

AREA DEL DOLAR Y UNION MONETARIA

Autores

*Jorge Eduardo CARRERA**

*Pablo LAVARELLO***

1. INTRODUCCION

En el último decenio la Argentina ha vivido un notable proceso de apertura e integración hacia la economía internacional. Luego de la crisis de la deuda externa en los ochenta y especialmente con los planes de estabilización practicados durante la administración Menem, la integración de la economía argentina al mundo es el cambio estructural más relevante¹.

Esta integración ha tenido varias facetas:

- 1) La apertura unilateral a través de la reducción de las barreras arancelarias y cuantitativas.
- 2) La apertura al capital extranjero incentivando su participación tanto en el sistema financiero como en inversiones directas.
- 3) La consolidación del Mercosur y
- 4) La tendencia a buscar en el largo plazo una integración hemisférica a través de un área de libre comercio sobre el modelo del Nafta a escala continental. Mientras las dos primeras son de tipo general, las dos últimas se inscriben dentro de lo que es un fenómeno creciente en la economía internacional: la consolidación de los bloques comerciales. Existe en la teoría económica una amplia discusión respecto a si esto es un fenómeno contrapuesto o

* Departamento de Economía. Universidad de La Plata, Argentina y Dipartimento di Economia Politica e Metodi Quantitativi, Università di Pavia, Italia.

** Departamento de Economía. Universidad de La Plata, Argentina.

¹ En Carrera (1994a) se discute cómo el proceso de definitivo abandono del modelo de sustitución de importaciones puede ser caracterizado de irreversible y es, de todo el proceso iniciado en 1989, la transformación estructural que tiene mayores implicancias en el modelo de crecimiento de largo plazo así como, en las futuras condiciones macroeconómica.

complementario hacia una liberalización total del comercio vía instituciones como el GATT o la futura Organización Mundial para el Comercio (OMC)² En el anexo se brinda un detalle de las iniciativas de integración económicas vigentes en el hemisferio.

Respecto al Mercosur observamos que, revirtiendo una historia de tentativos de integración multilateral fracasados, el acuerdo resultó ser una propuesta llevado adelante con inusitada eficacia, incluso a pesar de las condiciones macroeconómicas de los dos principales países. No parece azaroso pensar, entonces, que en un contexto estable esta integración pueda incluso aumentar fuertemente. Por lo tanto, podemos considerar al Mercosur como a un bloque natural y, dada la necesidad de evitar una clausura del bloque hacia el exterior, ésta parece una vía accesible para consolidar la inserción argentina en la economía internacional.

El cuadro 1 del anexo muestra la evolución de las exportaciones e importaciones argentina mientras que, los gráficos 1 y 2 muestran el intercambio argentino con los dos principales bloques comerciales del continente. Mientras que en los dos casos las importaciones crecen hasta valores similares, en el Mercosur también las exportaciones han tenido un importante crecimiento fruto del desvío de comercio así como del comercio administrado. El comercio con cada uno de los bloques casi completamente explicado por el comercio con los países principales de cada bloque: Brasil y Estados Unidos respectivamente, según vemos de los gráficos 3 y 4³.

² Krugman (1991) interpreta el regionalismo (entendido cómo sumatoria de países) en un modo pragmático. Este es un instrumento apto hacia una solución mejor, la cual sería un contexto de total liberalización.

³ Datos del cuadro 2 en base a informaciones del Indec.

Gráfico 1

COMERCIO ARGENTINA - MERCOSUR
En millones de US\$

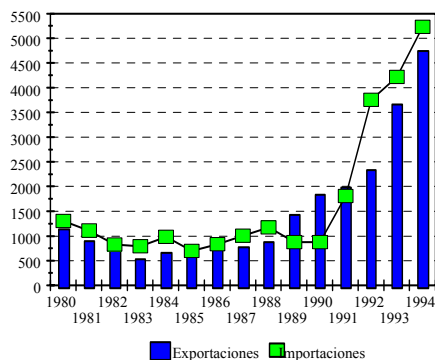


Gráfico 2

COMERCIO ARGENTINA - NAFTA
En millones de US\$

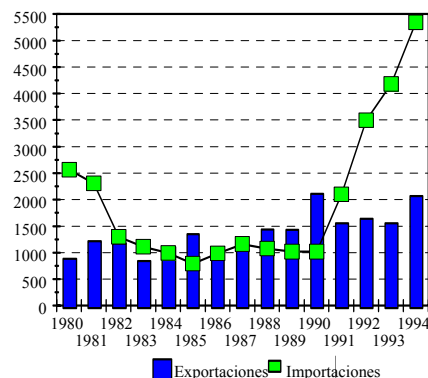


Gráfico 3

COMERCIO ARGENTINA - BRASIL
Millones de US\$

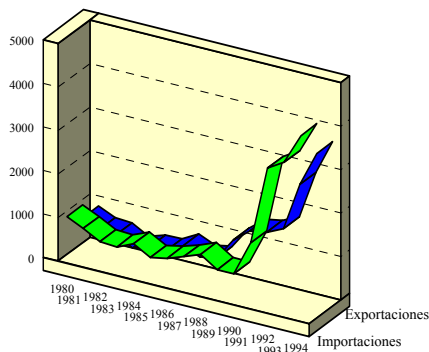
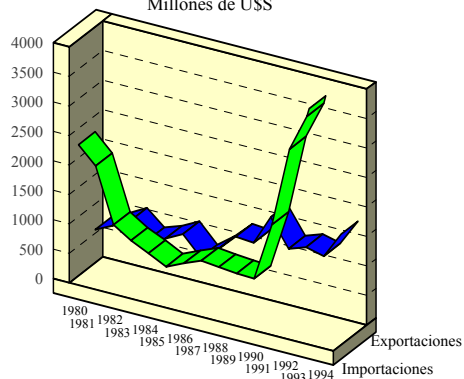


Gráfico 4

COMERCIO ARGENTINA - EUA
Millones de US\$

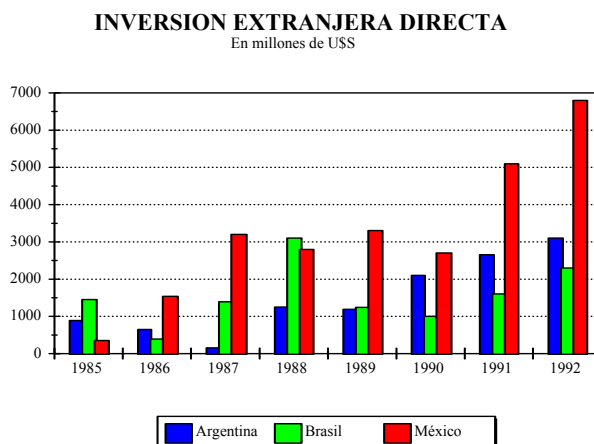


Con respecto a la constitución de un Área de Libre Comercio Hemisférica, ésta se encuentra aún en un nivel de proyecto de largo plazo. Si bien la idea es atractiva desde el punto de vista económico, porque significaría acceder al mercado norteamericano sin particulares restricciones (aumento de las inversiones americanas y aumento del comercio) no existen todavía muchos estudios sobre la conveniencia de profundizar la integración. Un trabajo de la Banca Mundial realizado por Erzan e Yeats (1992) presenta simulaciones de un modelo de política económica con el fin de estimar los beneficios que obtendrían los principales países latinoamericanos en estipular un acuerdo de libre comercio con los EE. UU. Una completa eliminación de los aranceles aumentaría el comercio en un 8-9%. Los países que obtienen mayores beneficios son Brasil y México y para los otros los beneficios son menores o inciertos.

Esto se explica porque se produciría una sustitución de productos latinoamericanos por productos norteamericanos. En el trabajo se presenta una tabla con el grado de sobreposición entre la oferta de los EE. UU. y aquella de los principales países latinoamericanos. Para la Argentina esta sobreposición alcanza al 99% de los principales posiciones aduaneras que vende a México, competiría en 141 sobre 191 de las que ofrece al Brasil y en 215 sobre 258 de las que ofrece a Chile. Como se ve, el mayor comercio con los EE. UU. podría significar un menor comercio intra-latinoamericano. Pero al margen de las políticas que se puedan plantear para corregir las tendencias del comercio; para estos países el mercado norteamericano es en general el primer o segundo socio comercial y por lo tanto la integración hemisférica pareciera poseer una dinámica propia.

Un punto no considerado en el trabajo citado es el tema de las inversiones directas, las cuales han jugado en estos procesos de integración continental (especialmente en el Nafta) un rol central. El gráfico 5 permite apreciar la evolución de la inversión extranjera directa para los tres países más grandes de América Latina. En los tres países, pero especialmente en México, la inversión de origen norteamericano es la fuente principal. En 1980 ésta era de 219.000 millones de dólares, en 1991 la misma alcanzó un monto de 456.200 millones. En 1980 el principal receptor era Brasil con 7.690 millones y el segundo era México con 5.995 millones. En 1991 Brasil recibió 15.222 y México recibió 11.610 millones. La Argentina ocupa el cuarto lugar luego de Panamá con 2520 millones y 3412 millones para 1980 y 1991 respectivamente.

