, mientras que en 1968-69, creció 3.2 puntos porcentuales más por año. Estos dos episodios muestran que en Panamá el sistema monetario se ajusta a crisis

se ajusta a crisis políticas sin crisis económicas, minimizando la salida de capitales como resultado de la integración financiera. En otros países de América Latina, el sistema monetario-cambiario convierte crisis política en crisis económicas.

Shocks externos

Los aumentos del precio del petróleo en 1973-74 y en 1979-80 son casos típicos de shock real externo. En Panamá, el gobierno transfirió inmediatamente los aumentos de precios del crudo a los precios locales, incluyendo electricidad, ajustando directamente los precios relativos entre los productos comerciables, sin la necesidad de devaluar. Los aumentos de precios no crearon problemas políticos, como en otros países, porque estaba claro para el público que no había otra alternativa.

Como producto del aumento de precios del petróleo y la inflación mundial, el IPC de Panamá aumentó 31.5 por ciento entre 1972 y 1975, similar al aumento del 28.5 por ciento en los Estados Unidos. Esto indica que se hizo un ajuste completo de precios. La crisis del petróleo produjo una pérdida de ingreso real, en parte compensada por la reducción en el valor real de la deuda externa debido a la inflación. En 1974-75 y en 1979-80, el subsidio anual debido a la inflación o tasas de interés real negativas fue de entre 3.5 al 4.1 por ciento del PIB.

A fines de 1973, los agentes económicos reaccionaron al aumento en sus gastos, debido al mayor precio del petróleo, reduciendo inicialmente su liquidez y endeudándose, pero posteriormente ajustaron su nivel de gasto. El sector bancario financió el exceso de gasto sobre el ingreso. De diciembre 1972 a diciembre 1974, los pasivos netos de la banca se triplicaron, de \$182 millones a \$577 millones, y además el nivel del crédito al sector privado aumentó 73 por ciento. El flujo de capital, vía del sector bancario, representó el 13.1 por ciento del PIB en 1973 y el 18.2 por ciento en 1974. Posteriormente, en 1976-77, hubo una baja significativa en el pasivo neto de la banca, que reajustó su portafolio. En 1979-80 el precio del petróleo más que se duplicó, pero su efecto en Panamá fue en parte compensado por aumentos de ingresos generados por el nuevo tratado sobre el Canal. En general, el resultado fue similar al de la experiencia de 1973-75. Por ejemplo, el IPC aumentó 23.2 por ciento entre 1978 y 1980, comparado con 26.4 por ciento en Estados Unidos. En 1979, hubo un gran aumento del flujo

neto real de capital hacia Panamá, lo que financió el exceso de gasto, pero para 1981-82 el flujo neto real de capital era casi cero y el nivel de gastos se ajustó al nivel de ingresos.

En 1987-89, crecientes tensiones con el gobierno de Estados Unidos derivaron en una seria crisis política y económica. Debido a ello, en 1987 cerca de \$300 millones locales se retiraron del sistema bancario (11 por ciento del total de depósitos), lo que cortó el auge de la construcción en progreso. Como en ocasiones anteriores, los bancos usaron fondos externos y redujeron su liquidez para compensar la disminución de recursos locales, pero también redujeron los préstamos. Frente a la situación, se cerraron los bancos, abriendo dos meses después pero con restricciones. El gobierno suspendió el pago del servicio de la deuda externa, lo que redujo las erogaciones públicas en cerca de \$400 millones al año.

Como resultado de la crisis, el PIB real decreció 15.6 por ciento en 1988 y 0.4 por ciento adicional en 1989. El crédito bancario al sector agrícola fue reemplazado por crédito de proveedores, y la producción agropecuaria se afectó poco. El ingreso por exportaciones bajó \$350 millones, 9 por ciento del total de exportaciones. Adicionalmente, hubo una sustancial fuga de capitales, y muchas empresas abrieron cuentas en el exterior. Los ingresos del gobierno central decrecieron \$500 millones, a la mitad de su nivel previo, pero como algunas empresas americanas retuvieron cheques emitidos por el gobierno como sustituto del pago de impuestos (como cheques de salarios), los ingresos fiscales fueron efectivamente mayores que los registrados.

En Panamá, frente a eventos inesperados o disturbios, los bancos internacionales han reaccionado aumentando su exposición y usando fondos externos para respaldar sus operaciones internas. Esto lo hicieron en 1964, 1967-69, 1973-75, y 1978-80. La casa matriz de los bancos internacionales funcionó como prestamistas de último recurso, inyectando liquidez al sistema bancario. Esta característica ha servido como un amortiguador, una reserva de crédito que substituye la función de reservas del banco central y reduce el riesgo en la economía, aun en circunstancias difíciles.

Durante la crisis del petróleo el sistema monetario panameño forzó al gobierno a hacer inmediatamente los ajustes necesarios de precios. Los precios relativos entre los bienes

comerciables se ajustaron sólo por el efecto del aumento del precio del petróleo. Esto contrasta con la experiencia de países donde se usó la devaluación como el mecanismo de ajuste, "frente a un problema de balanza de pagos", lo que cambió el precio relativo entre los productos, más allá y en forma diferentes al cambio resultante del aumento del precio del crudo. En estos casos la devaluación introdujo una distorsión de precios.

La crisis de 1988-89 no fue el resultado del sistema monetario, sino de un choque político externo. En Panamá, las políticas económicas y de ajuste durante 1988-1989 no fueron diseñadas como un esfuerzo deliberado para reducir el gasto en divisas, o para balancear los pagos internacionales, sino como un ajuste del exceso de gastos sobre ingresos. Consecuentemente, no hubo un aumento del impuesto de importación; de hecho, los impuestos a insumos industriales fueron reducidos ligeramente.

Los agentes económicos en Panamá y quienes diseñan la política económica no distinguen entre pagos en moneda local o extranjera, porque ambos pagos son en dólares, y no hay una banca central. Mantener la posición de reservas internacionales o el tipo de cambio no es un objetivo o preocupación. Panamá ha podido ajustarse eficientemente a choques vía decisiones del sector privado, sin intervención o políticas del gobierno.

Integración financiera

Durante 1969-70 se eliminaron las restricciones a las tasas de intereses y una nueva legislación liberalizó completamente el sector bancario. Inmediatamente se desarrolló en Panamá un sistema bancario internacional de importancia en la región, y para 1974, habían 30 bancos extranjeros operando en el mercado local. Los activos totales, incluyendo las operaciones offshore, llegaron a varios billones de dólares para 1973. Como los bancos no tenían que balancear separadamente sus operaciones locales y externas, podían usar fondos internacionales para financiar operaciones locales. Al inicio, mientras nuevos bancos se incorporaban al sistema, la oferta global de crédito no se afectaba por los límites de cada banco.

La apertura del sistema bancario trajo como consecuencia un reajuste del portafolio. El saldo de los préstamos al sector privado aumentó de 2.2 veces entre 1968 y 1972. La nueva

disponibilidad de créditos para hipotecas produjo un auge de construcciones privadas, cuyas actividades se duplicaron en el período. La tasa de crecimiento en el período 1970-72 fue 8.3 por ciento al año, a pesar una baja en el crecimiento de las exportaciones. Durante el período el tipo de cambio real no varió mucho, pero el aumento del gasto aumentó la inflación en Panamá a un nivel más cercano a la inflación de Estados Unidos.

En 1970, una nueva ley bancaria permitió integrar el sistema a los mercados financieros internacionales, a través de la participación de un gran número de bancos internacionales. Los bancos extranjeros se establecieron para hacer operaciones offshore, pero muchos también operan en el mercado local. El equilibrio del portafolio de los bancos implica que, al margen, los bancos son indiferentes en usar sus recursos interna o externamente, y ajustan su portafolio de acuerdo a ello. Un exceso de oferta monetaria aumenta la liquidez bancaria. Los Bancos evalúan los proyectos rentables (a un riesgo aceptable) y cuando estos proyectos se han agotado, el exceso de liquidez se invierte en el exterior, directamente o mediante la intermediación de bancos internacionales en Panamá. Lo opuesto sucede cuando hay un exceso de demanda por crédito o dinero.

El ajuste del portafolio bancario es un mecanismo clave del sistema, que le permiten resolver un exceso de demanda u oferta de dinero, y moderar sus fluctuaciones. De otra forma, variaciones en el flujo de fondos producirían fluctuaciones correspondientes en el nivel de gasto, lo cual no ha sido el caso. El acceso al mercado internacional de capitales aumenta la disponibilidad de recursos en la economía, lo que permite que el nivel de inversiones sea independiente, y no esté limitado, por el nivel de ahorro interno. Así, el nivel del crédito de cada banco individual está desasociado con su nivel de depósitos. Esta indiferencia de los bancos entre asignar sus recursos en el mercado local o extranjero es lo que llamamos "integración financiera."

Tasas de Interés

El uso del dólar y la gran cantidad de bancos ha creado un mercado financiero muy competitivo, además, con bajo riesgo país y ningún riesgo por devaluación. Con integración financiera, las tasas de interés son determinadas por, y cerca de, los intereses en mercados internacionales, ajustados por costos de transacción y riesgo. Los bancos internacionales,

operan "al por mayor", vía depósitos interbancarios. Fondos obtenidos en los mercados financieros internacionales son colocados internamente, o viceversa, se reciben fondos locales para invertirlos en mercados externos, sirviendo los bancos extranjeros como intermediarios. La banca internacional paga a sus depositantes una tasa cercana al LIBOR (tasa de oferta de fondos interbancarios en Londres), que es su costo alternativo de fondos (los bancos locales pagan algo más). El promedio de intereses a depósitos es menos de medio punto porcentual por encima del LIBOR. La tasa promedio para préstamos comerciales es ahora menos de 2 puntos porcentuales sobre la tasa preferencial en Estados Unidos (*prime rate*). Las tasas de interés en Panamá se comparan favorablemente con las tasas en América Latina, donde las tasas equivalentes en dólares para préstamos, están alrededor del 20 por ciento al año o más (con pocas excepciones), y los diferenciales de interés entre el 9 y el 18 por ciento, pero sólo alrededor de 4 puntos porcentuales en Panamá.

Cuadro No 11

Sistema Bancario Nacional			
Tasa de interés sobre depósitos a 6 meses (en porcentaje)			
Periodo	Local	Extranjera	LIBOR
2000-II	6.99	5.84	9.93
2000-III	7.16	5.94	5.86
2000-IV	7.20	5.81	6.54
2001-I	7.22	5.43	4.96
2001-II	7.10	4.75	4.06
2001-III	6.81	3.83	3.22

Fuente: República de Panamá, Ministerio de Finanzas, Dirección de Análisis y Políticas Económicas, Informe de Coyuntura 2002.

En Panamá, dada la integración financiera, un exceso de oferta o demanda de fondos, se resuelve principalmente por el sector financiero, mediante variaciones en los pasivos internacionales netos de la banca. Confrontando un choque monetario o real, la economía panameña se ajusta con una combinación de dos procesos:

- 1) Un ajuste monetario como el postulado por el enfoque monetario de la balanza de pagos.
- 2) Un ajuste del gasto y precios relativos (medidos por el tipo de cambio real), como el postulado por el enfoque de macroeconomía abierta.

Con integración financiera, la banca juega un papel esencial en el equilibrio del sistema monetario y de la balanza de pagos. El ajuste es automático como consecuencia de la restricción presupuestaria en el gasto, para la economía como un todo, y de la banca en particular; como en el patrón oro. Como los bancos son indiferentes entre las transacciones en dólares afuera o en Panamá, su restricción de recursos no esta relacionada a consideraciones sobre divisas sino a su balance de situación.

La integración financiera no se logra con dolarización solamente. Por ejemplo, en el siglo XIX, había significativos diferenciales de interés entre regiones en Estados Unidos., lo que indicaba falta de integración financiera. El ajuste de portafolio de la banca juega un papel esencial en la integración financiera, particularmente al mover recursos fuera del país. Si existen controles de capital, cualquier exceso de fondos puede quedar atrapado, porque los bancos no pueden invertirlos en el exterior, lo que disocia el sistema financiero interno del sistema internacional. La movilidad de capital para individuos o firmas es una condición necesaria pero no suficiente para la integración financiera.

El sistema monetario-bancario panameño opera como si fuera un sistema macroeconómico de mercado competitivo, ya que su equilibrio monetario es el resultado de decisiones del sector privado, sin la intervención del gobierno o distorsiones. En un sistema con integración financiera, los cambios en los flujos externos son absorbidos sustancialmente por el sector financiero, moderando el efecto en la cantidad de dinero, gastos, y el tipo de cambio real.

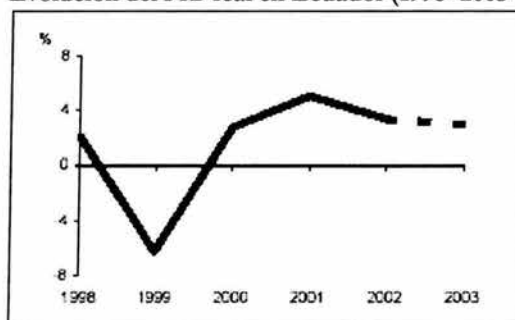
El sistema monetario panameño, con integración financiera, ha mostrado una impresionante estabilidad económica, habilidad para ajustarse a grandes movimiento de capital, y ajustes a choques sin importantes desequilibrios, y sin distorsiones en los macro-precios. Adicionalmente, muestra bajos intereses, a niveles similares al de los mercados internacionales, equilibrio macroeconómico sostenido, y bajo costo operacional. La experiencia monetaria

panameña no presenta crisis macroeconómicas inducidas por las políticas seguidas, no ha habido crisis del sistema bancario, ni la necesidad de un Banco Central como prestamista de último recurso. Para un país que no tiene una moneda de reserva, el sistema ha funcionado óptimamente.

4.8 La experiencia de Ecuador con la dolarización

Al año 1999 se le recordará por registrar la mayor caída del PIB real del siglo XX en Ecuador (Gráfica 5). Este declinó en 6.3 por ciento medido en sucres constantes y en dólares en 30.1 por ciento, de 19.710 millones a 13.769 millones de dólares. El PIB por habitante se redujo de manera significativa, al desplomarse de 2 030 a 1 430 dólares.

Gráfica 5
Evolución del PIB real en Ecuador (1998- 2003*)



*Sujeto a revisión

Fuente: ADFAT, Ecuador, Fact Sheet 2003.

El país, en consecuencia, experimentó el empobrecimiento más acelerado en la historia de América Latina: entre el año 1995 y el año 2000, el número de pobres creció de 3.9 a 9.1 millones, en términos porcentuales de 34 al 71 por ciento; la pobreza extrema dobló su número de 2.1 a 4.5 millones, el salto fue de 12 a 31 por ciento. Lo anterior vino acompañado de una mayor concentración de la riqueza: así, mientras en 1990 el 20 por ciento más pobre recibía el 4.6 por ciento de los ingresos, en el 2000 captaba menos de 2.5 por ciento; entre tanto el 20 por ciento más rico incrementó su participación del 52 a más del 61 por ciento. Y

en el año 2000 miles de ecuatorianos, más de 500.000 personas (aproximadamente el 10 por ciento de la PEA), habrían emigrado del país.³⁴

Las cifras expuestas mostraban la gravedad de una crisis explicable por una serie de factores mutuamente interrelacionados de orden natural -el fenómeno de El Niño-, de orden económico -el servicio de la deuda externa, la caída de los precios del petróleo, la desestabilización financiera internacional, y de orden político: cinco gobiernos en cinco años. Crisis desatada, en gran medida, por la política económica aplicada desde 1992, así como por efecto del interminable ajuste estructural de inspiración fondo-monetarista impuesto en el país con diversos grados de coherencia desde la primera mitad de la década del 80. Sobre todo estas dos últimas acciones son causas profundas del problema ecuatoriano. Y todo en un ambiente de corrupción desbocada.

La pérdida de valor del sucre, indujo a los agentes a trasladar sus excedentes monetarios a dólares, como una forma de proteger su poder adquisitivo, registrándose la sustitución de moneda en el ahorro nacional. El crédito en moneda extranjera otorgado por el sistema de bancos privados creció en forma acelerada, una vez que las instituciones financieras decidieron trasladar el elevado riesgo cambiario a sus prestatarios. Por su parte, los deudores al no haber evaluado correctamente el riesgo de sus obligaciones asumidas en dólares, tampoco pudieron cumplir con sus compromisos, lo que afectó al sistema financiero al incrementarse la cartera vencida.

Este hecho acompañado del deterioro de la economía ecuatoriana, los desequilibrios de las variables fundamentales, la desconfianza persistente de los agentes en el sistema financiero, los problemas para llegar a un acuerdo con el FMI, las dificultades políticas y el agotamiento del modelo clásico de ajuste, llevaron a pensar en la necesidad de aplicar un giro drástico al sistema monetario y cambiario del país.