Gráfico 5



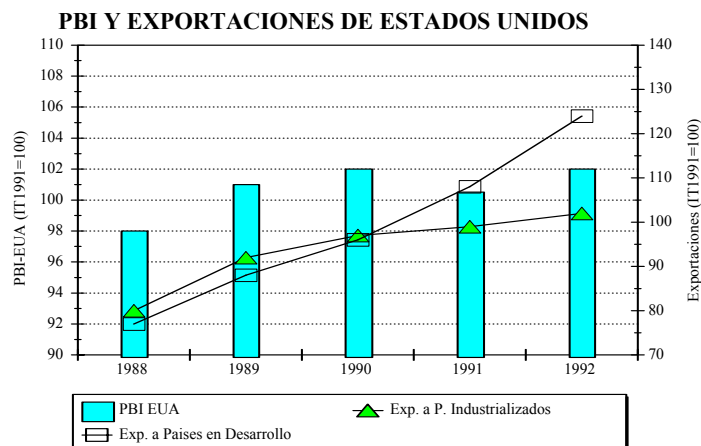
2. LOS ESTADOS UNIDOS Y LA INTEGRACIÓN REGIONAL

Un aspecto que se debe destacar en toda reflexión sobre un Área de Libre Comercio Hemisférica es que ésta no debe ser vista como una concesión que a los EE. UU. convendría otorgar en el caso que no tuviera excesivos costos. Más bien ella debería ser vista como parte de la estrategia alternativa de dicho país en su posicionamiento en el nuevo escenario económico internacional. En éste, EE. UU. ve cuestionado su liderazgo económico por las economías ascendentes de Japón y Alemania que han generado en torno a sí sendas áreas de influencia económica. El Japón en el sudeste asiático especialmente a través de la descentralización industrial (Frenkel y Goldstein, 1991) y Alemania en toda Europa. En particular, Alemania ha recuperado su tradicional papel de eje de la Europa central y oriental (Baldoni y Sdogati, 1993). Estos movimientos rinden natural el deseo norteamericano de consolidar su influencia en el hemisferio americano, garantizando espacios para sus inversiones y un mercado para sus productos. Esto no significa renunciar a una estrategia de *first best* global que consiste en el conservar su rol de líder de la economía internacional, más bien sería una estrategia alternativa si una situación del tipo no fuera posible.

Por lo tanto, la integración continental para los Estados Unidos podría tener un papel importante en la estrategia de renegociación de su rol en la economía mundial. Para los países del continente se trataría, al contrario, o de promover una asociación asimétrica, donde un socio tenga la capacidad de decidir las grandes líneas de acción respecto al mundo externo a la región, o de abrirse unilateralmente para favorecer la diversificación: en otros términos, el problema será establecer si los beneficios de no quedar afuera de uno de los nuevos bloques mundiales son mayores que los costos de pertenecer.

En el gráfico 6 podemos observar la evolución del PBI estadounidense y de las exportaciones hacia países industrializados y hacia países no desarrollados, como se ve las últimas muestran una tasa de crecimiento mayor que las correspondientes a países industrializados.

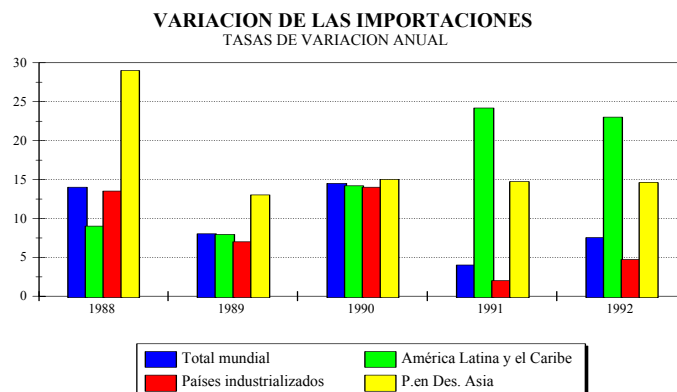
Gráfico 6



Fuente: IMF. (1993). Direction of Trade Statistics Yearbook

Analizando el comportamiento de las importaciones en el mundo que muestra el gráfico 7, observamos que los países del hemisferio han tenido desde el año 1990 en adelante un gran crecimiento anual.

Gráfico 7



Fuente: IMF. (1993). Direction of Trade Statistics Yearbook

Por otro lado, tres países latinoamericanos están entre los diez principales superávits comerciales bilaterales norteamericanos (ver gráfico 8). En lo que respecta a la importancia de los Estados Unidos como demandante de los bienes del continente el cuadro 2 del anexo nos muestra la participación de las compras norteamericanas en el total de exportaciones para 1980 y 1992. En los principales países esta participación se incrementó como se ve en el gráfico 9.

Gráfico 8

PRINCIPALES SUPERAVITS BILATERALES
Balanzas comerciales - Millones de US\$

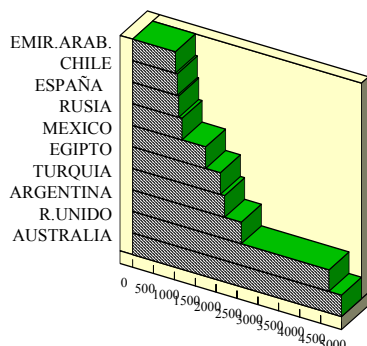
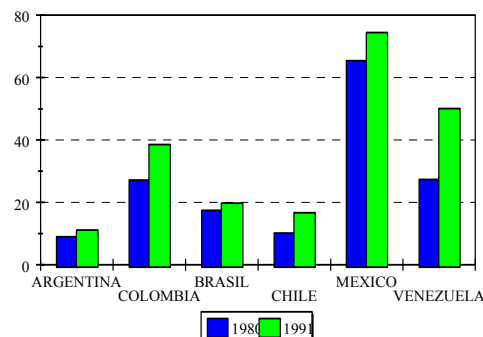


Gráfico 9

EXPORTACIONES A LOS EUA
Como porcentaje del total



Fuente: IMF. (1993). Direction of Trade Statistics Yearbook

3. DE LA INTEGRACION ECONOMICA AL ÁREA DE INFLUENCIA MONETARIA

Dadas las características de la integración en marcha, en este trabajo pretendemos interrogarnos acerca de como incide una integración veloz como la que espera la Argentina en el contexto macroeconómico. En especial nos interesa discutir alternativas de regímenes monetario y cambiario. Hasta ahora la gran mayoría de la literatura que se ha ocupado de la economía argentina ha analizado el tema de la elección de las políticas macroeconómicas, y especialmente aquellas monetarias y del cambio, sobre la base de los objetivos internos del país. El aumento de la integración nos lleva a preguntarnos acerca de la incidencia de las políticas de los otros sobre los propios objetivos, por lo tanto, sobre la creciente interdependencia económica y sobre el significado de estar incluidos en un área monetaria. De este modo, los *policymaker* deben prestar cada vez mayor atención a las restricciones externas y sobre todo a la potenciación de los efectos que los shocks exógenos producen en la economía. En Carrera (1994,b) se señala cómo la mayor interdependencia producto de la integración al mercado mundial es un tema crucial para la Argentina porque, si ya cuando era considerado un país cerrado la Argentina sufría importantes consecuencias de los shocks exógenos, luego de un proceso de apertura e integración como el realizado, la permeabilidad a los shocks se incrementará notablemente⁴. En este sentido

⁴ ara un análisis sobre los efectos en los flujos de capitales hacia Latinoamérica de los shock ocurridos en países centrales ver Calvo, Leiderman y Reinhart (1993).

señalábamos como el esquema de convertibilidad no era apto para este tipo de eventos salvo que se recurriese a costosos mecanismos de ajuste real.

El tema de un área monetaria en el continente americano es posiblemente uno de los menos analizados en la literatura económica sobre América Latina y, sin embargo, veremos como por diversos motivos debe ser considerado un hecho sobre el cual, en el mediano y largo plazo los economistas (y no sólo) deberían reflexionar, al menos, para determinar si es deseable que la política económica modifique las tendencias presentes.

En lo que sigue, daremos una definición de área monetaria según las líneas de este trabajo. En primer lugar un área monetaria es el resultado de un proceso histórico de evolución de las instituciones que determina que, en una área geográfica dada, se desarrolle una zona con un patrón monetario común. Esta evolución determina el prevalecer económico de una divisa⁵, por eso una definición más precisa debería referirse a una área de influencia monetaria. Entonces, el área de influencia monetaria es un fenómeno económico institucional que preexiste a las decisiones de política económica que queremos analizar. Lo que veremos es que de todas maneras, existen diferentes formas de profundizar esta área y esto depende de las elecciones de política económica. Los países pueden elegir de profundizar el área estableciendo una unión monetaria o no. La forma más simple de consolidar un área monetaria es mediante los cambios fijos y la más extrema es mediante la adopción de una moneda única. Entre una forma y la otra hay una diferencia en la forma y en la intensidad de la coordinación de las políticas monetarias.

4. RELACION ENTRE BLOQUE COMERCIAL Y ÁREA MONETARIA

La formación de un área de influencia monetaria es el resultado, principalmente, de la existencia de intensos flujos comerciales en el interior de una región, pero, en este siglo, tanto las inversiones directas como aquellas financieras han cooperado a extender la influencia de monedas extranjeras sobre ciertos países: parecería entonces que sea necesario responder afirmativamente a la pregunta hecha por Crockett (1991), sobre, si existe o no una dinámica inherente a la integración económica regional; por este motivo este autor hace notar la existencia de una cierta correlación entre la evolución de los acuerdos comerciales y características monetarias de la región. Un área monetaria en general corresponde a acuerdos preferenciales de intercambio, un área monetaria con la fijación del cambio de común acuerdo corresponde a acuerdos

⁵ En épocas anteriores esta influencia económica correspondía a un cierto poder militar, se piense solo a título de ejemplificación en Roma, España, Portugal, Inglaterra, Francia, la URSS y EE. UU.. Sin embargo desde la posguerra y sobre todo con el fin de la guerra fría esta relación no parece sostenerse. Es más, nos encontramos con la paradoja que los dos países que por imposición de las potencias aliadas tenían limitado su poder militar (Japón y Alemania) son las potencias monetarias ascendentes que tienen la característica común de ser acreedores netos.

comerciales del tipo uniones aduaneras y finalmente un mercado único corresponde a una moneda única⁶.

Pero, ¿cuál sería el motivo de la señalada regularidad entre esquemas monetarios y evolución de la integración regional? La principal causa para desear estabilidad monetaria tiene que ver con la estabilidad de los intercambios que puede ser dada por un comportamiento del cambio estable: en otras palabras una tasa de cambio volátil parecería tener efectos nocivos sobre el comercio (De Grawe, 1988). Si bien -como es señalado por Crockett- la investigación econométrica no ha descubierto efectos fuertes de la volatilidad en el corto plazo, la intuición económica nos indica que una variabilidad de largo plazo de la competitividad debería tener efectos relevantes sobre la asignación de los recursos entre transables y no transables (Krugman, 1990). Es difícil para los agentes económicos programar las inversiones futuras si no saben si una cierta paridad real será sostenible en el tiempo, especialmente en un contexto de información imperfecta.

Algunos autores como Feldstein (1991) sostienen que el riesgo de variaciones no anticipadas del tipo de cambio que disminuyan los ingresos y por esto reduzcan el comercio puede ser manejado a través de mercados a término del tipo de cambio. Es necesario decir que estos mercados no están desarrollados en todos los países y además no cubren períodos largos, tales como los que se necesitan para madurar una inversión destinada a la exportación. Entonces, la estabilidad del cambio lleva a una reducción del riesgo asociado a las inversiones, esto permite que sean factibles más inversiones en cuanto la tasa de retorno necesaria disminuirá si disminuye el riesgo asociado a la inestabilidad del cambio. En un estudio sobre los efectos de la variabilidad del cambio sobre el comercio externo, Cavallero y Corvo (1989) han encontrado que un aumento de inestabilidad del cambio del 5 % reduce el volumen de las exportaciones chilenas del 10%, en un 5% las exportaciones peruanas y en un 2,5% las colombianas. En otro estudio llevado a cabo por Paredes (1989) se muestra que las exportaciones de manufacturados de Chile y de Perú responden negativamente a la variabilidad del cambio, mientras la hipótesis no se confirma en el caso de Brasil. Una explicación plausible sería la hipótesis de "histeria del cambio" (Krugman, 1990) por la cual existe un círculo vicioso entre el cambio y la reasignación de los recursos entre producción de bienes transables y no transables. Al aumentar la inestabilidad, la sensibilidad de las inversiones se reduce y esto implica, como hemos señalado, que es posible realizar sólo inversiones con alta tasa de rendimiento, o -lo que es lo mismo- un período de repago muy breve.

⁶ En general, en los procesos de integración las fuerzas principales de empuje son el comercio y las inversiones directas, mientras que la integración financiera es menos relevante y se realiza en un estadio sucesivo, sobre todo porque la liberalización financiera genera problemas de sostenibilidad de los cambios fijos al facilitar los ataques especulativos. En América Latina, sin embargo, la integración financiera entendida como la presencia de bancas extranjeras y un libre movimiento de los capitales es muy grande. Este es, en cierto modo, un enfoque antitético al que se dió en el proceso de integración europea.

Otra causa de perturbación al incremento de los intercambios es representada por los costos de transacción asociados al uso de distintas divisas (Keynes, 1930). Según la European Comission (1990) estos costos sumarían para la CEE el 0,4% del PBI de la Comunidad.

Una fuente de ganancias adicionales que ofrece la estabilidad del cambio está dada por el hecho que sin ella podría no realizarse una especialización completa de las regiones que forman un área comercial según la teoría de las ventajas comparativas (Bayouni y Eichengreen, 1992): según este enfoque, sin estabilidad del cambio no se aprovecharían al máximo las ventajas de la integración.

De todas maneras existe consenso sobre el hecho que tipos de cambio flexibles tengan una variabilidad real mayor en comparación con los esquemas de cambio fijo, si bien no existe acuerdo respecto a la fuente de estos movimientos (Heyman y Navajas, 1991): por una parte se asume la conocida rigidez de los precios nominales mientras otros autores atribuyen un rol importante también a la variabilidad de los precios internos (Gulde y Wolf, 1991).

De cuánto dicho en precedencia, pareciera que el problema central consiste en el establecer cuál es el régimen más apto para promover el comercio internacional. O - dicho de otro modo- cuál es el grado de flexibilidad óptimo en el tipo de cambio de un grupo de países? Cuándo existen casos de rigidez nominal hacia la baja, por ejemplo de los salarios y de otros precios, una devaluación ayuda a evitar mayores niveles de desocupación después de un shock negativo: el mecanismo opera a través de la reducción de los ingresos reales en alternativa a la reducción de los niveles de ocupación a causa de medidas restrictivas sobre la demanda agregada o a la crisis del sector financiero. Al contrario, una revaluación de la moneda, ayuda a un país a aislarse de un shock inflacionario que provenga del exterior: entonces, si la estabilidad de los precios es un objetivo principal para la política monetaria (Frenkel J. y Goldstein, 1991) una revaluación es el instrumento apropiado; el costo que esto tendría sería una disminución de la competitividad con efecto negativo sobre la cuenta corriente de la balanza de pagos.

Sin lugar a dudas el paradigma de correlación entre bloque regional y área de influencia monetaria es Europa Occidental. Sin embargo, es necesario señalar que el ejemplo de la CEE y el correspondiente surgimiento del Sistema Monetario Europeo (SME) puede ser en cierto sentido errado en cuanto representa una zona monetaria donde existe (o al menos existía hasta la reunificación alemana) un amplio grado de simetría formal entre los países principales. El fenómeno CEE-SME concentra la casi totalidad de la literatura sobre el tema de la relación entre integración económica e integración monetaria⁷. Pero que la CEE sea el área monetaria por excelencia no

⁷ En el campo de la teoría económica el problema se relaciona con la teoría de las áreas monetarias óptimas, nacida en los años sesenta con Mundel (1961) y McKinnon (1963) ésta ha tenido un resurgimiento con el fenómeno del SME (Casella, 1993) y también con aquel del Nafta (Bayoumi y Eichengreen, 1992; Rogoff, 1991). Ya Mundel en su trabajo pionero había hecho hipótesis respecto a las áreas monetarias óptimas dentro de Canadá y los EE. UU..

quiere decir que sea la única forma de concebir una agregación de este tipo. En realidad veremos que la principal diferencia que nos interesa es que, para Europa, la moneda a utilizarse cuando se llegue a la completa unificación será una moneda nueva (el ECU), distinta de las otras monedas nacionales⁸. Un tipo de área monetaria con un país hegemónico llevaría al contrario al extenderse de una moneda ya existente cómo moneda común.