A raíz de la crisis financiera y fiscal de 1999, el Banco Central del Ecuador, en distintas ocasiones, expuso la necesidad de adoptar acciones integrales en los ámbitos monetario, cambiario y financiero, para evitar una escalada hiperinflacionaria, dado que la solución

³⁴ Banco Central de Ecuador, "La dolarización en Ecuador, un año después", marzo 2001.

aplicada a los desequilibrios bancarios y al desajuste de las variables monetarias restó efectividad a las medidas de política tradicionales.

Debido a la modalidad legal de solución que se adoptó para enfrentar la crisis financiera, el manejo monetario por parte del Banco Central estuvo subordinado a los objetivos financieros. Esta situación repercutió en un crecimiento acelerado de la emisión monetaria, generando presiones incontenibles en el tipo de cambio y debilitando la política de tasas de interés para contrarrestar la creciente depreciación cambiaria. Cabe señalar que la variación anual del tipo de cambio alcanzó el 195% con respecto a 1999. Adicionalmente, durante los primeros días del mes de enero de 2000, continuó la escalada alcista de la cotización a tal punto que, transcurrido el mes de enero, la depreciación fue de 25% con respecto a diciembre de 1999.

Por su parte, como herramienta de política monetaria, y con la intención de compensar el rendimiento cambiario, el Banco Central del Ecuador utilizó la tasa de interés como un instrumento activo para reducir las expectativas de los agentes, frente al panorama de incertidumbre revelado por la preferencia de invertir en dólares.

Ante la profundidad de los desequilibrios económicos que podían desembocar en una crisis social de impredecibles consecuencias, el 9 de enero de 2000, Ecuador sorprendió al mundo. Con la dolarización plena de su economía, fue el primer país de América Latina que sacrificó oficialmente su moneda nacional e impuso una moneda extranjera como de curso legal completo para sortear la crisis económica que se había gestado. Y se incorporó a la lista de 26 colonias o territorios que hasta entonces utilizaban una moneda extranjera en todo el mundo, 11 de ellos el dólar estadounidense.

En el caso ecuatoriano, la dolarización primero respondió a un proceso espontáneo, cuyo objetivo era evitar el deterioro del poder adquisitivo de la moneda local. La alternativa de política económica adoptada, buscó romper de manera definitiva la inestabilidad del mercado cambiario, reducir las presiones inflacionarias de origen monetario y cambiario, y modular favorablemente las expectativas de los agentes económicos a fin de dinamizar la actividad productiva, estimular las inversiones y propiciar un mayor ingreso de capitales del exterior.

Reformas legales

Con el propósito de facilitar la decisión gubernamental de llevar adelante una profunda reforma estructural de la economía ecuatoriana, enmarcada en un esquema de dolarización, el Banco Central del Ecuador, con fecha 10 de enero de 2000, determinó una nueva política de participación en el mercado cambiario, fijando la cotización del dólar de los Estados Unidos en 25.000 sucres, precio al que el Banco Central del Ecuador canjearía los sucres emitidos, en dólares (monedas y billetes).

A fin de introducir las reformas legales e institucionales necesarias para la consolidación del proceso de dolarización, el H. Congreso Nacional, expidió el 13 de marzo de 2000, la Ley para la Transformación Económica del Ecuador (Ley 2000-4) la cual modifica el régimen monetario y cambiario, e introduce cambios a la legislación vigente en el ámbito financiero y en otros cuerpos legales.

La reforma fundamental consistió en la sustitución del régimen monetario vigente por uno fundamentado en el principio de plena circulación de las divisas internacionales en el país y su libre transferibilidad al exterior, a ser ejecutado por el Banco Central del Ecuador. Se fija, por ley, que el Banco Central canjeará los sucres en circulación por dólares de los Estados Unidos de América a una cotización fija e inalterable de 25.000 sucres por dólar.

Se prohíbe al Banco Central del Ecuador realizar la emisión de nuevos sucres, salvo la moneda fraccionaria que solo podrá ser puesta en circulación como canje de circulante de sucres, tanto de billetes como de las monedas existentes. Además se prohíbe pactar obligaciones que impliquen indexación, actualización monetaria o cualquier otra forma de repotenciación de las deudas, y la indexación de sueldos o salarios.

La Ley de Régimen Monetario y Banco del Estado fue reformada acorde con los requerimientos del nuevo modelo. Así, para que contablemente se aplique el esquema de dolarización, dentro del Balance del Banco Central, se crearon cuatro sistemas:

Cuadro No 12

BALANCE DEL BANCO CENTRAL Un cambio cualitativo	
Sistema de Canje	Se registran como pasivo las especies monetarias nacionales emitidas por el Banco Central, que se encuentren en circulación; en su activo se contabiliza el monto de Reserva Internacional de Libre Disponibilidad (RILD) necesario para respaldar el 100% del pasivo
Sistema de Reserva Financiera	Esta constituido en el pasivo por los depósitos de las instituciones financieras publicas y privadas en el Banco Central y los bonos de estabilización monetaria que se hayan emitido; y, en el activo, por el saldo excedente del RILD una vez deducidas las asignadas al Sistema de Canje
Sistema de Operaciones	Registra en su pasivo los depósitos del sector publico no financiero y de particulares en el Banco Central y otras obligaciones financieras, incluyendo aquellas con instituciones monetarias internacionales. En el activo se contabilizan las operaciones de Tesorería y el saldo excedente de RILD, deducidas aquellas que respaldan los sistemas de Canje y Financiero y las operaciones de reporto que esta facultado realizar el Banco Central como medio para reciclar la liquidez.
Sistema de Otras Operaciones	Registra el resto de cuentas del balance, que incluye el patrimonio y las cuentas de resultados.

La misión de la institución será promover y mantener la estabilidad económica del país para lo cual deberá cumplir con las siguientes acciones:

- Contribuir en el diseño de políticas y estrategias para la elaboración del programa económico.
- Ejecutar el régimen monetario de la Republica, que involucra administrar el sistema de pagos, invertir la reserva de libre disponibilidad y actuar como depositario de los fondos públicos y como agente fiscal y financiero del Estado.

Derivadas de esta misión, las funciones macroeconómicas del Banco Central del Ecuador, son:

- Realizar una evaluación continua de los potenciales choques externos e internos que puedan alterar los flujos de la economía nacional;
- Identificar los medios de transmisión de estos choques, anticipar y determinar su duración y diseñar e implementar mecanismos de respuesta: fondos de estabilización, operaciones de recirculación, entre otros;
- Monitorear la consistencia de la política económica del país, procurar su coherencia interna y externa y recomendar ajustes al gobierno nacional;
- Identificar a los sectores mas vulnerables de la economía;
- Definir y controlar las variables determinantes del crecimiento económico y de liquidez;
- Realizar estudios teóricos y empíricos sobre la estructura y evolución de la economía en el mediano y largo plazo; y
- Elaborar estadísticas de síntesis y previsiones en las áreas monetaria, fiscal, externa real y financiera.

Paralelamente, las funciones microeconómicas relevantes para el desenvolvimiento de la economía que le corresponden al Banco Central, dentro del sistema vigente, se resumen en:

- *Ejecutar el régimen monetario.*
- *Proveer de medio circulante a la economía.*
- *Administrar y regular el sistema de pagos.*
- *Administrar el sistema de canje.*
- *Administrar las cuentas del sector público y entidades del sistema financiero privado sujetas a encaje.*
- *Administrar el proceso de canje de sucre (billetes y monedas).*
- *Monitorear los riesgos financieros.*
- *Administrar activos fijos y financieros.*
- *Administrar pasivos internacionales de reserva.*
- *Recircular la liquidez del sistema financiero.*
- *Efectuar el servicio de la deuda pública interna y externa.*
- *Proveer servicios de comercio exterior.*

La realidad actual en Ecuador después de la dolarización.

Para poder realizar una evaluación de los dos años de dolarización conviene recordar los ofrecimientos que justificaron el sacrificio de la moneda nacional, el sucre. Quienes plantearon la dolarización ofrecían, entre otras cosas, una baja “inmediata” de las tasas de interés, la inflación y la entrada de capitales foráneos, dando paso a la reactivación inmediata de los sectores productivos.

Sin embargo, la inflación no se redujo de forma “inmediata”. En promedio anual, ésta pasó de 52.2 por ciento en 1999 a 96.1 por ciento en el 2000, antes de declinar lentamente en el 2001; alcanzando un 37.6 por ciento siendo la inflación más alta de América Latina ese mismo año, casi 10 veces el nivel inflacionario de Estados Unidos. Ni la relativa calma conseguida por la ausencia de la devaluación se refleja en una sustantiva caída de las tasas de interés en dólares, que superan el 20 por ciento y aún el 80 por ciento para compras a plazos en establecimientos comerciales privados.

Cuadro No 13

RECIENTES INDICADORES ECONÓMICOS EN ECUADOR						
	1998	1999	2000	2001	2002	2003(*)
PIB US\$mmd	20.0	14.0	14.0	18.0	24.0	27.0
PIB per cápita US\$	2 030	1 430	1 340	1 730	1 970	2 160
Crecimiento PIB real	2.1	-6.3	2.8	5.1	3.4	3.0
Balance de cuenta corriente (US\$mmd)	-2 099	917	920	-670	-1 493	-1 133
Balance de cuenta corriente (% PIB)	-10.6	6.7	6.8	-3.7	-7.2	-4.9
Inflación	36.1	52.2	96.1	37.6	12.5	8.0
Tasa de desempleo	11.5	14.0	9.0	11.0	8.6	9.2

Fuente: ADFAT, Ecuador Fact Sheet, 2003

(*) sujeto a revisión

La relativa estabilidad lograda se explica por la ausencia de la devaluación, que en el año 1999 alcanzó un monto de 198 por ciento. La inflación en una economía dolarizada, es todavía una compleja tarea por resolver, en especial cuando continúan los reajustes de las tarifas de los

servicios y de los bienes públicos, en un escenario en el cual afloran peligrosas presiones que mantienen una tendencia inercial en el proceso inflacionario.

Tampoco se reactivó de "inmediato" el aparato productivo. Fue falsa la propaganda que aseguraba que "la medida era tan poderosa que por sí sola comenzaría a hacer girar las ruedas de la reactivación económica". En el 2000, luego de la caída en 1999, la economía apenas frenó su descenso y recién convalecía en el 2001. Las estimaciones hablaban de 5.1 por ciento, sin que con esto el PIB alcanzara el nivel de 1998.

Los partidarios de la dolarización sugieren que esta recuperación es una prueba de la eficacia de esta decisión. Pero hay que recordar que toda recesión finalmente termina, sobre todo si tiene recursos foráneos que ayudan a superarla. Con la dolarización, al igual que con la convertibilidad en Argentina, el dilema es inexcusable: la economía funciona mientras entran capitales externos en abundancia o, en caso contrario, se tiene que ajustar por la vía de la recesión, pero esa no es todavía la situación ecuatoriana.

Lo que interesa es averiguar de dónde han salido los dólares para esta recuperación por lo demás desequilibrada. En el 2001 la economía se apuntaló con las remesas de los emigrantes, con más de 1.450 millones de dólares (superiores a las inversiones petroleras), y con las inversiones de un nuevo oleoducto, así como con los ingresos generados por las ventas de petróleo en el mercado mundial hasta antes de los atentados terroristas del 11 de septiembre, que provocaron una drástica caída del precio del crudo.

Ya en el 2000 las remesas de los emigrantes por 1 330 millones de dólares, superiores a las exportaciones sumadas de plátano, camarón, café, cacao y atún (equivalentes al 20 por ciento del consumo nacional), habían salvado la dolarización, al igual que los altos precios del crudo, que produjeron ingresos mayores en 600 millones de dólares a los presupuestados. Y en ambos años se calculó que entraron una cuantía importante de narcodólares y dólares falsos, que han inundado la economía ecuatoriana.

El consumo también se ha nutrido del descongelamiento de los depósitos bancarios, pues muchos de los clientes de los bancos, atemorizados por la experiencia del congelamiento de

sus depósitos en marzo de 1999, ahora prefieren destinar esos recursos liberados al consumo de bienes o a la construcción, sector que ha experimentado un crecimiento importante, alentado también por el llamado “bono de la vivienda”.

Esta fase de la economía ecuatoriana ha venido acompañada con una reducción de los índices de desempleo y subempleo, pero no por efecto de un incremento de la actividad productiva que pudiera haber creado nuevos puestos de trabajo, sino por la corriente creciente de emigrantes. Casi el 80 por ciento de la población económicamente activa está en situaciones laborales precarias o desempleada: el subempleo afecta a cerca de un 60 por ciento de la PEA, el desempleo abierto a un ocho por ciento en 2003 y más de un 10 por ciento se encuentra fuera del país en calidad de emigrante. El salario básico unificado, con 128,8 dólares mensuales, cubre menos de un 42 por ciento de la canasta básica familiar (cuatro miembros), que bordea los 310 dólares.³⁵

No resulta sorprendente que el PIB haya crecido en el 2001. Ecuador tocó fondo y, apoyado en factores que no tienen que ver con la dolarización, como el petróleo y los emigrantes, comenzó su convalecencia. En este punto, sin embargo, preocupa que las exportaciones no petroleras en el 2000 hayan caído en 16,3 por ciento y que las exportaciones totales hayan declinado en ocho por ciento en el 2001, mientras que las importaciones crecieron en 61.8 por ciento en el 2000 y en 45 por ciento en el año pasado. Aunque pareciera que Ecuador se encuentra atrapado en una trampa cambiaria, los posibles beneficios o costos que Ecuador puede tener con la dolarización solo se podrán ver en el largo plazo.

³⁵ Acosta, Alberto. “Ecuador a dos años de la Dolarización ¿Un modelo para América Latina?” Instituto Latinoamericano de Investigaciones Sociales. Febrero, 2002.

CAPITULO V

LAS UNIONES MONETARIAS

5.1 Los conceptos básicos

¿Qué es una unión monetaria? Básicamente es un acuerdo en el que dos o más países deciden unificar sus monedas en una sola, así como el manejo de su política monetaria. Una unión monetaria (UM) tiene que cumplir por lo menos las tres condiciones siguientes:

- En una UM debe haber solamente una moneda, en el caso de que existan varias monedas estas deberán ser plenamente convertibles una con otra con inmutables tipos de cambio, funcionando efectivamente como una sola moneda.
- La inmutabilidad de tipo de cambio depende de políticas monetarias consistentes dentro de la UM. Debe de existir un acuerdo donde las funciones del dinero así como las regulaciones que afectan a los bancos comerciales y las facultades para emitir dinero se determinan a nivel de la unión, abandonando la autonomía nacional en política monetaria.
- Ya que solo podrá haber un tipo de cambio entre una moneda externa y la moneda de la UM, deberá haber una sola política de tipo de cambio externo. Con este fin, las autoridades deberán dejar el control individual sobre sus reservas internacionales y llevar ese control hacia una autoridad común.³⁶

El estudio de las UM de los siglos XIX y XX llevan a dos observaciones acerca de los arreglos institucionales que vale la pena analizar. Primero, más allá de los tres requerimientos anteriores que son los mínimos para una UM, varios modelos institucionales son posibles y de hecho ya han sido practicados.

En particular, los acuerdos de una UM pueden diferir con respecto a la moneda, el banco central y el nivel de integración política y económica entre los miembros.

Para la moneda, hay tres posibles casos. Primero, se puede tener una unión monetaria supranacional (por ejemplo, con la unión monetaria europea, el euro es la moneda supranacional). Otra posibilidad es la unión monetaria nacional (por ejemplo, Estados Unidos,

³⁶ Allen, P.R. (1976) "Organization and administration on a Monetary Union", Princeton, New Jersey, Princeton University Press

Italia, ó Suiza y Liechtenstein que usan el franco suizo y el banco nacional suizo controla la política monetaria). El tercer caso sería tener monedas separadas (por ejemplo, Bélgica y Luxemburgo tienen distintas monedas, con un tipo de cambio fijo y ambas son de curso legal en los dos países) Esta inmutable fijación del tipo de cambio (que es de uno a uno en Bélgica y Luxemburgo) con plena convertibilidad, es equivalente a tener efectivamente una sola moneda.³⁷

Similarmente para los bancos centrales, existen cuatro casos compatibles con una unión monetaria que son posibles. El primero es que se puede tener un banco central supranacional, en el caso de la unión monetaria europea, el *Banco Central Europeo* es el banco de toda la unión que conduce la política monetaria e instruye a los bancos centrales nacionales para que la pongan en marcha.

Una segunda opción en los acuerdos para formar una unión monetaria es tener solo un banco central nacional. Actualmente, por ejemplo, el Banco Nacional Suizo establece la política monetaria para Suiza y Liechtenstein, teniendo este último adaptada su legislación bancaria a las normas suizas. Una tercera posibilidad es tener más de un banco central multinacional. Por ejemplo, la zona del franco la cual cubre 13 colonias francesas y una colonia española, tiene dos bancos centrales multinacionales (localizados actualmente en África).