5. EL CONTINENTE AMERICANO COMO ÁREA DEL DÓLAR

En línea con lo descrito anteriormente, América puede ser considerada un área de influencia monetaria: la mayoría de las divisas de los países latinoamericanos y de Canadá tienen cómo principal referencia el dólar estadounidense porque las transacciones del comercio exterior están realizadas mayoritariamente en dólares y porque el mercado de divisas más desarrollado es el del dólar. Pero el fenómeno más relevante, al menos en los países latinoamericanos, es la fuerte irrupción que el dólar ha hecho cómo moneda para operar transacciones corrientes y sobre todo cómo reserva de valor (CEPAL, 1991). Este fenómeno ha sido definido con el nombre de dolarización y asume dimensiones de fenómeno social y político además del económico. El mismo podría ser explicado principalmente por los fuertes shocks inflacionarios sufridos por casi todos los países de la región. De este modo, los agentes buscaron una unidad de referencia para precios demasiados volátiles y una reserva de valor. La importancia del fenómeno en la Argentina se evidencia la creciente participación de los depósitos en dólares en el sistema bancario: la relación entre activos financieros en dólares y en moneda local era, antes de la crisis de inicios de 1995, para la Argentina de 1,5, en Bolivia 5 y en Uruguay 12⁹. Según el economista R. Frenkel (1993) la dolarización de estas economías se realizó con una cierta independencia del régimen de cambio en curso. En cuanto a los depósitos en US\$ como porcentaje de los depósitos totales, estos eran el 28% al inicio de la convertibilidad y aumentaron al 51% en el mes anterior a la devaluación mexicana de fines de 1995 lo que daría sustento a la idea que ni siquiera la convertibilidad logro revertir esta tendencia. Así, la dolarización es un producto de los siguientes motivos: la falta de credibilidad de las políticas monetarias, de la sofisticación y globalización de los mercados financieros y de la dificultad de los gobiernos para controlar los

⁸ Esto siempre y cuando se respeten los acuerdos originales de Maastricht. Pensados con anterioridad a la reunificación alemana. Es posible que la nueva dinámica económica diferencie a Alemania de los otros socios mayores del SME (Francia, Italia y Reino Unido) y por lo tanto se produzca un replanteo de la simetría subyacente en el mecanismo del Sistema Monetario Europeo. De hecho, desde los ochenta la Bundesbank ha sido el principal determinante de la política monetaria común respecto al yen y al dólar.

⁹ En el caso de este país el sistema bancario es un importante receptor de capitales argentinos y brasileños.

movimientos de capital¹⁰. El siguiente cuadro nos permite ver el incremento en el flujo neto de capitales hacia Latinoamérica.

FLUJO NETO DE CAPITALES EN AMERICA LATINA

	Argentina	Brasil	Chile	Mexico	Venezuela	Total A L.
1983/89	1761	1989	1259	-680	-1617	8451
1990	1473	5069	3075	11643	-5359	21582
1991	5480	1291	1404	22284	674	39899
1992	13113	8501	3463	24199	2561	60791

Vemos entonces, que la dolarización introduce un ingrediente diferencial entre un área monetaria cómo ésta y otro tipo cómo la del SME donde, si bien el marco es la divisa central, no participa de la transacciones corrientes en los países miembros y, hasta ahora, no participa en forma relevante en los depósitos a intereses dentro del sistema bancario de los países más grandes (OCDE, 1992).

Lo que hemos explicado hasta acá puede ser útil para clarificar las peculiares características de América cómo un área monetaria. Mientras para muchos autores el SME ha funcionado cómo un sistema hegemónico en parte de los años ochenta (Giavazzi y Giovannini, 1987) y esta hegemonía toma forma a través de la política de la Bundesbank, en América el rol hegemónico del dólar está dado por la importancia intrínseca de la moneda para la economía de la región: en realidad en América se ha sentido menos, en términos relativos, la creciente debilidad relativa de los Estados Unidos en la política monetaria internacional. Mientras en el caso europeo la hegemonía del marco podía ser puesta en duda pocos años atrás (Cohen y Wymplöz, 1990) y por lo tanto abrir un debate a nivel empírico, en América esta centralidad está fuera de discusión y por eso junto a la zona monetaria del franco en África es uno de los ejemplos más consistentes de área monetaria en torno a una divisa hegemónica.

La zona del franco, a diferencia de aquella de dólar, tiene un esquema institucional muy particular, la banca central de cada país opera bajo el control de una banca regional, corresponsal del Banco de Francia, el que a su vez forma parte del SME. Cómo hecho de relevancia, es de señalar, que cada país tiene parte de sus reservas en el Banco de Francia. Para un análisis muy interesante de los resultados de la zona del franco en términos de crecimiento, exportaciones e inflación en comparación con otros países africanos véase Devarajan y Melo (1990).

¹⁰ Uno de los reflejos de este fenómeno está dado por el hecho que el registro tradicional en la balanza de pagos resulta no apto para capturar los movimientos de capitales, especialmente cuando estos arriban cómo dólares y permanecen cómo tales dada la posibilidad de efectuar transacciones en dicha divisa. Por lo tanto, un ingreso de capitales de este tipo puede hasta tener efectos inflacionarios sin que implique un aumento de la base monetaria.

6. DIFERENTES TIPOS DE UNIÓN MONETARIA

Una posible clasificación de las uniones monetarias es la siguiente:

1. Fijación¹¹ del tipo de cambio sin acuerdos formales (modificables)
2. Fijación del tipo de cambio mediante acuerdos formales (modificables)
3. Fijación del tipo de cambio en forma irrevocable mediante acuerdos formales.
4. Uso de una moneda única

El concepto más general de unión monetaria consiste en el caso en el cual el tipo de cambio entre dos países sigue un determinado tipo de reglas. Los movimientos del tipo de cambio dependen de la política monetaria de los dos países, esto no quiere decir que los dos coordinen las propias políticas. Uno de los países podría incluso tener la función de país de referencia, estableciendo de esta manera su política monetaria independientemente de la de los otros. En este caso, un país asume el rol de líder y fija la política monetaria y el otro deberá, al menos en el mediano y largo plazo, replicar a tal política. Este tipo de área monetaria contempla una unión unilateral y en general no es hecha ni mediante tratados ni mediante ningún otro instrumento jurídico. Una gran cantidad de países en el mundo han fijado su cambio a una divisa externa a cuya área de influencia pertenecen¹².

El segundo tipo de profundización del área monetaria es aquél donde se fija la paridad de cambio en modo formal, y entonces existen compromisos a los cuales se atienen las partes: en este caso las paridades tienen cláusulas de salida que permiten realineamientos e incluso fluctuaciones en un determinado rango. Un ejemplo de este tipo de unión lo representa la serpiente monetaria europea o, en un área más grande, el mecanismo de Bretton Woods.

El tercer tipo es similar al segundo, pero en este caso el cambio está irrevocablemente fijo, es decir no están previstas, en el tratado, cláusulas de salida. Si es creíble, este sistema tendrá prácticamente las mismas ventajas de una moneda común, excepto que existirán todavía los costos relacionados a la conversión de las divisas. En este caso, los beneficios del señoreaje quedan para cada banco central. Este tipo de esquema parece adecuado como pasaje de transición hacia la moneda común. Corresponde al esquema de Maastrich.

El cuarto tipo de unión monetaria significa sustituir las monedas nacionales con una moneda común emitida por un banco central único. Existen muchos ejemplos en

¹¹ En todos los casos la fijación del cambio puede plantearse a través de una paridad fija en sentido estricto o a través de una banda cambiaria.

¹² Según el *Annual Report 1990* del FMI, en ese momento, 34 países habían fijado su moneda respecto al dólar, 14 respecto al franco francés, 9 respecto al ECU y otros 34 respecto a otras monedas o canasta de monedas. Es de notar que, en 1975 el 44.3 de los países adheridos al fondo tenían fija su moneda respecto al dólar en 1990 esa proporción cayó al 22.5%.

la literatura entre los cuales USA, la ex-URSS, la futura Europa¹³. El uso de una divisa común no quiere decir necesariamente la creación de una nueva moneda cómo es en el caso del ECU. Esto sucede, por ejemplo, cuando un país adopta la moneda de otro país, pero sin acuerdos que vinculen al país de referencia. Panamá usa cómo divisa de intercambio la divisa de USA, si bien existe una moneda nacional usada cómo unidad de cuenta¹⁴.

7. CONSECUENCIAS DE UNA UNION MONETARIA

Cuándo un grupo de países decide dar vida a una unión monetaria, sea a través de la fijación del cambio sea a través de la creación de una nueva moneda, lo que están haciendo fundamentalmente es eliminar las variaciones del tipo de cambio cómo instrumento de política económica para contrarrestar los diversos shocks que eventualmente golpean la economía. Si la economía está integrada financieramente al resto del mundo, es decir, existe una cierta libertad en la movilidad de los capitales, hay condiciones de consistencia que los países no pueden violar. Así según Padoa-Schioppa (1988) no es posible mantener simultáneamente:

- 1.- El libre comercio,
- 2.- La libertad en los movimientos de capitales,
- 3.- Un tipo de cambio fijo y
- 4.- Una política monetaria independiente.

Si un país quiere fijar el cambio debe coordinar su política monetaria con otro u otros países. Hemos subrayado la palabra coordinar porque por una acción del tipo entendemos, no sólo cuándo existe un acuerdo entre los miembros de un cierto sistema monetario acerca de las políticas a seguir, sino también cuándo existe una forma de coordinación que llamaremos pasiva y que se verifica cuando un país adapta su política monetaria a aquella de un tercero: el *gold standard* era una forma de coordinación particular porque existía la posibilidad de entrar y salir autónomamente y era basado en un claro liderazgo político y económico (McKinnon, 1992); Bretton Woods tenía reglas más formalizadas pero era también un sistema basado sobre un claro liderazgo político y económico, el SME, en cambio, hasta el 1992 era un sistema basado sobre acuerdos multilaterales y el liderazgo político era diverso de aquel económico. En general, luego de las crisis inflacionarias de los años setenta, en el sistema monetario internacional ha tenido un rol central el hecho que los países líderes posean una fuerte reputación antiinflacionaria. Así vemos que los países líderes de las

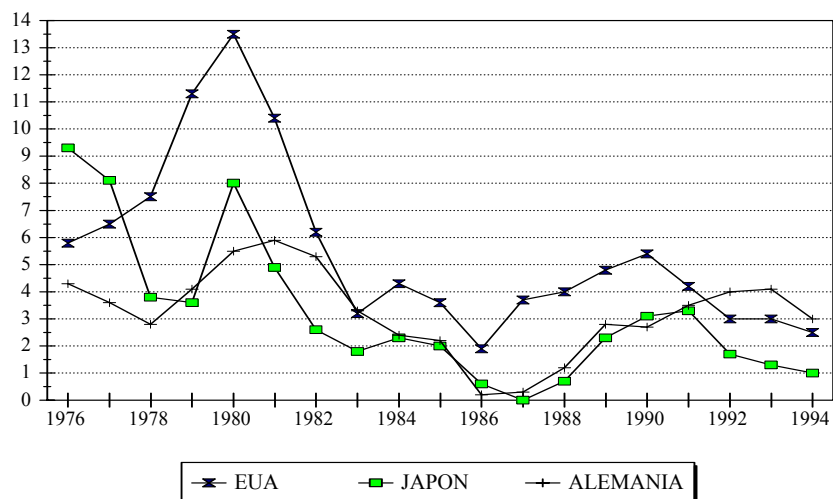
¹³ La Argentina ha vivido en el pasado siglo un proceso de unificación monetaria que centralizó en el Estado Federal la prerrogativa de emitir moneda.

¹⁴ Panamá es el caso excepcional, por ahora, de un país en el que su moneda es desplazada en un proceso de dolarización. Sin embargo, juega allí un rol fundamental la llamada zona del canal que funciona bajo administración de los EE. UU..

actuales áreas monetarias de relieve (EE. UU., Japón, Alemania) poseen luego de los años ochenta esta reputación. En particular los dos últimos que serían las potencias económicas ascendentes tienen una reputación mayor que los EE. UU. El gráfico 10 ilustra la evolución de largo plazo de la variación anual del IPC para los tres países.

Gráfico 10

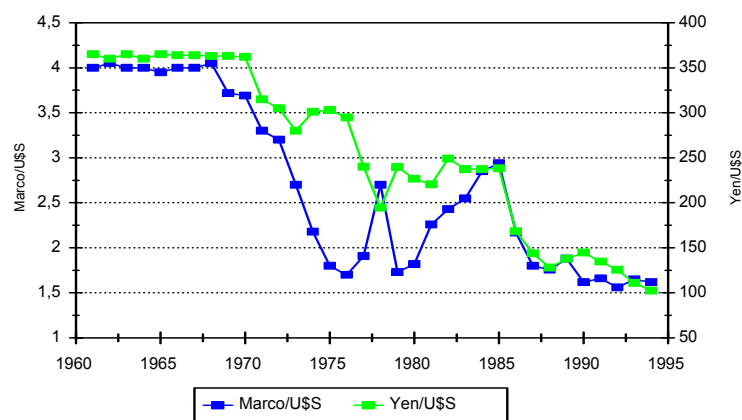
INFLACION EN LOS PAISES LIDERES



Fuente: IMF. (1993).

Aún siendo notoria la pérdida de espacio relativo del dólar, éste todavía representa el 60% de las reservas internacionales y el 50% de la riqueza financiera privada del mundo. Sin embargo no parece un equilibrio sostenible que, el emisor de la principal moneda de reserva haya pasado de ser un acreedor neto a ser un deudor neto ya que, podría encontrar optimal permitir mayor inflación para erosionar el valor nominal de su deuda. Si a esto sumamos que posee un déficit comercial relevante, la devaluación es otro riesgo asociado para los tenedores de deuda norteamericana. Estas circunstancias brindan una explicación de largo plazo de la sustitución de monedas entre el dólar por un lado y el yen y el marco por el otro en las carteras de los inversores financieros. El gráfico 11 nos muestra la evolución de la relación marco/US\$ y yen/US\$.

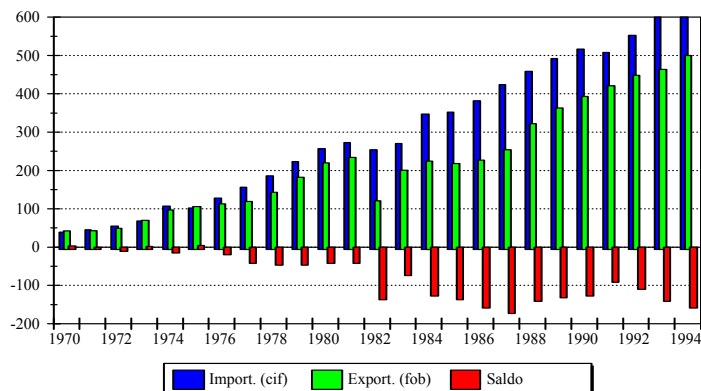
Gráfico 11
TIPOS DE CAMBIO DE EUA



Fuente: IMF. (1993).

Podemos ver que luego de la ruptura de Bretton Woods el dólar cae fuertemente en medio de la crisis generada por el shock petrolero. La era Volcker implica la estabilización del dólar respecto al yen y una revaluación respecto al marco. El motivo de esta recuperación del dólar se encuentra en el mix de política monetaria restrictiva y política fiscal laxa. Desde 1985 la tendencia declinante del dólar se ha acentuado producto del desequilibrio comercial creciente en un contexto de déficit fiscal. El gráfico 12 muestra la balanza comercial de los Estados Unidos.

Gráfico 12
BALANZA COMERIAL EUA
Miles de Millones de US\$



Fuente: IMF. (1993). Direction of Trade Statistics Yearbook

Dada la actual conformación del sistema monetario internacional, los tipos de cambio entre una divisa y todas las demás no pueden ser fijos porque la paridad entre las principales divisas fluctúa. Por lo tanto, un país puede elegir una divisa a la cual fijar su cambio (o una canasta que pondere, por ejemplo, las monedas más importantes para su comercio). Pero su tipo de cambio respecto a las demás varía *vis-a-vis* cómo varía la divisa de referencia respecto a las demás. Por ejemplo, países como Argentina y Brasil que fijan su cambio al dólar sufren las mismas vicisitudes que sufre el dólar en los mercados internacionales¹⁵.

De todo esto deducimos que, sólo un sistema a la Bretton Woods o una moneda única para el mundo (Cooper, 1991) pueden cumplir la función de llevar los beneficios de la previsibilidad del cambio a todo el comercio y a las inversiones. Las dos alternativas son de difícil realización porque el sistema monetario internacional se halla en un momento de transición donde no es clara la futura importancia relativa de las divisas líderes entre sí y por otro lado en los últimos años los mercados de divisas han comenzado a sentir en toda su intensidad la presencia de los fondos de inversión que manejan el llamado *hot money* y que producen movimientos que las autoridades monetarias no logran controlar.

8. COSTOS Y BENEFICIOS DE PROFUNDIZAR EL ÁREA DE DÓLAR

Si los países tienen escasa credibilidad en sus políticas monetarias, acentuar el vínculo con el dólar les permitirá encontrar un instrumento que la refuerce. Obviamente, es sabido que si un compromiso cambiario no es creído la determinación de precios en general, y la negociación de salarios en particular, no tendrán en cuenta esta restricción y por lo tanto se perderá competitividad de la economía, siendo en este sentido difícil el mantenimiento simultáneo del equilibrio interno y externo. Cómo se sabe, para un gobierno preocupado tanto por la estabilidad de precios como por la cuenta corriente, una política antiinflacionaria presenta un problema de incoherencia temporal (Barro y Gordon, 1983) por el cual, una vez aceptada la regla monetaria por parte de los agentes en la formación de precios, para el gobierno es óptimo desatender el empeño, esto, que es internalizado por los agentes cuando forman expectativas racionales o consistentes con la teoría, genera niveles inflacionarios más elevados. En este contexto, el gobierno debe hacer inflación, no ya para obtener sus objetivos, si no para evitar una pérdida aún mayor.