El primero es el *Banco Central de los Estados de África del Oeste* (BCEAO) que incluye Benín, Burkina Faso, Cote d'Ivoire, Malí, Nigeria, Senegal y Togo. El segundo es el *Banco de los Estados de África Central* (BEAC). El cual comprende: Camerún, Congo, Gabón, Guinea Ecuatorial, la República Central Africana y Chad.³⁸

Estos dos bancos centrales han firmado acuerdos con el gobierno francés. El último posible acuerdo consiste en tener tantos bancos como miembros en la unión monetaria. Cada banco central podría seguir su política monetaria, pero debe ser consistente con el acuerdo monetario.

³⁷ En el periodo de 1929 a 1935: 1 franco de Bélgica equivalía a 1 franco de Luxemburgo. En 1936 1 franco de Luxemburgo valía 1.25 francos belgas. Después de la segunda guerra mundial, la paridad de 1 a 1 fue reestablecida.

³⁸ Para complicar este acuerdo, la República de Comodoro (en el Océano Indico) es parte de la zona del franco, pero tiene su propia moneda y su propio banco central.

Este acuerdo supone un intenso y continuo nivel de cooperación económica y monetaria entre los miembros de la unión. Para ser mas precisos, funciona mientras los bancos centrales perciban que sus intereses nacionales son satisfechos mejor si adoptan un comportamiento de cooperación. Excepto los consejos monetarios, no hay ejemplos contemporáneos de uniones monetarias con múltiples bancos centrales siguiendo distintas políticas monetarias.

Sin embargo, en el siglo XIX, la Unión Monetaria Latina y la Unión Monetaria Escandinava fueron un perfecto ejemplo de unión monetaria con múltiples bancos centrales. Como veremos, ambas se disolvieron cuando estos bancos centrales independientes trataron de seguir su propia política monetaria. La carencia de éxito de estos acuerdos en el pasado explican su actual carencia de popularidad.

La segunda observación es que se puede decir que una unión monetaria es un aspecto de unión política. Así como la naturaleza de las uniones políticas cambian con el tiempo, también lo hacen las uniones monetarias.

Algunos países pueden abandonar la unión monetaria y volver después (no necesariamente en las mismas condiciones). Tenemos el ejemplo de Malí que abandonó la zona del franco en 1962, y luego regresó en 1967.

5.2 Uniones monetarias: ejemplos históricos

Unos 2000 años antes de la llegada del euro, el Imperio Romano estaba ya practicando una forma de unión monetaria. Tenía una sola moneda, un solo sistema de pesos y medidas. Los Romanos empezaron a usar monedas alrededor de 290 A.C. Mientras se expandían de su tierra original Italia, conquistando más y más territorio, la moneda y el lenguaje lo llevaron con ellos.

En el siglo primero los *as*, *denarius*, *sestertius* y *aureus* eran las monedas comunes a través de toda Europa, el Mediterráneo y el Cercano Oriente. Había por supuesto, variaciones en el poder de compra de estas monedas. Un litro de cerveza en la antigua Londonium (Londres), por

ejemplo, costaba alrededor de 16 denarii, casi el doble de lo que costaba en la antigua Barcino (Barcelona).

Por otro lado, las lechugas eran más baratas por 1 *denarii* en la antigua Dacia (Rumania) que en Gaule (Francia). Todas las monedas llevaban la imagen y el nombre del emperador en turno. Sin embargo, el Imperio Romano no fue el único precursor de una moneda única para Europa. En el Siglo octavo, trescientos años antes del colapso de Roma, Carlomagno, Rey de los francos, impuso un sistema uniforme de acuñación de monedas de plata en las tierras bajo su control.³⁹ Sin embargo los intentos de uniones monetarias continuaron, algunas prosperaron y otras no.

Cuadro No 14
La creación de algunas uniones monetarias

Área monetaria	Año de creación
<i>Uniones monetarias nacionales</i>	
Estados Unidos	1789
Italia	1861
Alemania	1875
<i>Uniones monetarias multinacionales</i>	
Unión monetaria latina	1865
Unión monetaria escandinava	1873-75
Bélgica Luxemburgo	1921
Área monetaria Africana	1922
Zona del Franco	1959

Fuente: Bordo y Jonung "The Future of EMU", 1998

5.3 Uniones monetarias multinacionales que no prosperaron

i) La Colonia de Nueva Inglaterra

Hasta finales de 1750, existió una unión monetaria en las colonias de Nueva Inglaterra. El papel moneda de cada una de las cuatro colonias (Connecticut, Massachusetts, Bay, New Hampshire y Rhode Island) era aceptado legalmente al interior de estas, incluso para pagar los impuestos. La unión duró cerca de un siglo y sobresalió el dominio económico de

Massachusetts. Las otras tres pequeñas colonias estaban a merced de su política económica y empezaron a emitir dinero sin control en 1730 y 1740. La cooperación regional comenzó a deteriorarse y en 1751 Massachusetts retira su papel moneda de las colonias y establece un patrón de plata, negándose a aceptar la moneda de las otras colonias.⁴⁰

ii) Unión Monetaria Latina

Empieza con la adopción del franco Francés por Bélgica. Después de su independencia en 1830, Francia, Bélgica, Suiza (1848), Italia (1861) y posteriormente Bulgaria y Grecia (1867) Formaron la Unión Monetaria Latina (inicialmente una unión monetaria bimetalica), considerada en ser el primer acercamiento internacional formal en regular los tipos de cambio.

La unión fue oficialmente establecida en 1865. En la Unión Monetaria Latina, los países miembros podían emitir ilimitadas cantidades de ciertas monedas en oro y plata de la unión, las cuales eran aceptadas en toda la región. Cada país podía acuñar limitadas cantidades de monedas de baja denominación (subsidiaria) como monedas de plata, pero estas solo tenían aceptación en el país que las emitía.

Cada país emitía sus propias monedas y la oferta monetaria era determinada por el mercado: El banco central prometía cambiar libremente oro y plata por monedas en circulación. Este sistema bimetalico pronto comenzó a contraer la unión debido a las presiones sobre el banco central que tenía que garantizar que la proporción el precio del oro con respecto la plata en 15.5 : 1 permaneciera fija. Sin embargo los precios relativos del oro y la plata eran determinados por los mercados mundiales, y la Unión Monetaria Latina era demasiado pequeña como para influir en los precios mundiales.

La unión sobrevaluó el precio de la plata, cuando los miembros comenzaron a especular con su precio, forzando eventualmente a la suspensión de la convertibilidad de la plata pasando a un patrón oro. Las monedas de plata de alta denominación permanecieron, no así las de anterior curso legal y las monedas subsidiarias fueron tratadas virtualmente como tal. Fue hasta este punto en que las monedas subsidiarias se convirtieron en el principal problema de la

³⁹ Territorio equivalente a la superficie de la actual Francia, Alemania, Italia, Bélgica, Holanda y Luxemburgo.

unión. El comienzo de la Primera Guerra Mundial creó la enorme necesidad de financiamiento y se dio por terminado el acuerdo, aunque continuó con el nombre hasta 1920.

iii) Unión Monetaria Escandinava

Dinamarca, Suecia y Noruega comparten una proximidad geográfica y algunas similitudes lingüísticas, sin embargo, también han tenido numerosos conflictos. A principios de 1860 los países escandinavos experimentaron un gran desarrollo económico, (modernización de la agricultura y el crecimiento de los sectores eléctrico, químico y del acero) y un mayor comercio se generó entre esos países junto con un intercambio monetario más grande.

Debido a esto, hubo gran cantidad de circulante internacional y los bancos acumulaban gran cantidad de monedas extranjeras. Por ejemplo en el sur de Suecia, las monedas danesas eran comúnmente usadas. Sin embargo, la complejidad y la incompatibilidad de las denominaciones y pesos entre las tres monedas condujeron a los gobiernos a iniciar discusiones para la unificación monetaria. Un primer acercamiento se tuvo en la Conferencia Monetaria de París en 1865 pero no pasó de ser solo una idea. Las negociaciones formales comenzaron en 1862 y duraron 10 años.

Antes de la unificación, Dinamarca, Noruega y Suecia tenían un sistema monetario basado en la plata y su unidad básica era el *Thaler*. Un *Thaler* noruego era igual a dos *thalers* daneses y equivalía a cuatro suecos. Además, el *Thaler* noruego era dividido en 120 *chelines*, mientras que el *Thaler* danés era dividido en 6 *Marvos* (cada marco valía 16 *chelines*). Políticamente era imposible para Dinamarca adoptar el sistema Alemán (especialmente después de la derrota militar en 1864, cuando Dinamarca perdió dos quintas partes de su territorio con Prusia) y los alemanes no estaban interesados en una asociación con los daneses.

Dinamarca y Suecia consideraron en algún momento unirse a la Unión Monetaria Latina. Sin embargo, el sistema bimetalico de dicha unión no era práctico para el territorio escandinavo. Por la coyuntura económica del momento se adoptó un sistema de patrón oro. Inglaterra ya

⁴⁰ Graboyes, Robert. "Historical monetary unions". Federal Reserve Bank of Richmond, July-August 1990. Economic Review

tenía uno y Alemania lo estableció en 1871. Así la Unión Monetaria Escandinava optó en 1872 por un patrón oro, con un sistema decimal.

Suecia, Dinamarca y Noruega formaron la Unión Monetaria Escandinava bajo la cual - como en la Unión Monetaria Latina -, las monedas de oro de cada país circulaban libremente en los tres países. Las monedas subsidiarias que eran de curso legal también circulaban por las fronteras. Se estableció que la moneda sería la *corona*. Cada país podía acuñar monedas de 10 y 20 coronas, además de monedas subsidiarias de 2, y 1 corona y sus divisiones .50, .25, y .10 *Ore* (céntimos).

Dinamarca y Suecia firmaron la Convención de 1873, Sin embargo, Noruega rechazó el tratado en una votación cerrada y firmaría solo hasta 1875, después de haber adoptado el patrón oro y la nueva moneda, la *Corona* Noruega. No había límites establecidos para acuñar monedas subsidiarias, que eran de curso legal en los tres países y estas tenían un valor metálico menor que el valor nominal. De acuerdo a la convención cada país estaba obligado a intercambiar estas monedas subsidiarias por oro.

El papel moneda representaba una parte importante de la oferta monetaria (52% en Dinamarca, 70% en Suecia y 74% en Noruega en 1885) y era perfectamente convertible. El banco central de cada país aceptó billetes de los otros dos miembros en paridad inmediatamente después de la convención.

El Banco de Suecia y El Banco de Noruega formalizaron después este acuerdo que había permanecido sin firma hasta 1894 y, en 1901 el Banco de Dinamarca y Noruega hicieron lo mismo. Los tres Bancos Centrales establecieron un mecanismo de compensación en 1888, donde cada país deudor debía pagar al otro en oro.

En 1900, los bancos de la unión aceptaban todos los billetes a la par y en 1905 la unión era considerada tan completa que los tipos de cambio dejaron de ser mencionados. Sin embargo, la Unión Monetaria Escandinava no pudo superar las divergencias de política monetaria causadas por el estallido de la Primera Guerra Mundial. Aunque los tres países eran neutrales, eran afectados de forma diferente por las hostilidades. Noruega estaba estrechamente

vinculada a Inglaterra, mientras que Dinamarca mantenía un comercio importante con Alemania, y Suecia, el más neutral de todos comerciaba con ambos beligerantes.

Mientras los stocks limitados de oro proveían la producción de dinero, la unión funcionó bien, sin embargo, las necesidades de financiamiento que la Primera Guerra Mundial causó, alentaron a los países a inflar sus monedas y deshacerse del oro al mismo tiempo en que se mantenía un precio fijo de coronas por oro. Las depreciadas monedas entonces eran usadas para adquirir oro a un precio (oficial) bajo.

La Unión Monetaria Escandinava colapsó eventualmente una vez que Suecia se negó a adquirir oro a precios fijos. El problema de la convertibilidad del oro jugó un papel esencial en esta caída. Además, las monedas subsidiarias de todos los países miembros tenían aún curso legal dentro de la unión, así que Dinamarca y Noruega comenzaron a enviar grandes cantidades de estas monedas a Suiza. Finalmente en 1924, el envío de monedas subsidiarias fue prohibido, Noruega declara su independencia política en ese mismo año forzando a Suiza a anunciar la disolución de la unión.⁴¹

En 1999 Bergman⁴² utilizó la teoría de las áreas monetaria óptimas para examinar si los países que integraban la unión monetaria escandinava constituían un AMO. Primero analizó las series macroeconómicas de los tres países durante el tiempo de la unión empleando métodos estadísticos para establecer la simetría o asimetría de los shocks estructurales en cada uno de los tres países miembros. Con propósitos de comparación, el modelo fue estimado también para Bélgica, que manejaba un patrón oro y pertenecía a la unión monetaria latina.

Bergman encontró que los shocks estructurales específicos en la unión monetaria escandinava no eran altamente simétricos durante el periodo que duró la unión. Además halló que las diferencias entre los patrones de shocks estructurales en Bélgica y los de la unión monetaria escandinava no estaban bien definidas. Con lo anterior concluyó que los tres países escandinavos no formaban un área monetaria óptima.

⁴¹ Holtfrerich, C. L. "The Monetary unification process in 19th century Germany: relevance and lessons for Europe today." *An European Central Bank? Perspectives on monetary unification after ten years of the EMS*. M. De Cecco and A. Giovannini., Cambridge University Press.

Cuadro No 15
Disolución de algunas uniones monetarias en el siglo XX

Unión monetaria	Tiempo de duración	Causas de disolución
Uniones monetarias nacionales		
Austria	1919-27	Derrotado en la guerra, creación de varios nuevos estados
Rusia	1918-20	Creación de nuevas naciones independientes
Unión Soviética	1992-94	Inestabilidad política, guerra civil, surgimiento de nuevos estados
Yugoslavia	1991-94	Inestabilidad política, guerra civil, surgimiento de nuevos estados
Checoslovaquia	1993	Divergencias políticas, surgimiento de nuevos estados-naciones
Uniones monetarias multinacionales		
Unión monetaria latina	1914 - 1927	Políticas monetarias contrarias
Unión monetaria escandinava	1914 - 1924	Políticas monetarias contrarias

Fuente: Bordo y Jonung "The Future of EMU, 1998

5.4 Uniones monetarias multinacionales que prosperaron

i) Zollverein (Unión aduanera alemana)

A pesar de los esfuerzos de unificación política, en 1815 la Federación Alemana estaba compuesta por 39 estados independientemente separados, cada uno con sus propios estándares de acuñación (algunos en oro, otros en plata) y de pesos y medidas. El Congreso de Viena en 1815 eliminó las restricciones de la movilidad del trabajo y al comercio con la finalidad de integrar sus territorios, sin embargo, la gran cantidad de monedas que circulaban (algunas de origen francés) hicieron el comercio difícil y caro.

La Federación Alemana estableció en 1831 la primera unión aduanera con los estados vecinos llamada *Zollverbund*. En 1834, el *Zollverein* (unión aduanera) fue fundada con la intención de reducir los costos de transacción en la frontera.

⁴² Bergman, Michael, "Do monetary unions make economic sense?" Evidence from the Scandinavian Currency Union, 1873-1913, *Scandinavian Journal of Economics*, No. 101

En 1838, la mayoría de los estados acordaron un estándar monetario de dos monedas (el *Thaler* y el *Gulden*), dejando que los estados eligieran libremente uno u otro. En 1847, el Banco Central del Reino de Prusia (con dos terceras partes del territorio y población alemana) fue designado como el Banco Central responsable de la mayoría de los estados de la federación.

La presión de los comerciantes y los dueños de industrias de seguir adelante con la unificación monetaria continuó hasta 1860 y en 1870 la Federación del Norte de Alemania fundada en 1867, prohibió la emisión de nuevo papel moneda y fijó el número billetes para la mayoría de los bancos. Estas medidas dieron un control mayor al Banco Prusiano.⁴³

Con el establecimiento del nuevo Reino Alemán después de la guerra Franco-prusiana se llegaron a los acuerdos que establecieron las actas de 1861 y 1873. En estas actas se establecía una acuñación unificada a través del Reino y se introdujo el Marco como unidad de cuenta basado en un sistema decimal sustituyendo al Thaler. En 1875 se estableció el Reichsbank.

A pesar de la catastrófica inflación de 1923 y el colapso del marco después de la Segunda Guerra Mundial, la unión monetaria sobrevivió y fue paulatinamente suplantada hasta el Bundesbank. Así, un vestigio de esta unión aún perdura en el marco alemán. Dos factores son los responsables de esta permanencia: Prusia tenía el tamaño, poder y voluntad para lograr acuerdos con los estados pequeños y los tratados monetarios despolitizados abandonando las facultades del príncipe de manipular el valor de la acuñación.

ii) CFA Zona del Franco

Formada en 1959, la CFA (Communauté Financière Africaine) abarca la mayoría de las primeras colonias del oeste y centro de África, además de una colonia española. La Zona del Franco es una de las más exitosas uniones monetarias modernas, por el hecho de haber mantenido unidas por más de 30 años un gran número de naciones que son geográfica, política y étnicamente diferentes.

La moneda Común es el *Franco CFA* (por muchos años igual a 1/50 de un *franco francés* y ahora recientemente devaluado a 1/100) y ha fortalecido la salida de algunas administraciones

⁴³ Bordo, M. And Jonung, "The future of EMU. What does the history of monetary unions tell us?" 1998.

coloniales. Existen dos bancos centrales, responsables de la política monetaria en dos diferentes grupos de países.

Las naciones miembros de cada banco central depositan sus reservas en el tesoro francés. Hay pocos controles de cambio en convertir *Franco CFA* en *francos franceses*, aunque si existen algunos controles al comercio y a los capitales. La convertibilidad es garantizada por un privilegio en el saldo a favor en el tesoro francés. Siendo Francia el socio dominante, es crucial para la unión ejercer una considerable autoridad monetaria sobre las políticas monetarias a través de asistencia directa a los países individuales.

iii) Bélgica Luxemburgo

Después de la primera guerra mundial el gobierno belga reemplazó el marco alemán por el franco, sin embargo, fue hasta 1935 en que fue aceptada como moneda de curso legal en Luxemburgo.⁴⁴ Estos dos países mantienen actualmente monedas separadas (francos belgas y francos de Luxemburgo), los cuales han sido vinculados a la par y son de curso legal en ambos países. En principio, estos países tuvieron una unión económica pactada en 1912 pasando posteriormente a una unión monetaria. La política monetaria se encuentra bajo el control de las autoridades de Bélgica, aunque una agencia conjunta maneja las regulaciones cambiarias. La unión ha sobrevivido hasta ahora, a pesar de las presiones que sufrió la moneda en 1982 y 1983, cuando Bélgica devaluó su moneda respecto a la de Luxemburgo.

5.5 El último caso: La Unión Monetaria Europea

La unión monetaria europea moderna comenzó en los años 50 con la firma de varios tratados entre Bélgica, Francia, Alemania, Italia, Luxemburgo y Holanda. Estos países comerciaban libremente sus recursos de acero y carbón mineral en 1951, estableciendo la *Comunidad del acero carbón*. Posteriormente, el tratado de Roma en 1957 creó la *Comunidad Económica Europea* (CEE) y la *Comunidad Europea de Energía Atómica*, dándole a las instituciones de la CEE la responsabilidad de negociar impuestos de aduanas, poniendo en práctica medidas de salvaguarda anti-dumping. En 1968 los impuestos aduaneros y las cantidades límite fueron eliminados para los países miembros de la comunidad, al tiempo que se establecía una tarifa común que reemplazaba los aranceles nacionales al comercio con el resto del mundo.

⁴⁴ Aunque circulaba ampliamente por todo el país desde 1919

Aunque el Consejo de la Comunidad Europea se estableció en 1971, se elaboró un plan de tres etapas para lograr la unión económica y monetaria para 1980, sin embargo, este curso de acción fue abandonado después de pocos años. En la misma década de los 70 tuvieron lugar otras adhesiones a la comunidad, esta vez Dinamarca, Irlanda y Reino Unido fueron incluidos en la CEE. En 1979 se estableció el *Sistema Monetario Europeo* (SME) con el objetivo de lograr una zona de estabilidad monetaria.

Los países miembro acordaron un mecanismo diseñado para mantener sus tipos de cambio con un cierto margen de fluctuación.⁴⁵ En este contexto se creó la *Unidad Monetaria Europea* (ECU por sus siglas en inglés) que es precursora del Euro.

En los 80 se renovaron las iniciativas para la integración europea, mientras nuevos miembros se unían a la comunidad; Grecia, España y Portugal. Poco después, en 1986 se firmó una ley que permitía la libre movilidad de ciudadanos, productos, servicios y capital con el objeto de reforzar el mercado común. Consecuentemente, el *Reporte Delors (1989)* establecía con detalle las condiciones para concretar la unión monetaria europea, proponiendo nuevamente tres etapas para su implantación.

El Reporte fue la base para el Tratado de Maastricht que fue firmado en 1991 por los líderes de la Comunidad Europea. Su objetivo era el de preparar el escenario final de la UME. Mientras tanto se adherían Austria, Finlandia y Suecia en 1995 y se le daba un nuevo nombre a la CEE, rebautizandola como la Unión Europea (UE). Cuando el tratado de Maastricht entró en vigor la UE incluía 15 miembros.⁴⁶

Este tratado estableció un proceso de tres etapas para lograr la UME. La primera contemplaba la eliminación de los controles de movimientos de capital y fue completada a fines de 1993. En la segunda, el principal objetivo de los miembros era lograr la convergencia externa de las políticas económicas.

⁴⁵ Antes del establecimiento del Sistema Monetario Europeo, Bélgica, Dinamarca, Alemania, Luxemburgo, Holanda y Noruega establecieron entre ellos mismos un margen máximo de 2.25 por ciento de fluctuación en el tipo de cambio.

Además, cada Banco Central nacional se hizo independiente al final de 1997, como parte de esta segunda etapa, el Instituto Monetario Europeo (IME) fue creado en 1994 como auxiliar del banco Central Europeo (BCE). La última etapa comenzó en 1999, la conducción de la política monetaria se transfirió al Sistema Europeo de Bancos Centrales, que esta compuesto del mismo BCE y los Bancos Centrales nacionales mismos que dieron paso a la entrada del euro en el año 2002.

Cuadro No 16

Fechas importantes en la introducción del euro

<p>Principios de 1988</p> <ul style="list-style-type: none"> • Decisión de las cabezas de Estado y Gobiernos de los países miembros de participar en la zona del euro 	<ul style="list-style-type: none"> • Establecimiento del Bsnco Central europeo y hacerlo operacional • Adoptar la Legislación Secundaria con respecto al establecimiento del Sistema Europeo de Bancos Centrales • Decidir y llevar a cabo las pruebas finales del SEBC para que opere completamente el día 1 en la tercera etapa. • Comenzar la producción de billetes y monedas y anunciar la fecha de su introducción. • Lanzar una campaña masiva de información.
<p>1º Enero de 1999 Comienzo de la etapa 3</p> <ul style="list-style-type: none"> • Sistema de conversión fija e irrevocable entre las monedas de los países miembros. • Entra en vigor un consejo de regulación en la introducción del euro(basado en el Art. 109J(4) del Tratado). • Se introduce el euro en una forma no monetaria 	<ul style="list-style-type: none"> • Conducción de una sola política monetaria. • Proveer facilidades para la conversión a los países que no han sido capaces de trasladar la moneda nacional en euros. • La nueva deuda pública se emite en euros (y se redenomina la ya existente en la medida posible) • Preparar los cambios de la administración pública.
<p>1º Enero de 2002</p> <ul style="list-style-type: none"> • Fecha límite para la introducción del euro, billetes y monedas. • Todas las referencias a unidades monetarias nacionales en instrumentos legales se vuelven referencias en euros. 	
<p>1º de Julio a la fecha</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Retirar de la circulación los billetes y monedas nacionales. • Los billetes y monedas nacionales pierden el estatus de "moneda de curso legal"

⁴⁶ Los miembros que forman la UE son: Bélgica, Dinamarca, Alemania, Grecia, España, Francia, Irlanda, Italia, Luxemburgo, Holanda, Austria, Portugal, Finlandia, Suecia, y el Reino Unido

La conclusión a la que han llegado la mayor parte de los estudiosos que han analizado los posibles efectos del proceso de unificación monetaria en Europa a partir de la Teoría de las Áreas Monetarias Óptimas es que el éxito de la Unión Económica y Monetaria (UEM) dependerá de la capacidad de las economías europeas para dotar de una mayor flexibilidad a sus mercados (tanto de bienes y servicios como de trabajo) así como del grado de asimetría de los Shocks que puedan experimentar en el futuro.

La visión más optimista sobre la probabilidad de que se produzcan Shocks asimétricos en la UEM es la ofrecida por la Comisión Europea (1999) en el informe *One Market, One Money*⁴⁷. En este estudio se predice que los shocks asimétricos tenderán a reducirse como consecuencia de dos factores; la mayor coordinación de las políticas económicas entre los países participantes y el incremento en el comercio intra-industrial y las mayores similitudes en las estructuras productivas. Si este fuese el escenario final, la pérdida de la soberanía nacional sobre el tipo de cambio no tendría ninguna repercusión sobre la capacidad de ajuste macroeconómica de los países de la zona del euro.

Cuadro No 17
PIB Zona del Euro 1998-2003 por país (mmdd)

País	1998	1999	2000	2001	2002	2003^(*)
Austria	213.6	210.3	191.3	189.7	205.8	272.7
Alemania	2 161.8	2 110.8	1 875.8	1 855.0	1 993.0	2 278.4
Bélgica	252.4	251.5	228.8	227.8	244.8	292.2
España	591.6	603.0	563.0	583.6	654.4	790.1
Finlandia	129.9	128.5	121.1	121.8	134.9	161.0
Francia	1 463.3	1 444.8	1 310.3	1 312.0	1 429.5	1 738.9
Grecia	118.5	120.2	112.3	119.4	135.6	169.7
Holanda	396.9	399.1	372.0	384.4	424.5	503.4
Irlanda	86.9	95.8	95.1	102.5	118.6	149.8
Italia	1 202.3	1 182.6	1 076.3	1 089.7	1 182.0	1 456.6
Luxemburgo	19.1	19.8	19.2	19.3	21.2	26.1
Portugal	113.1	115.3	106.8	110.1	1 22.6	146.0

Fuente: ADFAT European Union, Fact Sheet 2003

(*) Sujeto a revisión

⁴⁷ European Commission, "One Market, One Money", European Economy, P.44

Cuadro No 18
PIB (per capita) Zona del Euro 1998-2003 por país (usd)

País	1998	1999	2000	2001	2002	2003^(*)
Austria	26 359	25 887	23 476	23 225	25 133	29 636
Alemania	26 345	25 730	22 838	22 605	24 613	27 823
Bélgica	24 769	24 625	22 341	22 215	23 848	28 419
España	14 994	15 217	14 101	14 494	16 138	19 361
Finlandia	25 216	24 876	23 364	23 418	25 848	30 732
Francia	24 918	24 502	22 055	21 992	23 865	28 909
Grecia	11 292	11 425	10 643	11 286	12 793	15 946
Holanda	25 352	25 322	23 450	24 051	26 367	31 056
Irlanda	23 680	25 740	25 160	26 770	30 320	38 110
Italia	20 868	20 503	18 606	18 807	20 362	25 048
Luxemburgo	44 426	45 477	43 613	42 812	47 051	56 700
Portugal	11 346	11 546	10 665	10 960	12 167	14 444

Fuente: ADFAT European Union, Fact Sheet 2003

(*) Sujeto a revisión

Cuadro No 19
Inflación y Desempleo Zona del euro 1998-2003 por país (%)

País	Inflación			Desempleo		
	2001	2002	2003^(*)	2001	2002	2003^(*)
Austria	2.7	1.8	1.6	3.6	4.1	4.1
Alemania	2.5	1.3	1.8	10.4	9.8	10.5
Bélgica	2.5	1.6	1.0	6.7	7.3	7.3
España	3.6	3.5	2.4	10.5	11.5	11.9
Finlandia	2.6	1.6	1.8	9.1	9.3	9.3
Francia	1.6	1.9	1.4	8.8	9.1	9.2
Grecia	3.4	3.6	3.3	10.5	10.2	9.8
Holanda	4.5	3.5	2.3	2.0	2.7	3.8
Irlanda	4.9	4.7	4.2	3.8	4.4	5.2
Italia	2.8	2.5	2.2	9.5	9.5	9.0
Luxemburgo	2.7	2.1	1.6	2.6	3.4	4.2
Portugal	4.4	4.3	3.0	4.0	6.8	7.0

Fuente: ADFAT European Union, Fact Sheet 2003

(*) Sujeto a revisión

5.6 Las Uniones Monetarias y la Teoría de las Áreas Monetarias Óptimas

La Teoría de las Áreas Monetarias Óptimas, aún con algunas limitaciones, brinda una referencia analítica básica para el estudio de las Uniones Monetarias, ya que analiza las condiciones que deben reunir las economías que integran el bloque regional, para que la pérdida de los tipos de cambio nominales como herramientas de ajuste ante shocks asimétricos no sea relevante.

Recordemos que los desarrollos teóricos de las AMO tienen su base en el concepto clásico de que los países integrados económicamente encuentran óptimo abandonar sus monedas nacionales si los tipos de cambio nominales no son necesarios para ajustar los tipos de cambio reales cuando los países enfrentan shocks asimétricos. Esto podría darse, si los shocks que afectan a la región son similares (no asimétricos), si los precios son flexibles y existe libre movilidad de los factores de capital y trabajo dentro del bloque integrado.

Una Unión Monetaria es uno de los esquemas más completos y definitivos de coordinación de políticas macroeconómicas; ello implica el uso de una moneda común, o un sistema de tipos de cambio irrevocablemente fijos, por lo que los mercados de cambio entre los países miembros dejan de ser relevantes y, paralelamente, las políticas monetarias nacionales desaparecen, dejando lugar a una política monetaria común.

La factibilidad de las Uniones Monetarias se analiza a través de una comparación de los beneficios y los costos de una zona extendida con uniformidad monetaria y donde prevalece la estabilidad. Mientras existe la visión general que los costos de cambiar moneda nacional por otras monedas, son una fuente de pérdida de bienestar que se puede eliminar a través de una unión monetaria cuando se intenta cuantificar estos costos de transacción, ellos son pequeños si se les compara con los riesgos e incertidumbre asociadas a la transición.

Los estudios existentes acerca de los efectos sobre el bienestar de una Unión Monetaria, además de coincidir en afirmar que contribuirá a ahorrar costos de transacción, analizan los beneficios derivados de reducir las incertidumbres vinculadas con la existencia de varias monedas nacionales, y por o tanto, políticas monetarias independientes dentro de una región

en la que se está produciendo un proceso de integración económica, fundamentalmente por el riesgo de tipo de cambio que ello implica.

Respecto a los *costos de transacción*, la desaparición de las fluctuaciones de los tipos de cambio dentro del bloque integrado, se materializaría en la eliminación de los siguientes: a) costos financieros: *spreads* y comisiones por operaciones en divisas dentro del bloque y operaciones de cobertura de riesgos, b) egresos asociados a la ejecución de órdenes de pagos internacionales; y costos reales: gastos en personal abocado a la gestión y cobertura de riesgo de cambio y a las operaciones en divisas.

Con relación a la *reducción de la incertidumbre* asociada a la variación de los tipos de cambio, se argumenta: a) que tal disminución crearía expectativas favorables que deberían desembocar en un aumento de la inversión, hipótesis bastante generalizada pero con poca evidencia empírica; b) la unión monetaria aportaría una mayor estabilidad económica y financiera que se reflejará en la reducción de la tasa esperada de variación del tipo de cambio y la disminución de las expectativas de inflación, con la consecuente baja de las tasas de interés de la región, adicionalmente impulsado por la fusión de los mercados financieros nacionales, c) la disminución de la volatilidad del tipo de cambio (tanto nominal como real) podría mejorar el proceso informativo de los sistemas de precios.

Una cuestión relevante para el análisis de la transición a la unión monetaria, es la determinación de la forma precisa que esta adoptará en su etapa definitiva, existiendo a priori dos alternativas: la fijación irrevocable de los tipos de cambio y la adopción de una moneda común.

La economía de una moneda común presenta una organización institucional – banco central comunitario – y características de funcionamiento netamente diferenciadas de un régimen de fijación irrevocable de los tipos de cambio. Mientras que el primer caso puede analizarse a través del enfoque de sustitución de las monedas nacionales por otra común, el último sistema no conduce necesariamente por sí mismo a la adopción de una moneda única, lo que plantea la necesidad de intervención de los gobiernos de la comunidad para lograrlo.

Uno de los problemas que plantea el caso de moneda única – sin banco central comunitario –, es que al existir diferentes tamaños entre los países miembros, se complican los problemas de coordinación macroeconómica. Ello ocurre por las externalidades asociadas al aumento del señoreaje debido a la ampliación del mercado, los países pequeños tendrían un gran incentivo para emitir moneda común con el fin de extraer señoreaje de los agentes económicos de los países más grandes. Como respuesta, las autoridades monetarias de estos, deberían retirar continuamente dinero de circulación para limitar los efectos de la política monetaria del país pequeño sobre la tasa de inflación del bloque. En caso de no conseguir neutralizar el efecto, los países más grandes optarían por abandonar el bloque, ante la imposibilidad de conseguir los objetivos de estabilidad de precios.

En cambio, con un sistema de tipos de cambio irrevocablemente fijos, las diferencias de tamaño contribuyen a facilitar las actividades de coordinación macroeconómica, ya que los países pequeños no pueden extraer señoreaje de los más grandes mediante expansión monetaria, ya que automáticamente perderían reservas y el resultado sería un cambio de composición del pasivo de sus bancos centrales, dejando sin cambios sus stocks monetarios. Además la existencia de stocks limitados de reservas limita los comportamientos expansivos.