Una forma de solucionar el problema de la incoherencia temporal es establecer vínculos a la política monetaria (atarle las manos al banquero central). Los vínculos individualizados en la literatura son: 1) vínculo legislativo y 2) vínculo externo. El primero podría ser, por ejemplo, fijar por ley la tasa de crecimiento máxima de la base monetaria o la paridad cambiaria (como en el caso de Argentina) el otro vínculo

¹⁵ Obviamente la paridad real tendrá un comportamiento que dependerá de la diferencia entre la inflación doméstica y la inflación del país de referencia.

significa participar en un acuerdo internacional para sostener una regla cambiaria (por ejemplo el SME). En todos los casos el objetivo es quitar grados de libertad a la política monetaria. De todo esto deducimos que, en el corto plazo, el principal beneficio de fijar el cambio es el compromiso con la estabilidad. Además, si en el país las importaciones son una componente importante de la canasta de consumo, actúa sobre el tipo de cambio opera directamente a través de la componente importados de los índices de precios. Otros beneficios en el mediano plazo provendrían de la mayor previsibilidad para los flujos de inversiones y para el comercio externo¹⁶. En verdad existe un *trade-off* entre un tipo de cambio fijo que sufre una cierta revaluación real gradual y un tipo de cambio más alto en media, pero que sufre una fuerte variabilidad debida a las recurrentes devaluaciones. La previsibilidad opera a nivel microeconómico y por lo tanto un empresario que debe planificar un horizonte de exportaciones encontrará mucho más previsible el primero que el segundo caso. Ciertamente existe un elemento clave que es determinar si el nivel del tipo de cambio es sostenible de acuerdo con los fundamentales de la economía. En el caso de un inversor, el riesgo generado por la incertidumbre sobre la evolución del tipo de cambio es aún más relevante y por lo tanto existe una probabilidad más alta que el volumen de inversión disminuya por la mayor variabilidad del cambio. Por último, son de gran importancia la reducción en los costos de transacción que implica posicionarse transitoriamente en divisas para cubrirse de posibles variaciones inesperadas.

En resumen, cuándo un país de una determinada área monetaria fija el cambio respecto a la divisa de referencia lo puede hacer empujado por dos tipos de motivaciones:

- 1) mejorar las perspectivas del comercio y las inversiones internas con los países del área a la que corresponde esa moneda y/o
- 2) ganar credibilidad para su política antiinflacionaria

9. EL DÓLAR COMO MONEDA DE AMERICA

Dado que la fijación del cambio, por creíble que ésta pueda ser, tendrá siempre una pequeña probabilidad de ser modificada (Frenkel y Goldstein, 1991) deberíamos preguntarnos si la adopción del dólar como moneda única para el área sería capaz de ofrecer beneficios mayores que los costos que implica¹⁷. Dicho en otras palabras: si un área monetaria puede beneficiarse de la fijación cambiaria: ¿por qué no empujar ésta

¹⁶ Previsibilidad no quiere decir que las exportaciones crezcan, es más, al menos en el corto plazo, todas las estabilizaciones basadas en la fijación del tipo de cambio registran una apreciación de la moneda local que perjudica las exportaciones.

¹⁷ Mientras que en algunos países de Latinoamérica la propuesta tiene que ver solo con problemas de estabilización, nosotros pretendemos resaltar las implicaciones de largo plazo para el comercio y las inversiones del asumir el dólar como moneda única.

hasta el límite máximo? En esta lógica el mejor acompañamiento a un aumento de la integración regional (y hemisférica) es la existencia de una moneda única.

Para responder a la pregunta sobre la conveniencia de que la unión monetaria se consolide mediante la fijación del cambio o mediante la adopción de una moneda única se deben analizar los costos y los beneficios inherentes a tal operación. Entre los primeros está la pérdida de la capacidad de señoreaje, que pasa al país que emite la moneda común. Sin embargo, tal situación podría dar lugar, al menos en forma teórica, a una negociación para la redistribución de los beneficios del señoreaje adicional.¹⁸

En el caso de la Argentina es de señalar cómo las reservas locales producen una renta por intereses que es una ganancia operativa del Banco Central.

Además de estas pérdidas "institucionales" otra fuente de costos relevante está relacionada con el tipo de shocks que golpean la economía, cuánto más asimétrico son los shocks que sufren dos países, más grandes es el costo de abandonar la política cambiaria como mecanismo correctivo que evita ajustes vía cantidad a través del mercado del trabajo¹⁹. Según un reciente trabajo empírico de Bayouni y Eichengreen (1992) para el Nafta, los shocks son más correlacionados entre los países europeos que entre las regiones industriales de EE.UU. y México²⁰ y esto hace que el costo que México debe soportar para unirse a los EE. UU. sería más alto que aquél soportado por los países de Europa meridional para unirse a la CEE.

El punto central respecto a la política cambiaria es que los socios de un área de integración económica no pueden aceptar que la política del cambio sea utilizada para descargar en el vecino los costos de un shock. Simplificando, exportar desocupación a través de las devaluaciones competitivas o exportar inflación a través de las revaluaciones. Es decir que, en un espacio de integración económica es necesario evitar políticas del tipo *beggar-thy-neighbour*. Esto explica porqué a los países líderes de una región le conviene que los países de la misma fijen el cambio respecto a su moneda. Por ejemplo, en el caso de Alemania, siendo sus *policymaker* muy atentos a

¹⁸ Hay que tener en cuenta que debido al proceso de dolarización, la relación moneda nacional/PBI en la economías latinoamericanas es muy baja y por lo tanto los beneficios provenientes del señoreaje son más reducidas que en otras economías de similares características. Claramente para analizar alternativas futuras de organización monetaria sería necesario conocer si la dolarización es un fenómeno dinamicamente irreversible o si es posible hipotizar que, luego de varios períodos de disciplina monetaria la moneda local puede desplazar al dólar. Existiría una fuerte presunción de que, una vez que una moneda con gran aceptación internacional ha hecho pie en un país participando de sus transacciones domésticas, resulta muy difícil que los agentes económicos retornen a utilizar la moneda local si no existe una política destinada a tal fin.

¹⁹ Si asumimos previsión perfecta por parte de los agentes y flexibilidad en los contratos, el ajuste a las nuevas condiciones sería instantáneo. En cambio en un ambiente de racionalidad limitada y con cierta rigidez institucional en el mercado del trabajo los *policymaker* pueden evaluar negativamente un ajuste que se realice a través de una tasa de desocupación mayor.

²⁰ Es también baja la correlación entre algunas regiones de los EE. UU. y entre el este y el oeste del Canadá.

la inflación tener socios comerciales, que cómo Italia en los setenta, devalúan, exportan más y así reducen la desocupación, es un costo considerable. Visto en términos estratégicos el SME significó un intercambio óptimo: Italia importaba estabilidad y perdía competitividad y Alemania exportaba estabilidad y disminuía la presión exportadora de los socios. Con un aumento de la integración dentro del área estaría en los intereses de los EE.UU. evitar que los vecinos realicen políticas exportadoras agresivas.

Como podemos apreciar la política del cambio funciona cómo un sustituto de la flexibilidad nominal en el mercado laboral. Pero, si los salarios son flexibles hacia la baja y la normativa sobre el trabajo estimula la movilidad de la fuerza trabajo (Mundel, 1961), entonces el tipo de cambio no es tan importante para afrontar los shocks. Además de esta movilidad interna del factor trabajo es necesario considerar también la movilidad de todos los demás factores de producción, en particular del capital, en este sentido cuánto más se pueda desplazar el capital luego de un shock menos necesario resulta recurrir a variaciones del tipo de cambio cómo política de ajuste.

Los elementos analizados hasta aquí nos ayudan a comprender que considerar a todo el continente cómo un área monetaria óptima no es posible en los marcos tradicionales de dicha teoría: esto es porque *prima facie* parece difícil que exista una prevalencia de shocks comunes. Adicionalmente, se ha considerado que cuando las regiones de un área son castigadas por shocks asimétricos se requiere un sistema fiscal que tenga mecanismos automáticos de compensación (Sachs y Sala-I-Martin, 1991) cómo aquellos que existen dentro de los EE. UU.

Sin embargo, más allá de la asimetría de los shocks, el obtener credibilidad con una regla cambiaria se ha transformado en un elemento central para una política económica que persiga la estabilidad de los precios. Esta característica no tenía la actual relevancia cuando fue elaborada la teoría de las áreas monetarias óptimas. Pero, usar la fijación del tipo de cambio para estabilizar las variables nominales excluye la utilización de la política cambiaria para afrontar perturbaciones exógenas. Además una unión cuánto más sólida sea (léase moneda única) mayor será la credibilidad que genera cómo gesto de atarse las manos en forma definitiva. Por lo tanto, aún a pesar de no ser prevalentes los shocks comunes sobre los shocks asimétricos, podría ser beneficioso para el país constituir alguna forma de unión monetaria.