En síntesis, mientras un sistema de tipos de cambio fijos podría funcionar sin un banco central comunitario, la economía de una moneda única requiere necesariamente de una política monetaria común, y en consecuencia, la plena operatividad de un banco central comunitario, ya que la perfecta sustituibilidad de las monedas nacionales afectaría a la estabilidad de las funciones de demanda de cada moneda, forzando la pérdida de control monetario de cada país y eliminando cualquier ancla nominal del sistema en ausencia de instituciones y políticas monetarias comunes. La coordinación macroeconómica es llevada al extremo de la creación del banco central comunitario para controlar el sesgo inflacionario introducido por la moneda común.

De los aspectos anteriores se desprenden las condiciones que deben darse para constituir un área monetaria:

- a) Si la región no enfrenta shocks asimétricos, puede prescindirse del tipo de cambio nominal como mecanismo de ajuste;
- b) En el caso de existir shocks asimétricos, debe darse amplia movilidad de los factores de capital y trabajo dentro de la región, o alternativamente, flexibilidad de precios y salarios;
- c) De acuerdo con el enfoque de Kenen debe evaluarse el grado de diversificación de las estructuras productivas del país en relación con las de los potenciales socios del área monetaria;
- d) Debe evaluarse además el grado de apertura de las economías y la interdependencia comercial existente entre los países de la región reflejada a través del comercio intra-zona; al respecto, este debe representar un porcentaje relevante del total del comercio internacional.

Otro aspecto adicional debe ser considerado, en consistencia con otra corriente de la literatura sobre la unificación monetaria en Europa, que enfatiza la necesidad de una especie de federalismo fiscal dentro de del área monetaria; parece evidente que las uniones monetarias que no posean mecanismos fiscales que ajusten desequilibrios regionales de ingresos, experimentarán problemas persistentes de tensiones entre zonas.

CAPITULO VI

PERSPECTIVAS DE UNA UNION MONETARIA PARA AMÉRICA DEL NORTE

6.1 El debate de la dolarización en México después de la crisis de 1995

La dolarización no oficial tiene una larga historia en la economía mexicana. De 1925 a 1982, el dólar estadounidense circulaba junto con el peso en la economía nacional. Aunque el porcentaje de depósitos en dólares en el sistema bancario mexicano generalmente se mantenía entre 5 y 15%, en tiempos de inestabilidad económica o política la tendencia era a la alza.

La pesoficación de todos los depósitos en dólares del sistema bancario mexicano en 1982 terminaron con la circulación legal del dólar en la economía mexicana, pero no erradicaron la dolarización *de facto*. Hasta hoy una especie de sistema dual ha permanecido como característica del régimen monetario mexicano, en la región fronteriza y en zonas turísticas frecuentadas por norteamericanos.

La idea de reemplazar la moneda mexicana con el dólar no entró a debate hasta los 90. Las propuestas de una Unión Monetaria, Dolarización o Consejo Monetario ya se habían planteado con el advenimiento del euro pero se fortalecieron después de las crisis de México en diciembre de 1994 y de Asia en 1998. Aunque la primeras ideas surgieron de los principales académicos de los Estados Unidos como Steve Hanke y Kurt Schuler, que sugirieron que México debería adoptar un Consejo Monetario. Esta idea fue apoyada en su momento por Robert Barro y Rudiger Dornbusch.

En México la elite bancaria y empresarial también hicieron sus propuestas. En 1996, el entonces Director Adjunto de Banamex y ex Director General del Banco de México Roberto del Cueto presentó una propuesta de Unión Monetaria de América del Norte como una forma de complementar el Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN). Según su planteamiento, los tres países adoptarían una moneda común y se acordaría establecer un banco central único que regiría las políticas monetaria y cambiaria.

Las ventajas, según esta idea, serían que México tendría tasas de inflación y de interés similares a las de Estados Unidos y Canadá. Se evitarían las entradas y salidas bruscas de capital del exterior o al menos se aislaría a la economía de los efectos más dañinos que provocan. Por último, habría estabilidad financiera que permitiría un mejor desempeño de la economía en general.

Posteriormente, en septiembre de 1998, el Centro de Estudios Económicos del Sector Privado (CEESP) propuso la adopción del dólar estadounidense como moneda de curso legal y forzoso. Entre sus argumentos estaban que el Banco de México había sido ineficiente en mantener estable el peso y llegan a afirmar que la pérdida de una política monetaria independiente sería favorable, pues esto llevaría a eliminar un factor clave de inestabilidad monetaria, el mismo Banco de México.⁴⁸

A esta propuesta le siguió la que presento en marzo de 1999 el empresario Eugenio Clariond, de dolarizar la economía mexicana, esta vez con el apoyo de los líderes empresariales que representaban los intereses de industriales, exportadores y banqueros, pero la demanda de una dolarización tuvo más eco entre los grupos empresariales del norte del país.

En agosto de 2000, el presidente electo Vicente Fox visitó los Estados Unidos y Canadá. Durante su visita se plantearon varias ideas hacia la mayor integración de las economías que constituyen el TLCAN entre ellos se encontraba una propuesta para una eventual moneda única para los tres países.

Ahora que la idea de una moneda única está en la mesa de discusión, el siguiente paso es considerar si un acuerdo de esa dimensión es apropiado. La mejor forma de determinar su conveniencia es aplicando la literatura disponible de las Áreas Monetarias Óptimas a Canadá y México. Recordando que un AMO es un grupo de regiones o países con economías vinculadas estrechamente por el comercio de bienes y servicios y cierto grado de movilidad de capitales y mano de obra.

⁴⁸ Rozo, Carlos, "Teoría y condiciones de la dolarización en México", *Comercio Exterior*, octubre de 2000, Bancoméx S.N.C.

6.2 La experiencia de México con la flotación en los últimos años

1994-1995: La forzosa transición a un régimen flotante

Las fragilidades acumuladas durante los primeros años de la década de 1990 –los años de las entradas de capital y la liberación financiera– más los shocks domésticos y externos enfrentados por la economía en 1994, dieron paso a la crisis cuando bajo las presiones en el mercado de cambios externo, el Banco Central no fue capaz de defender la paridad predeterminada y se decidió entonces dejar flotar al peso.

Como consecuencia de la devaluación del peso y el retorno a un ambiente inflacionario, la credibilidad del banco de México fue seriamente dañada. La críticas (algunas de ellas sin fundamento) se concentraban principalmente en dos puntos (i) carencia de transparencia en la conducción de la política monetaria y la falta de difusión de información, y (ii) la falta de fortaleza del banco central para enfrentar la crisis.

Mientras se ponía en claro la naturaleza de la crisis, las políticas de ajuste de la economía generaron la confianza para detener el pánico y recobrar la confianza de que México cumpliría con sus obligaciones de corto y largo plazo, tanto internamente como externamente. Después de la crisis de 1994 la política económica enfrentó tres grandes retos:

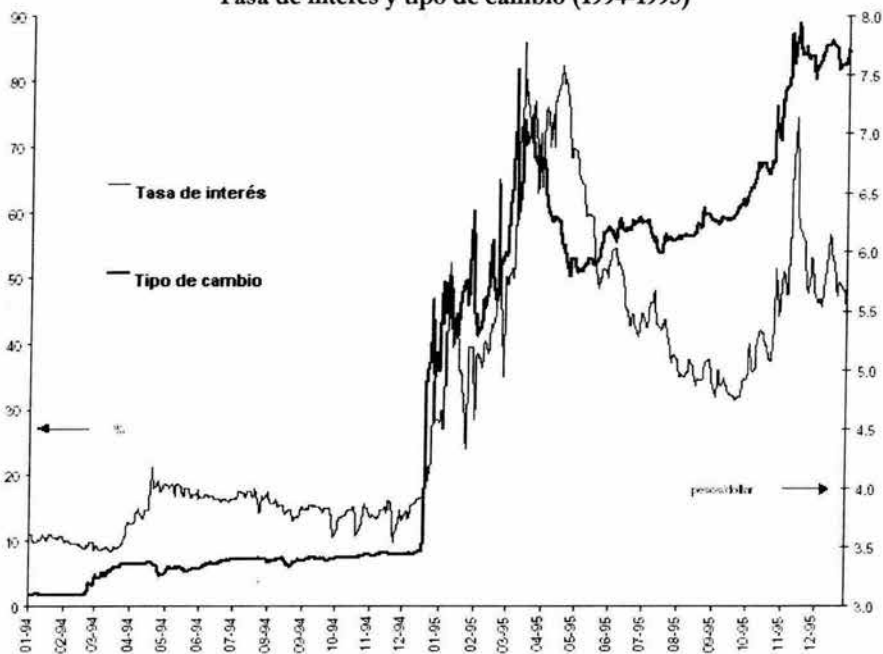
- (i) Conducir un ajuste macroeconómico ordenado en respuesta a la reducción de las entradas de capital.
- (ii) Reestructurar la deuda pública de corto plazo en dólares (US\$30 mil millones).
- (iii) Mantener la solvencia del sistema bancario y proteger los depósitos de los ahorradores.

En orden de lograr estos objetivos, se implantaron varias medidas en 1995.

- Para contener los efectos inflacionarios de la devaluación, se siguió una política monetaria restrictiva. Para hacer esta política creíble, fue esencial determinar que la política monetaria estaba orientada exclusivamente para estabilizar las variables nominales de la economía, consistentes con la autonomía del banco central. La política monetaria tenía un objetivo, –reducir la inflación– una condición que era esencial bajo el régimen flotante, ya que bajo flotación, dicha política debería ser el ancla nominal de la

economía. Para construir esta ancla, la política monetaria debería ser conducida sin ninguna interferencia del problema en el sector bancario. Para demostrar la respuesta de las autoridades monetarias, se puede decir que contribuyeron a un importante incremento de las tasas de interés de 16% en diciembre de 1994 a 86% en marzo de 1995.

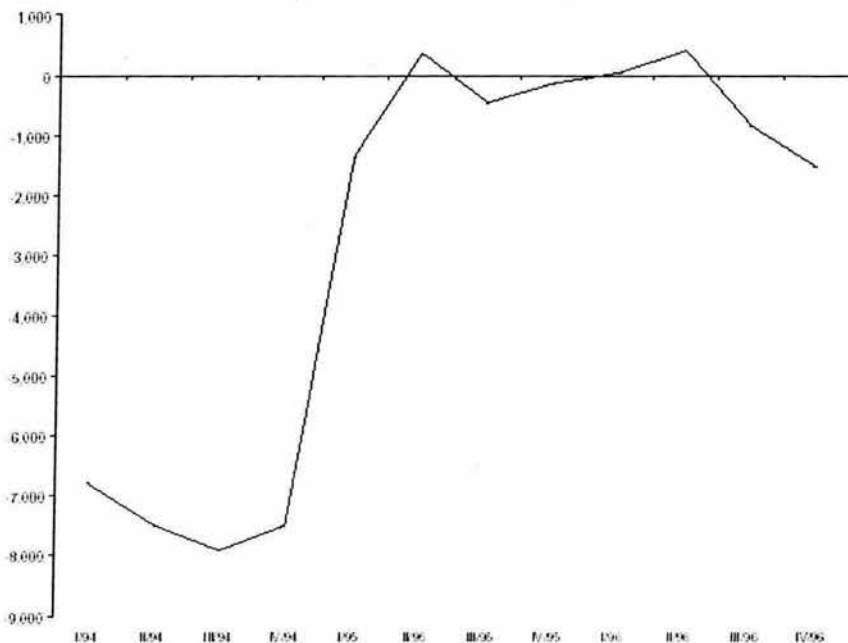
Gráfica No 6
Tasa de interés y tipo de cambio (1994-1995)



Fuente: G.Carstens y M. Werner, Mexico's monetary policy under a floating exchange rate. Documento de Investigación No 9905, Dirección general de Investigación Económica. Banco de México, mayo de 1999.

- La estricta política monetaria y fiscal, junto con los efectos cambiantes del gasto fueron absolutamente esenciales para estabilizar la moneda y lograr la corrección de la cuenta corriente en una forma relativamente ordenada.

Gráfica No 7
Cuenta corriente (1994-1996)
(Millones de dólares)



Fuente: G.Carstens y M. Werner, Mexico's monetary policy under a floating exchange rate. Documento de Investigación No 9905, Dirección general de Investigación Económica. Banco de México, mayo de 1999.

A pesar de todas las dudas que en un principio se tuvieron, en México la flotación ha dado resultados muy favorables:

- La flotación no ha sido un obstáculo para lograr una desinflación rápida.
- El tipo de cambio no ha sufrido una volatilidad excesiva.
- Los mercados de futuros que las autoridades han ayudado a desarrollar en México han sido de gran utilidad para que empresas e individuos dispongan de instrumentos que les permitan fijar sus costos o ingresos en la moneda nacional o en la extranjera.
- Las estadísticas muestran que las tasas de interés reales no han sido en México más elevadas ni más volátiles con el régimen de flotación que cuando el país siguió otro tipo de régimen cambiario y la tasa de inflación fue semejante.

No obstante las depreciaciones recientes, el peso mexicano es una de las monedas privilegiadas del mundo. Este hecho no es producto de la irracionalidad de los mercados, sino de una consecuencia legítima de fenómenos reconocidos ampliamente por grandes sectores del mundo académico. La crisis por la que pasa Argentina genera mucha desconfianza en la solidez de las monedas de todos los países emergentes. En México particularmente se presenta solo un clima de incertidumbre que tiene su origen en las traumáticas devaluaciones del pasado.

Es importante precisar que teniendo un sistema de libre flotación, el peso mexicano está sujeto a oscilaciones considerables, acordes con los cambios de las variables internas o externas que mas inciden en su cotización. Por ejemplo, con la amenaza de una devaluación repentina en alguna divisa, el riesgo-país de todos los demás mercados emergentes tiende a incrementarse ocasionando de esta modo una depreciación en sus monedas.

México no es la excepción y por lo tanto los problemas argentinos se traducen en problemas para el peso mexicano, independientemente de la casi nula relación comercial con este país sudamericano (menos del 0.2%). Sin embargo, en México estas oscilaciones no deben causar gran preocupación, debido a que los fundamentos económicos presentes son más sólidos.

Desde 1994, el sistema de libre flotación es el que rige para el peso mexicano. Este sistema ha evitado la acumulación de presión interna durante los últimos años, permitiendo llegar a su cotización hasta casi los \$11.20 por dólar durante la crisis asiática y retrocediendo hasta los \$8.90 en el primer semestre de 2001. Las intervenciones ocasionales del Banco de México en el mercado de divisas han sido realizadas con el fin de suavizar los movimientos bruscos causados por las circunstancias externas y no con el objetivo de sostener un nivel determinado de moneda.

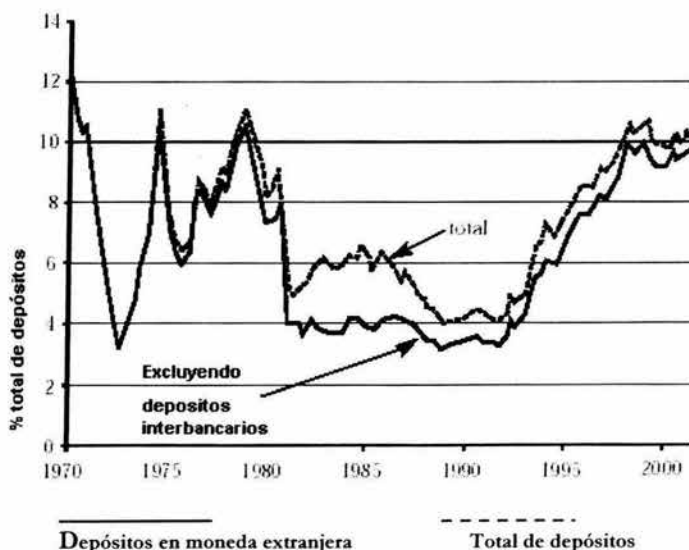
Se puede decir que México ya pasó la prueba devaluatoria que implicaba la transición del sistema controlado al libre, desechando otros sistemas de bandas y evitando el Consejo Monetario y la Dolarización.

6.3 El punto de vista canadiense

El sistema monetario canadiense está basado en la emisión de dinero mediante el Banco de Canadá, un tipo de cambio flexible por más de 50 años (excepto por el periodo de 1962-70), se fijan metas inflacionarias y se hacen acuerdos que buscan la estabilidad de la moneda. El actual régimen monetario es producto de una larga y a veces difícil historia, incluyendo episodios de inestabilidad monetaria en los mercados y conflictos entre el Banco de Canadá y el gobierno en turno. La relativa calma y el buen desempeño del sistema monetario en el pasado, contrasta con los problemas actuales que han afectado la política económica en años recientes.

Con los actuales problemas del dólar canadiense, los ahorradores buscan la seguridad de sus depósitos al invertir en dólares estadounidenses, creando un ambiente de dolarización no oficial. La gráfica 8 muestra la evidencia histórica del incremento de los depósitos en dólares estadounidenses en los mismos bancos canadienses. El grado de dolarización es similar al que se observó en la década de 1970. muchos autores atribuyen este incremento a la firma del ALC y al TLCAN.

Gráfica No 8
Depósitos en moneda extranjera en bancos canadienses
(1970-2001)



Fuente: Laidler, David, *The Awkward Economics and Politics of NAMU*.

Y como en México, en Canadá existen grupos de académicos y políticos que están a favor de un sistema monetario basado en el dólar estadounidense. Entre sus argumentos están el que pronto la moneda desaparecerá para dar paso a las monedas fuertes (Euro y US\$ dólar); que la adopción del dólar de EU reducirá los costos de transacciones y que de algún modo Estados Unidos se adaptará a las necesidades monetarias de Canadá.⁴⁹

Los argumentos que han llevado a hacer este tipo de planteamientos son:

- La experiencia de Canadá con el tipo de cambio flotante ha sido decepcionante y han hecho al dólar canadiense más volátil y no parece ser una efectiva arma contra los shocks externos.
- Los periodos de debilidad de la moneda nacional han desalentado la productividad, las mismas empresas nacionales han decidido invertir en los Estados Unidos.
- La apertura al comercio e inversiones internacionales de Canadá, y la concentración de estos hacia EU favorecen los cálculos de costo-beneficio hacia una fijación con el US\$ dólar.
- Las opciones para la fijación pueden ser los llamados “hard peg”, es decir, la Dolarización oficial ó el Consejo Monetario (con o sin el respaldo del gobierno). Pero en términos de unificación monetaria una Unión Monetaria de América del Norte sería la mejor opción.
- La pérdida de soberanía que envuelve este tipo de acuerdos sería mas aparente que real.
- Los eventos en América Latina (dolarización de Ecuador, Panamá, El Salvador) se han tomado como ejemplos y no les son ajenos los debates en México sobre la dolarización, lo que los alienta hacia una Unión Monetaria de América del Norte.

En las pasadas dos décadas, Canadá, Estados Unidos y México se han aproximado hacia una mayor integración. En un periodo relativamente corto de tiempo, el Acuerdo de Libre Comercio (ALC) entre Canadá y Estados Unidos a finales de los 80, seguido por el tratado de

⁴⁹ Ver: Courchene, Thomas J. 1999, “From Fixing to Monetary Union: Options for North American Currency Integration”, C.D. Howe Institute Commentary, June 22.

Libre Comercio de América del Norte (TLCAN) en 1992 mostraron grandes beneficios económicos para Canadá. Desde 1992, las exportaciones canadienses a EU se habían incrementado más rápidamente que con el resto del mundo. En 1998 el comercio con EU fue de \$309 mil millones de dólares, comparado con los \$6 mil millones con México. En los últimos tres años las exportaciones a Estados Unidos representan alrededor del 87 por ciento de su comercio con el mundo. Mientras que en importaciones, las provenientes de Estados Unidos oscilan entre el 62 y 64 por ciento del total.

Cuadro No 20 Canadá Importaciones por país*
Año calendario
Millones de US\$ dólares

País	2000	2001	2002	%2000	%2001	%2002
Mundo	240 178.57	221 562.04	221 920.95	100	100	100
Estados Unidos	154 607.98	140 972.17	138 927.28	64.37	63.63	62.6
China	7 591.56	8 210.97	10 175.86	3.16	3.71	4.59
Japón	11 184.36	9 540.42	9 810.13	4.66	4.27	4.42
México	8 113.09	7 819.43	8 089.09	3.38	3.53	3.65
Reino Unido	8 755.75	7 578.89	6 197.96	3.65	3.42	2.79

*Todas las provincias

Fuente: World Trade Atlas 2003, Canada Edition

Cuadro No 21 Canadá Exportaciones por país*
Año calendario
Millones de US\$ dólares

País	2000	2001	2002	%2000	%2001	%2002
Mundo	278 019.78	260 972.88	252 361.93	100	100	100
Estados Unidos	241 743.18	227 259.85	220 609.99	86.95	87.08	87.42
Japón	6 245.56	5 382.22	5 282.05	2.25	2.06	2.09
Reino Unido	3 866.99	3 266.60	2 792.25	1.39	1.25	1.11
China	2 484.20	2 730.65	2 562.81	0.89	1.05	1.02
Alemania	2 120.86	1 888.07	1 849.57	0.76	0.72	0.73

*Todas las provincias

Fuente: World Trade Atlas 2003, Canada Edition

Sin embargo, los problemas con el dólar canadiense han producido malestar en la población y pone al país en desventaja en la competencia norteamericana. En las últimas dos décadas se ha registrado una enorme caída en la calidad de vida comparada con la de Estados Unidos. Los precios canadienses se han encontrado en niveles excepcionalmente bajos, y han alentado a la mayoría de los trabajadores jóvenes a buscar oportunidades en la frontera sur.

Como Grubel ha observado: “Ninguna Unión Monetaria del pasado se dio por el reconocimiento de los beneficios económicos de la unión. En todos los casos la integración fue conducida por objetivos políticos”. Desafortunadamente en Canadá existe un escaso deseo político de unión con los Estados Unidos. Para la mayoría de los canadienses, la adopción del dólar representaría el primer paso hacia un final, una indeseable amalgama política –el final de una larga lucha por la distinción que sigue vigente desde el fin de la Revolución Americana del siglo XVIII. Esta es una gran diferencia en el clima político con Europa.⁵⁰

Para la mayoría de los canadienses, los billetes y monedas –así como las imágenes que ostentan– son símbolos de nacionalismo de una nación que aún lucha por su identidad. Las imágenes de los fundadores de ese territorio, y las de la Reina en particular, todavía tienen un importante significado y muchos encontrarían dificultad para deshacerse de ellas.

6.4 Simetría y asimetría en las economías de América del Norte

Si un grupo de países es objeto de choques externos, y la economía es lo suficientemente flexible para manejar aquellos que sean asimétricos, ó económicos simétricos, además si son economías abiertas con grandes vínculos comerciales. Entonces es probable que puedan sincronizar sus ciclos económicos y se requerirá una política común como respuesta. Este es un grupo de países que pueden formar un Área Monetaria Óptima.

Siguiendo la clásica contribución de Mundell (1961) de la Teoría de las Áreas Monetarias Óptimas (AMO), el interés en este tema se intensificó en la década de 1990 con un retardo de casi 30 años. Recordemos que Mundell demostró que un tipo de cambio fijo es el óptimo acuerdo monetario entre un grupo de países o regiones que son simétricos, por otro lado, si los shocks son asimétricos o existe un escaso factor movilidad los beneficios de participar en un AMO se reducen.

McKinnon (1963) extendió la teoría sugiriendo que la apertura económica es un importante criterio para elegir in AMO. Kenen (1969) agregó el criterio de la diversificación de la

⁵⁰ Grubel, Herbert, “Does North America Need an Amero?”, Policy options, September 2000.

economía, en el sentido de que estas economías tienen una correlación en los shocks y requieren una política común como respuesta.

No hay duda que el redescubrimiento de la teoría tuvo que ver con los acuerdos para la Unión Monetaria en Europa y las perspectivas de una mayor integración económica a través del Tratado de Libre Comercio de América del Norte entre Estados Unidos Canadá y México. Esta teoría ha proveído el marco teórico para la introducción del euro así como para la discusión de una posible Unión Monetaria en América del Norte.

Siguiendo la ratificación del TLCAN, el debate de la integración económica y monetaria vive un importante momento en América del Norte. Los vínculos cercanos a través del TLCAN implican también grandes vínculos entre Canadá, Estados Unidos y México y una gran perspectiva para la unificación monetaria entre los tres países en el futuro.

En Canadá el debate se ha centrado en los acuerdos monetarios con el TLCAN y las ventajas y desventajas de los tipos de cambio fijos vs. flexibles. Los estudios recientes han arrojado diferentes conclusiones y puntos de vista.

White (1994) evaluó las condiciones monetarias y económicas en Canadá y México y concluyó que un tipo de cambio flexible llena todas las necesidades de ambos países. Argumentó que los beneficios de una unificación monetaria en forma de eliminación de costos de conversión e incertidumbre del tipo de cambio (flexible) serían mayores comparados con los costos de adoptar una moneda única. Señalando que tanto Canadá y México tienen un relativamente grande sector primario y los dos son objeto de shocks asimétricos. El TLCAN no ha logrado proveer de una movilidad de mano de obra dentro de los tres países.

Además, tanto el Banco de Canadá como el Banco de México han tenido un buen record en mantener la estabilidad de precios, el tipo de cambio flexible que rige a los dos países les permite seguir una política monetaria independiente.⁵¹

⁵¹ White, W.R. (1994). The implications of the FTA and NAFTA for Canada and Mexico, Bank of Canada, Working paper 99/12

Murray (1999) comparó las economías de Estados Unidos y Canadá y concluyó que un tipo de cambio flexible es la mejor opción para Canadá, dadas las diferencias estructurales entre los dos países y el deseo de independencia monetaria⁵². Mientras que los principales defensores de una Unión Monetaria, Courchene y Harris (1999) llegaron a conclusiones lejanamente diferentes. Como se vio antes, afirman que la experiencia con el tipo de cambio ha sido decepcionante, generando un clima de volatilidad y desalineamientos con el valor de equilibrio del dólar canadiense. El desempleo se ha mantenido a niveles elevados y la flexibilidad del mercado laboral es baja debido a la flexibilidad del tipo de cambio. Según su punto de vista, una moneda común (*el Amero*) mejoraría la posición de Canadá dentro del TLCAN.

6.5 Es la región del TLCAN un AMO?

En primer lugar hay que remitirnos a los vínculos económicos a través del TLCAN en 1994. En los primeros 4 años (1994-1998) como se observa en el Cuadro 22, las exportaciones, importaciones y comercio total se incrementaron uniformemente entre Canadá, Estados Unidos y México.

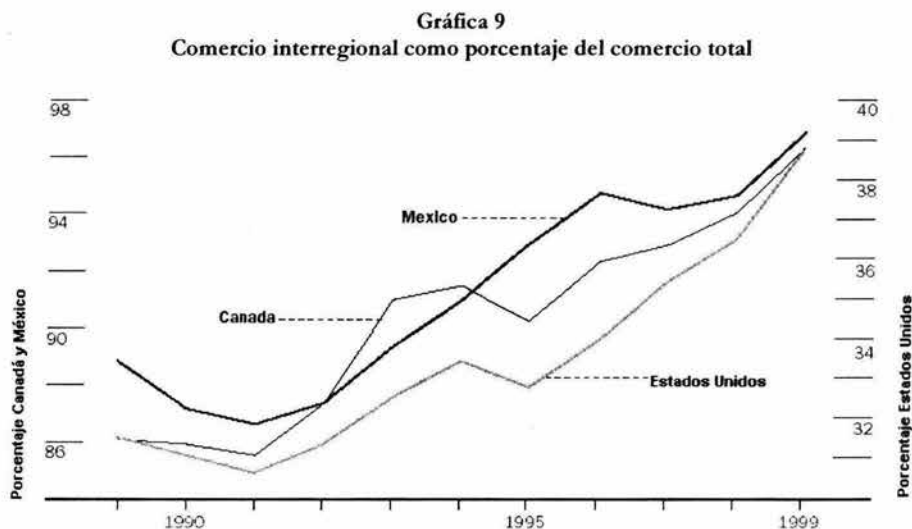
Cuadro No 22
Comercio dentro del TLCAN (1994-98)
Millones de US\$

CANADA/ESTADOS UNIDOS			
	Exportaciones	Importaciones	Comercio total
1994	124 380	100 550	224 930
1995	139 676	109 772	249 448
1996	151 008	115 103	266 111
1997	163 316	133 151	296 467
1998	166 356	137 262	303 618
CANADA/MEXICO			
	Exportaciones	Importaciones	Comercio total
1994	772	3 305	4 077
1995	819	3 892	4 711
1996	893	4 412	5 307
1997	875	5 062	5 937
1998	930	5 710	6 100
ESTADOS UNIDOS/MEXICO			
	Exportaciones	Importaciones	Comercio total
1994	46 616	47 288	93 903
1995	42 537	59 183	101 720
1996	52 086	71 243	123 328
1997	64 991	82 317	147 309
1998	71 542	90 524	162 066

Fuente: World Trade Atlas Canadá, 1995, 2000 y WTA México 1995, 2000

⁵² Murray, J (1999) Why Canada needs a flexible exchange rate? Bank of Canada, Working Paper 99/11

Como se observa en la siguiente gráfica, el comercio intraregional para 1999 mostraba una tendencia hacia una mayor integración comercial entre los países de la zona del TLCAN.



Nota: Aunque las escalas difieren, es claro que la tendencia hacia una integración en el comercio interregional es positiva para los tres países
Fuente: FMI, Departamento de Estadísticas

Según la cifras del Cuadro 23, en los últimos años esta tendencia se ha mantenido casi sin cambios sustanciales. En el año 2002 las exportaciones de Canadá a Estados Unidos representaron el 87 por ciento de sus exportaciones totales, mientras que importó del mismo país el 63 por ciento del total de sus compras al exterior.

Para el caso de México, en 2002 exportó al vecino del norte el 88 por ciento del total de exportaciones al mundo, en tanto que las importaciones en el mismo año representaron el 62 por ciento del total de importaciones del mundo. Manteniéndose los Estados Unidos para ambos países como su principal socio comercial. Sin embargo, México ubica el cuarto lugar por país de origen de las importaciones de Canadá y en el 2002 es el sexto país como destino de sus exportaciones.

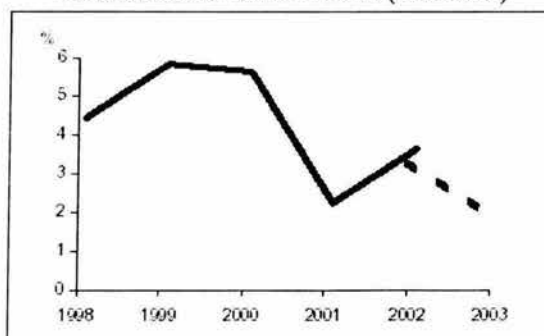
Cuadro No 23
Comercio dentro del TLCAN (2000-2002)
Millones de US\$

CANADA/ESTADOS UNIDOS			
	Exportaciones	Importaciones	Comercio total
2000	241 713	154 607	396 320
2001	227 259	140 972	368 231
2002	220 609	138 927	359 536
CANADA/MEXICO			
	Exportaciones	Importaciones	Comercio total
2000	1 365	8 113	9 478
2001	1 777	7 819	9 596
2002	1 522	8 089	9 811
ESTADOS UNIDOS/MEXICO			
	Exportaciones	Importaciones	Comercio total
2000	127 565	147 639	275 204
2001	113 766	140 296	254 062
2002	106 556	142 953	249 509

Fuente: World Trade Atlas Canadá, 2003 y WTA México 2003

La economía canadiense es la octava más grande del mundo, aunque equivale solo al 7% del Producto Interno Bruto de los Estados Unidos. La economía de Canadá es muy abierta en términos de comercio como porcentaje de su PIB (70 por ciento), y cerca del 80 por ciento de su comercio total es con Estados Unidos. El comportamiento del PIB real en los últimos años de Canadá es mas similar al de Estados Unidos que al de México.

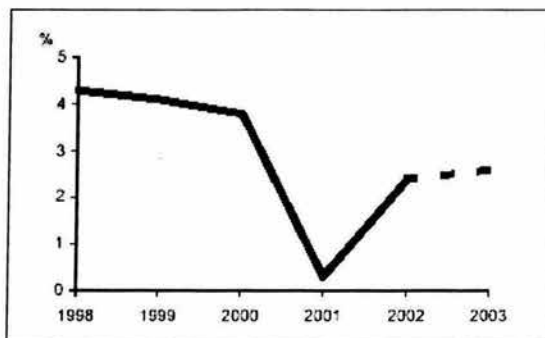
Gráfica 10
Crecimiento PIB real en Canadá (1998-2003*)



*Sujeto a revisión

Fuente: ADFAT, Canadá, Fact Sheet 2003.

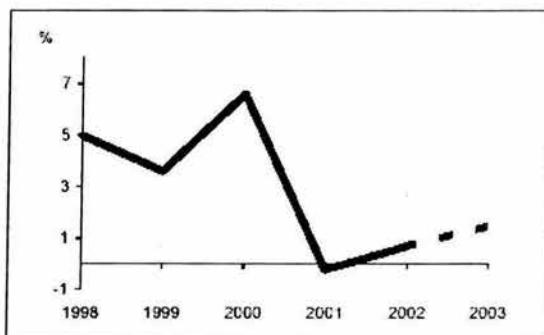
Gráfica 11
Crecimiento PIB real en EU (1998-2003*)



*Sujeto a revisión

Fuente: ADFAT, USA, Fact Sheet 2003.