De esta manera llegamos a la conclusión que el resultado del análisis costo-beneficio de una unión monetaria con los EE. UU. dependerá crucialmente de la importancia relativa dada a la estabilidad de los precios respecto a la estabilidad del producto (o la cuenta corriente) ante shocks exógenos. Es decir que la existencia de shocks simétricos o el deseo de estabilizar los precios con una regla cambiaria son motivos concurrentes a la formación de una unión monetaria.

10. CONSIDERACIONES DE LARGO PLAZO

Una importante consideración de largo plazo se refiere a la especialización productiva de un país. Si cómo hemos dicho una moneda común o un régimen creíble de cambio fijo ayudan a profundizar la especialización en línea con las ventajas comparadas, la misma especialización hace que cada país del área tenga una menor correlación entre los shocks que sufre y que, por lo tanto, el tipo de cambio pase a ser un instrumento cada vez más poderoso para enfrentar las perturbaciones. Nos encontramos así en una paradoja en la cual la adopción de un régimen de cambio fijo puede implicar, en largo plazo, una estructura económica en la cual poder variar el cambio sería una política optimal. Así la realización de una unión monetaria lleva en el largo plazo, luego que la especialización ha ocurrido, a una situación donde la creación (o mantenimiento) de la unión no constituiría la elección óptima. Esta sería la situación de los EE. UU., donde la adopción de una moneda común acentuó la especialización regional y de consecuencia la asimetría de los shocks que señalan Bayoumi y Eichengreen (1992).

La pregunta que corresponde sería cuánto es optimal para un país una cierta especialización productiva: por ejemplo, cuánto es optimal una especialización basada en la producción de bienes primarios y sobre todo cuánto es viable un país basado en dicha especialización. Esta pregunta debe realizarse también cuando se elige el régimen cambiario que se pretende sea de largo plazo. Sin embargo, los países son más propensos a una completa especialización cuanto más pequeños son; no parece imaginable para países como México, Brasil o Argentina una completa especialización. Parece razonable, en cambio, pensar en una especialización de las diferentes regiones. Por ejemplo, Krugman y Hanson (1991) sostienen que el Nafta inducirá en México una especialización regional con la industria al norte, los servicios alrededor de la capital y la agricultura al sur. Una especulación parecida se puede realizar respecto al Mercosur para las regiones de Argentina y Brasil. Como se puede apreciar, en este párrafo hemos relativizado las conclusiones obtenidas más arriba y así, si un país tiene regiones muy diferenciadas desde el punto de vista productivo, los beneficios de usar el tipo de cambio como política de ajuste ante perturbaciones exógenas disminuyen.

11. ALGUNAS CONSIDERACIONES FINALES

En el presente trabajo hemos dado una definición general del área monetaria y de las categorías en las cuales puede ser clasificada una unión monetaria en forma genérica. Se ha discutido además como el continente americano pueda ser considerado el área del dólar por excelencia: a esto contribuye la presencia de un país hegemónico como los EE.UU., la importancia de las relaciones económicas existentes (comercio, inversiones y relaciones financieras) y, en América Latina, el fenómeno de la llamada dolarización que significó la irrupción del dólar con funciones tradicionalmente

reservadas sólo a las divisas nacionales. En esta situación nos preguntamos sobre los beneficios y los costos de una unión monetaria entre los países del continente, unión que podría ser entendida en formas diversas: 1) fijar el cambio respecto al dólar, 2) coordinar las políticas monetarias o 3) asumir el dólar como moneda doméstica entre los países miembros.

Las respuestas económicas a esta pregunta no ofrecen una conclusión definitiva si limitamos nuestra búsqueda a la literatura económica tradicional, en cuanto, la teoría de las áreas monetarias óptimas, nos señala que son las características de los shocks que afectan la economía las que determinan la conveniencia o no de mantener la política cambiaria como instrumento de política económica. Parece intuitivo que los shocks que afectan las distintas economías del continente americano son asimétricos y por lo tanto las variaciones del tipo de cambio pueden representar un sustituto de la falta de flexibilidad nominal en el mercado del trabajo (y en la economía general). Pero en los años ochenta aparece como muy importante el uso del tipo de cambio como ancla nominal, uso que no tenía este rol central en la citada literatura tradicional, y entonces el uso de políticas cambiarias para hacer frente a los shocks no parece posible. Porque si los *policymakers* siguiesen esta vía, el cambio fijo no será creíble para los agentes económicos y por lo tanto su función como ancla nominal desaparecería. Por lo tanto, la constitución de una unión monetaria maximiza la posibilidad de hacer creíble la regla cambiaria como forma de atarse las manos para estabilizar los precios.

Debemos, entonces, ir más allá de la teoría de las áreas monetarias óptimas en la búsqueda de respuestas más sólidas a la pregunta sobre la conveniencia de hacer o no una unión monetaria en América. En ésta respuesta juega un rol fundamental el hecho de dimensionar cuál es y cuál debería ser la importancia a nivel macroeconómico de la estabilidad del cambio (y de los precios) respecto a la estabilidad del producto frente a las perturbaciones exógenas.

A nivel micro, sabemos que los agentes económicos que deben invertir encontrarán convenientes inversiones que, en caso de incertidumbre sobre el tipo de cambio, no realizarían y sabemos incluso que los mercados futuros no son suficientes para reducir este riesgo y esto vale también para los agentes que deben programar las exportaciones. Pero hacer una unión monetaria (aún en la forma simple de fijar el cambio) con el dólar incide sobre la orientación de las exportaciones y de las inversiones. Los beneficios valen sólo en el interior del área del dólar. Es decir que, fijar el cambio con el dólar en un sistema monetario que tiende hacia el tripolarismo implica consagrar un conjunto de incentivos destinados a ganar previsibilidad en el comercio y las inversiones hemisféricas. Con respecto al resto del mundo significa asociarse a los shocks de la economía norteamericana lo que implica que las divisas pertenecientes al área se moverían de acuerdo a variaciones del dólar y esto, implícitamente, quiere decir asumir el costo de los shocks que afectan a los Estados Unidos. Este país con notable déficits gemelos (externo y fiscal) sufre una pérdida de liderazgo en la economía y no podrá *ad infinitum* mantener la posición de: ser el

principal absorbedor de los superávits comerciales del resto del mundo, mantener un déficit presupuestario, ser deudor neto y emitir la principal moneda de reserva. En este sentido, la continuación del proceso devaluatorio de largo plazo del dólar generaría un estímulo a las exportaciones hacia los países de los otros polos monetarios.

Si los shocks son comunes la unión monetaria sería, cómo se ha visto, ventajosa para los países participantes. En caso contrario los *policymakers* se encontrarían realizando las políticas monetarias (en el caso del cambio fijo) adoptadas por el país líder para contrarrestar los shocks que lo han afectado: no necesariamente, entonces, estas políticas serán optimales para los países que forman la unión monetaria. Parece difícil, además, que una unión monetaria cómo la postulada tenga la posibilidad de contar sobre un sistema de transferencias fiscales cómo el que existe en el interior de los EE.UU. o un sistema cómo el de los fondos comunitarios en la CEE para compensar eventuales asimetrías de los shocks²¹. Por lo tanto, la respuesta se basa en el peso que los *policymakers* (e indirectamente la sociedad que los ha elegido) darán a la estabilidad de los precios (a través de la fijación del cambio o la asunción de una nueva moneda) respecto a la flexibilidad para hacer frente a los shocks en la propia función de pérdida.

Del análisis realizado observamos que resulta muy difícil arribar a conclusiones "fuertes" respecto a la conveniencia o no de una unión monetaria en un área con las características del área del dólar. Esto por supuesto no hace más que aumentar el interés y debería estimular la investigación en estos temas evitando que quede todo librado a la intuición del *policymaker* de turno. Las distintas fuentes de costos y beneficios citadas en este trabajo así cómo sus modificadores directos o indirectos parecen un adecuado punto de partida. Desde ya que siempre enfrentamos el problema de la evaluación empírica de un fenómeno cambiante y por lo tanto las series históricas son de relativa ayuda. Este es un caso claro donde la teoría económica y la economía comparada deben realizar el máximo esfuerzo para indicar preceptos útiles a la formulación de políticas de largo plazo. Adicionalmente el *policymaker* enfrenta la limitación de los instrumentos a su alcance así cómo la posible irreversibilidad de las decisiones en el caso de la adopción de una moneda única.