Gráfica 12
Crecimiento PIB real en México (1998-2003*)



*Sujeto a revisión

Fuente: ADFAT, México, Fact Sheet 2003

Canadá y Estados Unidos responden similarmente a los shocks económicos, aunque como mayor exportador de materias primas Canadá enfrenta diferentes retos durante los periodos de fluctuación de precios. La afluencia de capital es abierta y existen pocas barreras a la movilidad del trabajo. A pesar de cumplir ciertos criterios teóricos de Áreas Monetarias Óptimas, las depresiones en los mercados financieros y la relativa satisfacción que prevalece su

moneda con un régimen de tipo de cambio flotante, hacen que un acuerdo de unión monetaria o dolarización sea poco probable.

Por otro lado, algunos críticos plantean que Canadá debería tener una moneda más fuerte que la que tienen, ya que la depreciación acumulada contra el dólar de Estados Unidos durante los últimos 30 años ha contribuido a disminuir la calidad de vida y solo la vinculación de su moneda contrarrestaría esta caída.

Para México el caso es menos apremiante. La economía mexicana es más pequeña que la canadiense (alrededor del 5 por ciento del PIB de Estados Unidos). Es también una economía abierta con un comercio total del 58 por ciento del PIB en 2002, y también los Estados Unidos es su principal socio comercial (82 por ciento del comercio total en 2002)

La compatibilidad macroeconómica entre Estados Unidos y México, esta significativamente indeterminada por sus muy diferentes vulnerabilidades a los shocks externos. En el mercado del petróleo, México es un gran productor mientras que Estados Unidos es un gran importador. Como resultado, cuando los precios del petróleo se incrementan reportan beneficios para la economía mexicana mientras que para EU es un golpe a su economía. Asimismo, México es un exportador importante de materias primas y productos tropicales cuyos precios internacionales cambiantes también provocan un impacto inverso en las dos economías.

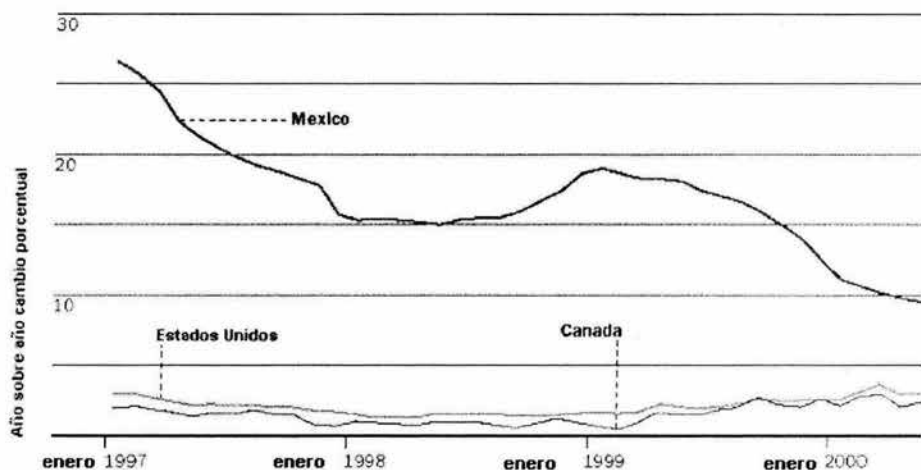
Política monetaria

Como parte de la política económica, la política monetaria está vinculada al concepto de soberanía nacional. Un país dolarizado cede su política monetaria junto con su moneda y el banco central pierde su función de ejecutor de la política monetaria nacional y en el caso del TLCAN esa función sería absorbida por la Reserva Federal.

Uno de los principales argumentos contra la dolarización es que los países pierden la política monetaria como herramienta para implantar los cambios necesarios para el éxito de la política económica. La mayoría de los países que están contemplando la dolarización saben que el costo de perder la autonomía monetaria es elevado.

Esta es la posición de los países de Norte América, donde el Banco de Canadá y el Banco de México son consideradas instituciones disciplinadas en los objetivos y funciones de la política monetaria de sus respectivos países. Tanto Canadá y México han tenido un buen record de metas inflacionarias en los últimos años. Incluso México cada vez se aproxima a los niveles inflacionarios de sus socios comerciales, lo que hace más difícil pensar a corto plazo en una Dolarización ó Unión Monetaria.

Gráfica 13
Evolución de la inflación



Fuente: FMI, Departamento de Estadísticas

Cuadro No 24
Tasas de inflación (2001-2003)

País	2001	2002	2003*
Canadá	2.5	2.3	2.8
Estados Unidos	2.8	1.6	2.1
México	6.4	5.0	4.6

*Sujeto a revisión

Fuente: Banco de México, Banco de Canadá y FMI

Factor movilidad

La literatura de las Áreas Monetarias Óptimas pone particular énfasis en la movilidad de la producción y sobre todo en la movilidad del trabajo. La flexibilidad en la contratación de trabajadores es una medida importante para determinar la competitividad. La movilidad de los trabajadores mexicanos es alta, de acuerdo con el Consejo Nacional de Población (CONAPO), en los últimos años aproximadamente el 4 por ciento de la población emigra anualmente, 1% hacia áreas de la misma República Mexicana y el 3% a los Estados Unidos.

Aunque el flujo internacional de emigrantes ha permanecido constante durante los últimos treinta años, la migración hacia EU se ha incrementado sustancialmente. Según estimaciones del *Census Bureau* de Estados Unidos, al año 2002 alrededor de 7 millones de mexicanos vivían en su país ilegalmente, esta cifra se ha incrementado entre 400 000 y 500 000 al año desde 1990 a pesar de los esfuerzos del gobierno norteamericano de limitar el acceso a la frontera entre los dos países. Al cierre del 2003 la cifra de mexicanos en Estados Unidos es de alrededor de 12 millones y éstos se concentran solo en siete estados de la Unión Americana: California, Texas, Nueva York, Illinois, Florida, Arizona y Georgia.

Los millones de mexicanos que cruzan la frontera para trabajar a los Estados Unidos generan e incrementan las transferencias de fondos de EU a México. Las remesas de los trabajadores mexicanos se han duplicado desde 1996 y es una importante fuente de entradas de divisas.

La frontera de Estados Unidos y Canadá se encuentra relativamente mas abierta a los trabajadores, aunque después de los ataques del 11 de septiembre se han tomado medidas para frenar todo tipo de emigrantes. La tasa de desempleo abierto (Cuadro 25) sigue siendo mayor en Canadá aunque en los últimos se aproxima a la tasa de los Estados Unidos.

Cuadro 25
Tasa de desempleo región del TLCAN

	1998	1999	2000	2001	2002	2003 ^(*)
Canadá	8.3	7.6	6.8	7.2	7.6	7.9
Estados Unidos	4.5	4.2	4.0	4.8	5.8	6.0
México	3.2	2.5	2.2	2.5	2.7	3.2

(*) sujeto a revisión

Fuente: ADFAT, USA, Canada, México Fact Sheet 2003

Las diferencias de desarrollo entre regiones dentro de los mismos países es fundamental para establecer las causas de la movilidad de los trabajadores. Regresando a la situación de Canadá, el problema de integración económica norte-sur, se complica debido a que los ciclos de negocios internos regional/provincial no están sincronizados.

En la década de 1980 y hasta inicios de 1990, la recesión y sus implicaciones de desempleo mostraron un comportamiento diferente en las regiones de Ontario, Alberta y la Columbia Británica. En México la situación es similar, los estados del norte de la República ostentan un grado de desarrollo significativamente mayor que los estados al sur de México (Chiapas, Guerrero Oaxaca). En ambos casos, el desempleo obliga a los trabajadores a trasladarse a la frontera sur en el caso de Canadá y al norte en el caso de México.

Con la información anterior se puede concluir que Canadá y Estados Unidos presentan un grado de integración mayor, las similitudes entre las dos economías son más cercanas. Para México, aunque sus indicadores económicos han mostrado una buena evolución en los últimos años, parece estar todavía un poco lejana la posibilidad de una Unión Monetaria con sus principales socios comerciales.

6.6 Beneficios para los Estados Unidos de una posible unión monetaria

Hay que hacer hincapié que solo en Canadá y México se ha hablado de Unión Monetaria, no así en los círculos académicos de EU donde se le da prioridad a la dolarización. No importa el número de propuestas que se han hecho en Canadá y México para nombrar una posible nueva moneda para América del Norte (*Amero, Amerinor, Americus*). Lo cierto es que en el contexto actual, para los Estados Unidos una:

Unión Monetaria en América del Norte = US\$ dólar

El debate de la integración monetaria en la región del TLCAN, es afectada por dos factores: la cuestión del señoreaje y la respuesta que tendría Estados Unidos a través de la Reserva Federal ante un acuerdo de esta magnitud.

Es muy improbable que la dolarización en países que actualmente emiten sus propias monedas reduzca el actual nivel de señoreaje que recibe los Estados Unidos, o aún que disminuya el ritmo de crecimiento del señoreaje. Hay que recordar que al darle su proporción de señoreaje atribuible a su utilización de dólares a los nuevos países dolarizados no reduce la cantidad de señoreaje que recibe actualmente los Estados Unidos. Es simplemente como cambiar de pasivo gubernamental sobre el cual se pagan los intereses, de bonos del Tesoro a la base monetaria. Debido a las economías de escala presentes en la emisión de billetes, mientras más países se dolarizen, habrá una mayor base sobre la cual distribuir los costos, incrementando levemente el señoreaje que reciben los Estados Unidos

Estados Unidos ganaría más en nuevo señoreaje de lo que perdería en compartirlo con las economías que actualmente se hayan dolarizadas. La tenencia de la base monetaria en dólares parece ser que está creciendo más rápidamente en el extranjero que en los Estados Unidos, mientras que la fórmula para compartir el señoreaje asume que la tenencia crece al mismo ritmo en todos los países dolarizados. Correspondientemente, los Estados Unidos ganará más señoreaje de lo que ganaría si la oferta para compartirlo fomenta la dolarización en otros países que bajo otras circunstancias hubieran continuado emitiendo sus propias monedas.

En el futuro, si el dinero electrónico, como las tarjetas de crédito y débito, reemplaza la mayoría de los billetes y monedas en circulación, lo cual en efecto capturaría el señoreaje para aquellos emisores y utilizadores del dinero electrónico, los Estados Unidos estaría en una posición ventajosa debido a su riqueza y sus avances tecnológicos. Una vez más, la fórmula para compartir el señoreaje probablemente otorgará más a los Estados Unidos que lo que recibe actualmente por su participación en la base monetaria en dólares.

Es también improbable que promover la dolarización en otros países sea costoso en el sentido que haga más difícil que la Reserva Federal conduzca su política monetaria. Más de la mitad de todos los billetes dólares en circulación probablemente ya se hallen en el exterior, aparentemente el mayor crecimiento en manos de los extranjeros ha ocurrido en los últimos años

Uno de los riesgos que existe es la posibilidad de que cuando el Sistema de Reserva Federal incremente la tasa de interés, los países dolarizados traten de ejercer presión política sobre el gobierno de los Estados Unidos, esperando que el gobierno trate de presionar a la Reserva Federal para que mantenga las tasas de interés inapropiadamente bajas. La manera más efectiva de proteger a la Reserva Federal de las presiones políticas, ya sea extranjera o doméstica, es la de revisar sus estatutos para darle un mandato más claro a la Reserva Federal, haciendo de la estabilidad de los precios su única prioridad.

Otro riesgo es la posibilidad que un país dolarizado de mayor tamaño, o un grupo de países más pequeños, de pronto reintroduzcan sus monedas locales y precipiten una inundación masiva de los dólares, forzando a la Reserva Federal a incrementar las tasas de interés para mantener baja la inflación. Sin embargo, mientras el dólar sea una moneda que inspire confianza, es poco probable que la gente se deshaga de sus dólares de una sola vez. La mejor manera de prevenir una masiva inundación de dólares es que el dólar continúe el buen desempeño que ha mantenido, especialmente desde los principios de la década de los 1980s.

La dolarización casi eliminará los riesgos monetarios y los gastos que por conversión de monedas incurren los turistas, gente de negocios, productores e importadores, con lo cual aumentará la demanda de productos de los Estados Unidos.

Al incrementar el número de países que utilicen el dólar, la dolarización contribuirá a mantener el dólar como la moneda internacional de preferencia, un status que el euro está amenazando. La dolarización por parte de uno o más de los grandes países Latinoamericanos expandiría significativamente la cantidad de gente que oficialmente utilice el dólar, estableciendo la población de la zona dólar bastante más alta que la de la zona euro.

La dolarización debería reducir las quejas de los productores americanos sobre el dumping de bienes por parte de extranjeros al eliminar la posibilidad de que un país dolarizado pueda devaluar contra el dólar. Mucha de la controversia alrededor del dumping se suscita debido a que grandes e inesperadas devaluaciones hacen que los productos se vuelven más baratos de lo que eran antes, no por ninguna ventaja tecnológica, sino por una caprichosa política cambiaria.

6.7 Las Condiciones de una Unión Monetaria

Si se pretende establecer una Unión Monetaria en América del Norte, se deben reunir ciertos requisitos además de lograr acuerdos de ámbito político que reporten beneficios para todos los participantes. Hay que recordar que un proceso de integración monetaria total como en el caso europeo ha seguido una serie de etapas.

La primera es alcanzada cuando se establece una Área de Libre Comercio (ALC) entre los países miembros del bloque. En esta primera etapa las restricciones al comercio son eliminadas pero no existe un Sistema Común de Aranceles Externos (SCAE) para el comercio extrabloque. Una segunda etapa del proceso de integración es la creación de una Unión Aduanera. Esta etapa es alcanzada cuando los países que conformaban el ALC, adoptan el SCAE.

Una tercera etapa es el Mercado Común (MC). Este es un grado de integración superior al anterior, ya que implica la libre movilidad de capital y trabajo entre los países miembros de la unión aduanera. La cuarta etapa en este proceso de integración es la Unión Económica, este nivel de integración es alcanzado cuando los países del MC presentan los mismos objetivos de política económica y emplean similares instrumentos para alcanzar dichos objetivos, por

ejemplo, alcanzar similares niveles de desempleo, semejantes tasas de déficit fiscal, inflación o crecimiento económico.

La quinta y última etapa de este proceso es la Unión Monetaria con las características descritas en el Capítulo 5 de éste trabajo. En América del Norte apenas nos encontramos en la primera etapa con la firma del TLCAN. Aún si se logra avanzar hacia la firma de un acuerdo monetario, el establecimiento de un acuerdo de esta naturaleza para América del Norte tendrá que tener objetivos específicos, organizado de una forma coherente y sobre todo solidaria con los países integrantes y sus ciudadanos buscando impulsar el progreso económico y social.

En un primer acercamiento, los poderes Ejecutivo y Legislativo de Canadá Estados Unidos y México iniciarían un periodo de discusión y firma de acuerdos y una iniciativa legislativa que sienten las bases para la creación de una Unión Monetaria de América del Norte.

Algunos autores han sugerido que una unión de éste tipo sería muy similar a la Unión Europea, donde el Banco Central de América del Norte (BCAM) se crearía basado en el Sistema de la Reserva Federal (SRF) de Estados Unidos debiendo de ampliar sus estatutos legales con 14 en lugar de 12 bancos regionales.⁵³ Los gobernadores deberán ser ciudadanos de los tres países, la misión del BCAM sería definir y poner en marcha la política monetaria de América del Norte, conducir las operaciones de cambio, asegurar su buen funcionamiento y velar por la estabilidad de precios. Estas acciones estarán a cargo de los gobernadores considerando las necesidades de sus propios países.

El BCAM deberá ser independiente de los poderes ejecutivos de cualquiera de los tres países como actualmente los son el SRF y el Banco de México. Se crearía entonces una moneda común (*Amero, Amerinor, Americus*) en billetes y monedas con imágenes o símbolos representativos de los tres países que deben ser de curso legal en todo el territorio de la Unión Monetaria. Con lo anterior, Canadá, Estados Unidos y México perderían las facultades de tener una política monetaria independiente y las metas macroeconómicas deberán seguirse de manera comunitaria. Asimismo, los tres países no podrán modificar el tipo de cambio ya que

⁵³ Morales, Castañeda Raúl, "Unión Monetaria de América del Norte, Una Perspectiva" en: Comercio Exterior, Junio de 2001 Bancomext.

será una misma moneda. Se deberá acordar las políticas económicas conjuntas en relación con terceros países.

Al formar una Unión Monetaria los países de América del Norte y perder su autonomía monetaria y cambiaria, los dejaría entonces con las políticas fiscales nacionales como el único instrumento utilizable. En este caso, el mismo BCAM o los poderes legislativos de cada uno de los países tendrán que conducirse de manera responsable para que los financiamientos no sean desequilibrados de un país a otro debido a las enormes diferencias de gasto de los gobiernos de estos países.

Dadas las diferencias actuales tanto de territorio, población, desarrollo económico, idioma e incluso raíces culturales, hace que suscribir un acuerdo monetario de esta naturaleza exija un nivel de análisis y debate del más alto nivel, sobre todo es un reto para los legisladores mexicanos. Si en el futuro las decisiones de los legisladores y sobre todo el ánimo de la gente están encaminadas a una unificación monetaria, los acuerdos deberán favorecer a todos y cada uno de los países firmantes. La historia nos ha dejado valiosos ejemplos que no se deben dejar de analizar para evitar cometer errores que hicieron fracasar las pasadas uniones monetarias. □

Conclusiones y recomendaciones

La Teoría de las Áreas Monetarias Óptimas de Robert Mundell brinda una valiosa referencia analítica para el estudio de las Uniones Monetarias contemporáneas. Las consideraciones que hizo Mundell resultan altamente relevantes hoy. En años recientes creciente movilidad de capital en la economía mundial fragiliza los tipos de cambio fijos por esto Mundell procura llamar la atención sobre la importancia del factor movilidad interno y el factor movilidad externo. La movilidad interna de los factores de producción puede moderar la presión o alterar el factor de precios en respuesta a los factores que afectan la oferta y demanda, así la necesidad de variaciones en los tipos de cambio como un instrumento de cambio en el factor de precios reales es mitigado.

Las extensiones a la teoría por McKinnon y Kenen terminan por completar los requisitos para formar un Área Monetaria Óptima donde además de el factor movilidad y la integración del mercado de bienes que se use como herramienta de ajuste de precios relativos, la diversificación de la economía hacen que un país sea mejor candidato para fijar su moneda a otro país o región.

El nuevo debate sobre los tipos de cambio fijos vs. flexibles ha traído a discusión las causas de los desequilibrios históricos de los mismos, ya que la experiencia ha mostrado que los sistemas cambiarios tienen una relación bastante directa con el contagio entre países; el punto es que algunos sistemas cambiarios son más propensos a caer en crisis que otros.

En el análisis del funcionamiento de la economía mundial en el último siglo nos muestra que el siglo XX comienza con un Patrón oro que era un sistema monetario eficiente, fue eliminado en la Primera Guerra Mundial y mal restaurado en la década de 1920 finalmente desaparece en 1930. Las posteriores devaluaciones del dólar y el establecimiento de precios del oro en dólares del periodo de 1934-1971, el colapso de los tipos de cambio fijos y el cambio a los flexibles hicieron que nuevamente se buscara la estabilidad monetaria no importando la forma que esta tomara, en este marco los países buscaron acuerdos monetarios como los Consejos Monetarios la Dolarización y en el mejor de los casos una Unión Monetaria.

La opción sobre sistemas cambiarios es un tema sin consenso aún en nuestros días. Hay quienes apoyan cada una de estas clasificaciones cambiarias. Algunos abogan por la dolarización, otros defienden los Consejos Monetarios y un tercer grupo prefieren los tipos de cambio flexibles.

Los CM tienen muchos de los problemas de la dolarización y su mala aplicación puede complicar la economía entera de un país, aunque sabemos que en un esquema ortodoxo de CM no debería haber prestamista de última instancia, sabemos que no es así. Cuando a los Bancos Centrales se les dan facultades discrecionales y márgenes de maniobra pueden alterar el funcionamiento del mismo.

Aunque en los últimos años existe una creencia muy difundida de que al establecerse un Consejo Monetario o Dolarizar una economía, los beneficios económicos convergerán rápidamente al nivel de las prevalecientes en los Estados Unidos. En la práctica se han presentado algunos imprevistos cuando se toman las decisiones incorrectas. La experiencia reciente de Argentina nos mostró lo delicado que puede ser para una nación entera establecer un esquema monetario que no va de acuerdo a su realidad. El hecho de eliminar la política monetaria como instrumento de ajuste y más aún prescindir de un Banco Central puede ser la diferencia entre la estabilización o la debacle. La cifras de la economía Ecuatoriana no son precisamente el ejemplo de un caso exitoso de dolarización en una economía grande, solo aquellos países pequeños que no cuentan con un banco central pueden adoptar este sistema.

Un país que dolariza pierde totalmente el control de la política monetaria. En un país dolarizado que enfrenta una crisis externa, su moneda corre con la suerte del dólar. Otro problema con la dolarización es la pérdida del señoreaje. Finalmente otra de las complicaciones serías de la dolarización es la pérdida del prestamista de última instancia para el sector financiero en tiempos de crisis, basta con observar la evolución de la economía de Ecuador a unos años de la dolarización.

De las opciones de integración monetaria las Uniones Monetarias parecen ser las más factibles. El análisis de Mundell de la áreas monetarias óptimas sirvió de base para el diseño de una política de unificación monetaria en Europa Occidental.

Los primeros ensayos de las uniones monetarias en Europa que prosperaron y también las que no lo hicieron, nos dejaron lecciones históricas valiosas para entender la magnitud política y económica que encierran los acuerdos de esta magnitud. La entrada en vigor de la nueva moneda europea abre una gran posibilidad para que otros países contemplen la posibilidad de suscribir acuerdos similares.

Sin embargo hay que recordar que en la Unión Europea lleva mas de 40 años en busca de esta integración, con debates y discusiones al más alto nivel político. Tratar de hacer lo mismo en países emergentes o subdesarrollados, donde la lucha de poderes y la corrupción es el común denominador, puede traer serias consecuencias para la economía entera de un país.

En una economía globalizada los beneficios de una moneda única están relacionados con al menos tres aspectos destacables. El primero es la eliminación de todos los gastos e ineficiencias que conlleva el proceso de compraventa de monedas. Un segundo beneficio es que reduciría enormemente los costos de financiamiento internacional al eliminar la incertidumbre que generan los cambios en el valor relativo de las diferentes monedas. El tercer aspecto positivo es que una unión monetaria a nivel internacional se relaciona con la mayor facilidad que en un contexto de moneda única habría para la coordinación de políticas macroeconómicas entre los diferentes países.

Aunque la evidencia presentada en este trabajo sugiere que Canadá y lejanamente México son candidatos para una Unión Monetaria con Estados Unidos, la pregunta que surge es ¿Están preparados los países de la región del TLCAN para una unión monetaria? La respuesta envuelve variables tanto políticas como económicas, además de algunas implicaciones prácticas. Parece poco probable que Canadá, Estados Unidos y México persigan este objetivo en el corto plazo.

En el ámbito económico, las opiniones de que Canadá y México sigan teniendo los regímenes de tipo de cambio actuales toman más fuerza después de la crisis en Argentina y los problemas que esta enfrentado Ecuador con la Dolarización. Además el TLCAN está apenas en su infancia (10 años), si tomamos en cuenta el proceso que llevo la Unión Europea para dar paso al euro, la integración económica apenas se esta desarrollando y la integración financiera es

nueva. Es cierto que los flujos de capital y comercio se han incrementado desde 1994, pero todavía hay tres distintos sistemas bancarios y financieros.

A pesar de que se han ofrecido a los Consejos Monetarios y la Dolarización como panaceas contemporáneas, durante los últimos años la independencia de la banca central se ha convertido en una especie de norma para la organización y el funcionamiento de los Bancos Centrales en un número importante de países incluido México. A través de modificaciones legales, resoluciones jurídicas o constitucionales, diversos países le han otorgado a sus bancos centrales la independencia legal con respecto a otros sectores de la administración pública, con el objeto de que las autoridades monetarias velen, primordialmente, por la estabilidad de la moneda.

Ningún esquema cambiario –tipo de cambio fijo, flotación o algún otro intermedio- puede evitar que una economía tenga que ajustarse ante el impacto de los choques externos. Pero la elección de uno u otro régimen cambiario si incide tanto sobre las variables económicas a través de cuyo acomodo se lleva a cabo el mencionado ajuste. Desde esta perspectiva, la flotación resulta una fórmula mucho más funcional y útil que el tipo de cambio fijo. Esta conclusión la acredita la reciente experiencia de México.

En México, la independencia del Banco de México debe seguir siendo una norma. El régimen cambiario de flotación vigente en nuestro país ha contribuido a amortiguar el impacto de los choques externos sobre el crecimiento económico a la vez que no ha sido un obstáculo para avanzar en la estabilización. Es incuestionable que tanto las tasas de interés reales como las nominales descenderán en la medida en que se avance en el abatimiento de la inflación. Con estos resultados, el debate de la dolarización o unión monetaria se vislumbra demasiado lejano.

* * *

BIBLIOGRAFÍA

- ___ Artis Michael, Marion Kohler and Jacques Mélitz, 1998, “Trade and The Number of Optimum Currency Areas in The World”, Discussion Paper No 1926, Centre for Economic Policy Research.
- ___ Barrel, Ray and Pain, Nigel, “German Monetary Union: An Historical Counterfactual Analysis” National Institute of Economic and Social Research. Occasional paper.
- ___ Bayoumi Tamim, 1994, “A Formal Model of Optimum Currency Areas”, Discussion Paper No 968, Centre for Economic Policy Research.
- ___ Bayoumi, Tamim and Barry Eichengreen, 1996, “Operationalizing the Theory of Optimum Currency Areas”, Discussion Paper No 1484, Centre for Economic Policy Research.
- ___ Bayoumi Tamim and Eichengreen Barry 1998, “Exchange Rate Volatility and Intervention: Implications of the theory of Optimum Currency Areas”, Discussion Paper No 1982, Centre for Economic Policy Research.
- ___ Berg Andrew, Eduardo Borensztein, 2000, “The Pros and Cons of Full Dollarization”, Economic Issues No 42, International Monetary Fund.
- ___ Blejer Mario, Frenkel Jacob, and others, 1997 “Optimum Currency Areas, New analytical and policy developments”, , International Monetary Fund.
- ___ Bogetic, Zeljko, 2000, “Full Dollarization: Fad or Future?”, Challenge, Vol. 43 No 2, March/ April 2000.
- ___ Bordo and Jounung, 1997, “The Future of EMU. What Does the History of Monetary Unions Tell Us?”, Occasional Paper.
- ___ Bratberg Espen, Einar Lars, 1999, “From Fixers to Floaters: An Empirical Analysis of the Decline in Fixed Exchange Rate regimes 1973-1995”, Working Papers in Economics, Department of Economics, University of Bergen, Norway.
- ___ Buitert, Willem 1999. “The EMU and the NAMU: What is the case for North American Union?” Canadian Public Policy, vol. XXV, No 3
- ___ Caramazza Francesco, Jahangir Aziz, 1998, “Fixed or Flexible? Getting the Exchange Rate Right in the 90’s”, Economic Issues No 13, International Monetary Fund.
- ___ Calvo Guillermo, Corden W: Max, 1997, “Currency Boards and External Shocks: How much Pain, How much Gain?”, The World Bank, Latin American and Caribbean Studies.
- ___ Chamie Nick, DeSerres Alain and Lalonde René, 1994, “Optimum Currency Areas and Shock Asymmetry: A comparison of Europe and the United States”, Working paper 94-1 Bank of Canada.

___ Courchene, Thomas J. 1999, "From Fixing to Monetary Union: Options for North American Currency integration", C.D. Howe Institute Commentary, June 22.

___ Courchene, Thomas J. and Jarislowsky-Deutsch 1998, "Towards a North American Common Currency: an Optimal Currency Area Analysis" paper prepared for the sixth Bell Canada Papers conference, Queen's University.

___ Dupasquier, Chantal and Jacob, Joselyn. 1997, "European Economic and Monetary Union: Background and Implications", Bank of Canada Review, Autumn 1997.

___ Eichengreen, Barry, 1998 "Does Mercosur Needs a Single Currency?", National Bureau of Economic Research, Working Paper 6821.

___ Eichengreen, Barry. 2000, "When to Dollarize", University of California, Berkley, paper presented at a conference on dollarization hosted by the Federal Reserve Bank of Dallas.

___ ECLAC, "Case Study: Argentina's Economic Crisis" Economic survey of Latin American and the Caribbean 2001-2002,.

___ Frankel, Jeffrey A. and Rose Andrew K.; 1996, "Economic Structure and the Decision to Adopt a Common Currency", Occasional paper, University of California.

___ Frankel, Jeffrey A. 1999, "No Single Currency Regime is Right for all Countries or at all Times", National Bureau of Economic Research, Working Paper 7338.

___ Garaboyes, Robert F. 1990, "Historical Monetary Unions", Federal Reserve Bank of Richmond, July/August 1990, Economic Review.

___ Ghosh, Atish R. 1994, "How Many Monies? A Genetic Approach to Finding Optimum Currency Areas", National Bureau of Economic Research, Working Paper 4805.

___ Gulde Anne-Marie, Kähkönen, and Keller Peter, 2000, "Pros and Cons of Currency Board Arrangements in the Lead-up to EU Accession an Participation in the euro Zone", Policy Discussion Paper No 1, International Monetary Fund.

___ International Monetary Fund, Economic Forum, "One World, One Currency: Destination or Delusion?" November 8, 2000.

___ Kalinda Mkenda Beatrice, 2001, "Is East Africa an Optimum Currency Area?", Working papers in economics No. 41, Department of Economics Goteborg University.

___ Kenen, Peter, 2000, "Currency Areas, Policy Domains and the Institutionalization of Fixed Exchange Rates", Princeton University, April 2000, Occasional Paper.

___ Lafrance Robert and St-Amant Pierre, "Optimal Currency areas: A review of recent literature", 1999 Working paper 99-16 Bank of Canada.

- ___ Laidler, David 2002, "No Small Change: The Awkward Economics and Politics of North American Monetary Integration" C.D. Howe Institute Commentary, No 176 July.
- ___ McCallum, John. 2000, "Engaging the debate: Costs and benefits of a North American Common Currency" Royal Bank of Canada, Economics Department. April.
- ___ McKinnon, R. I., 2002, "On the Periphery of International Dollar Standard: Canada, Latin America, and East Asia", North American Journal of economics and Finance, November 2000.
- ___ McKinnon, R. I. 1963 , "Optimum Currency Areas", American Economic Review.
- ___ McKinnon, R. I. , 2000, "Mundell, the Euro and Optimum Currency Areas", International Economics Studies, Stanford University.
- ___ Michelis, Leo, 1999, "Prospects of a Monetary Union in North America: an Empirical Investigation" Department of economics Ryerson University, Toronto, Ontario Canada
- ___ Morales, Castañeda Raúl, "Unión Monetaria de América del Norte, Una Perspectiva" en: Comercio Exterior , Junio de 2001 Bancomext
- ___ Mundell, Robert A. 1961, "A Theory of Optimum Currency Areas", American Economic Review.
- ___ Mundell, Robert A. 2000, "A reconsideration of the Twentieth Century", American Economic Review, June
- ___ Osakwe, Patrick and Schembri, Lawrence, 1998, "Currency crises and fixed exchange rates in the 1990s: A review", Bank of Canada Review, Autumn, 1998.
- ___ Poirson Héléne, 2001, "How Do Countries Choose Their Exchange Rate Regime? , Working Paper No 46, International Monetary Fund.
- ___ Rose, Andrew K. 2000, "Common Currency Areas in Practice", Prepared for the Bank of Canada Conference "Revisiting the Case for Flexible Exchange Rates" November 2-3, 2000 Ottawa.
- ___ Schuler, A. Kurt, 1992, "Currency Boards" Dissertation, George Mason University, Fairfax, Virginia.
- ___ Schuler, A. Kurt, 2002, "Fixing Argentina", A Cato Institute Working paper.
- ___ Schuler, A. Kurt, 2002, "Introduction to Currency Boards", A Cato Institute Working paper.
- ___ Schuler, A. Kurt, 1998, "So You Want to Dollarize" A Cato Institute Working paper

___Star, Pamela K. 2002. “Dollarization in Mexico: Does it Make the Sense and Is it Likely?”, Paper prepared for the FIU Summit of the Americas Center Conference, Miami, 4 March.

___Steve, H. Hanke, Kurt A. Schuler, 1994, “Currency Boards for Developing Countries: A Handbook”, International Center for economic Growth.

___Taylor Lance’ Interview, 2001, “Argentina: A Poster Child for the Failure of Liberalized Policies?”, Challenge, November-December.

___The Scottish Parliament, 2002, “The euro Background”, The Information Centre.

___Toward Edward and Willet Thomas D. , 1976, “The Theory of Optimum Currency Areas and Exchange Rate Flexibility”, Special Papers in International Economics, Princeton University.

___Vanssay, Xavier De. 1999, “Monetary Unions in Historical and Comparative Perspective”, York University, Department of Economics.

___Volbert, Alexander and Furstenberg, George M. 2000, “Monetary Unions – A Superior Alternative to Full Dollarization in the Long Run”, North American Journal of Economics and Finance, November 2000.

___White, W.R. 1994. “The implications of the FTA and NAFTA for Canada and Mexico, Bank of Canada”, Working paper 99/12

___World Trade Atlas, Canada edition 2003.

___World Trade Atlas, USA edition 2003.

___World Trade Atlas, México 2003.

___Zarazaga E. Carlos, 1995, “Argentina, Mexico and Currency Boards: Another Case of Rules Versus Discretion”, Economic Review, Fourth quarter, Federal Reserve, Bank of Dallas.