Por último, pero no menos importante, se debe considerar el rol jugado por las asimetrías en la conformación de la llamada unión. Mientras la literatura estudia preferiblemente el caso de países simétricos, el área monetaria basada en el dólar sería estructurada en torno a un país hegemónico, el cual deberá tener alguna preferencia decisional en el caso que se coordinen las políticas monetarias. A este respecto es necesario avanzar en la formulación de un modelo que formalice este dilema y ayude a fundamentar la elección estratégica del régimen de cambio. En este caso se debería estilizar un área monetaria con un país hegemónico a través de un juego con dos o tres países donde uno es más grande. Se deberían individualizar las condiciones más

²¹ Los préstamos dados por los EE. UU. a México a inicios del 1995 por su carácter extraordinario contrarrestan solo parcialmente esta afirmación.

generales para dar una respuesta a nuestra pregunta, sobre cuál esquema monetario y régimen de cambio serían proponibles para la futura política económica de la Argentina, u otros países de la región, en el contexto de la integración hemisférica. Las consecuencias de la asimetría como característica principal de una unión monetaria construida en torno al área del dólar, resulta el factor principal a evaluar en investigaciones futuras. Ello es así porque, mientras en un contexto simétrico, las autoridades del país de menor peso relativo tienen una cierta participación en la toma de decisiones, en un contexto asimétrico su política monetaria pierde cualquier espacio de maniobra.

REFERENCIAS

- Baldoni, S. e Sdogati, F. (1993). *Emerging Patterns of Specialization in Transitional Economies: Evidence from the Flow of Trade between Poland and Italy and between Hungary and Italy*. Politecnico di Milano. Milano
- Barro, R. e Gordon, D. (1983). *A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model*. *Journal of Political Economy* 91, August.
- Bayoumi, T. e Eichengreen, B. (1992). *Monetary and Exchange Rate arrangements for NAFTA*. Fifth Interamerican Seminar on Economics, Buenos Aires. Instituto Di Tella, P.U.C. Rio de Janeiro, NBER Cambridge, Mass. Mimeo.
- Bini Smaghi, L. - Vori, S. (1993). *Ranking the EC as an Optimal Currency Area*. Temi di Discussione n.187. Banca d'Italia. Roma.
- Caballero, R. e Corvo, V. (1989). *How does Uncertainty About the Real Exchange Rate Affect Exports*. P.R.E. Working Papers n. 85. World Bank. Washington.
- Calvo, G., Leiderman, L. e Reinhart, C. (1993). *Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America: The Role of the External Factors*. IMF, Staff Papers.
- Carrera, J. (1994a). *L'Inserimento dell'Argentina nell'Economia Internazionale. Dalla Trasformazione Strutturale al Comportamento Strategico*. Disertazione Finale Dottorato di Ricerca. Università di Pavia.
- Carrera, J. (1994b). *La Política Económica de la Delegación. Un Analisis del Gobierno Menem*. *Anales de la Asociación Argentina de Economía Política*, XXIX Reunión Anual La Plata 1994. Tomo 2.
- Casella, A. (1993). *Participation in a Currency Union*. CEPR dp n.395.
- CEPAL: Comisión Económica para América Latina y el Caribe. (1991). *La Coordinación de las Políticas Macroeconómicas en el Contexto de la Integración Latinoamericana*. Santiago de Chile.
- Cohen, D. e Wyplosz, C. (1990). *France and Germany in the EMS: the Exchange Rate Constraint*, in Alogoskoufis, G., Papademos, L. e Portes (eds). *R. External Constraints on Macroeconomic Policy: the European Experience*. CPU. Cambridge.

- Cooper, R. (1991). What Future for the International Monetary System? in Frenkel, J. e Goldstein, M. (eds). *International Financial Policy: Essays in Honor of Jacques Polak*. IMF. Washington.
- Crockett, D. (1991) *Financial Market Implications of Trade and Currency Zones*, in *Policy Implications of Trade and Currency Zones*. The Federal Reserve Bank. Kansas City.
- de Grawe, P. (1988). *Exchange Rate Variability and the Slowdown in Growth of International Trade*. Staff Papers 35, March.
- Devarajan, S. e De Melo, J. (1990). *Membership in the CFA Zone: Odyssean Journey or Trojan Horse?* WPS n.482. World Bank. Washington.
- Erzan, R. e Yeats, A. (1992). *Free Trade Agreement with United States. What's in it for Latin America?* The Policy Research W.P.S. n. 827. World Bank.
- Feldstein, M. (1991). *Does One Market Require One Money?*, in *Policy Implications of Trade and Currency Zones*. The Federal Reserve Bank. Kansas City.
- Frenkel, J. - Goldstein, M. (1991). *Macroeconomic Implications of Currency Zones*, in *Policy Implications of Trade and Currency Zones*. The Federal Reserve Bank. Kansas City.
- Frenkel, R. (1993). *La Dollarizzazione Avanza*. *El Economista* n. 2251. Bs As.
- Giavazzi, F. e Giovannini, A. (1989). *Limiting Exchange Rate Flexibility: The European Monetary System*. MIT Press. Cambridge, Mass.
- Gulde, A. M. e Wolf, H. (1991). *Sticky Exchange Rates and Flexible Prices: A Heretic View from the Interwar Period*. IMF working paper n. 91/124. Washington.
- Heyman, D. e Navajas, F. (1991). *Coordinación de Políticas Macroeconómicas. Aspectos Conceptuales Vinculados con el Mercosur*. CEPAL-Oficina Buenos Aires. Mimeo.
- IMF. (1990). *Annual Report*, Washington.
- IMF. (1993). *Direction of Trade Statistics Yearbook*, Washington.
- Keynes, J. M. (1930). *A Treatise on Money*. Macmillan, London.
- Krugman, P. (1990) *Rethinking International Trade*. MIT Press, Cambridge, Mass.
- Krugman, P. (1991). *The Moves Toward Free Trade Zones*, in *Policy Implications of Trade and Currency Zones*. The Federal Reserve Bank. Kansas City.
- Krugman, P. e Hanson, G. (1991). *Mexico-US free Trade and the Location of the Production*. MIT. Mass. Mimeo.
- Kydland, F. y Prescott, E. (1977). *Rules Rather than Discretion; The Inconsistency of Optimal Plans*, *Journal of Political Economy* 85, June.
- McKinnon, R. I. (1963). *Optimal Currency Areas*, *American Economic Review*, vol 52.
- Mundel, R. A. (1961). *A Theory of Optimum Currency Areas*. *American Economic Review*, vol 51.
- Padoa-Schioppa, T. (1988). *Toward a New Adjustable Peg?* in Bergsten, F. et al. (eds). *The International Monetary System: the Next 25 Years*. Symposium at Basel University. June.

- Rogoff, K. (1985). Can International Policy Coordination be Counterproductive?, *Journal of International Economics*, 18.
- Rogoff, K. (1991). NACHos and ECUs: On the Relative Merits of a North American Currency Union versus a European Monetary Union, University of California at Berkeley. Mimeo.
- Sachs, J. e Sala-I-Martin, X. (1991). Federal Fiscal Policy and Optimum Currency Areas. NBER. Cambridge, Mass.

ANEXO

ACUERDOS DE INTEGRACION VIGENTES

ACUERDO	INTEGRANTES	OBJETIVOS	FECHA INICIAL
MERCADO COMUN CENTROAMERICA NO (MCCA)	Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua, Panamá.	Mercado Común	1960
GRUPO ANDINO	Bolivia, Colombia, Ecuador, Venezuela	Unión Aduanera en 1994	1969
COMUNIDAD DEL CARIBE (CARICOM)	Barbados, Guyana, Jamaica, Trinidad y Tobago, Antigua y Barbuda, Belice, Dominica, Grenada, Monserrat, San Cristobal, Sta. Lucía y San Vicente, Granadinas.	Mercado Común	1973
ALADI	Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, México, Paraguay, Perú, Uruguay, Venezuela.	Zona de Libre Comercio	1980
GRUPO DE TRES	Colombia, México, Venezuela	Zona de Libre Comercio	1990
MERCOSUR	Argentina, Brasil, Paraguay, Uruguay	Mercado Común	1991
NAFTA	Canadá, Estados Unidos, México	Zona de Libre Comercio	1993
GRUPO DE LOS CUATRO(G4)	El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua.	Zona de Libre Comercio	1993

**EXPORTACIONES A LOS EE: UU.
EN LAS EXPORTACIONES DE LATINOAMÉRICA**

	1980	1992
ARGENTINA	8,90	11,00
BAHAMAS	41,30	19,90
BARBADOS	44,10	50,80
BOLIVIA	29,10	16,00
BRASIL	17,40	19,70
CHILE	10,00	16,60
COLOMBIA	27,10	38,50
COSTA RICA	34,90	47,60
R. DOMINICANA	63,40	82,90
ECUADOR	32,50	49,20
EL SALVADOR	29,70	34,80
GUATEMALA	28,70	37,80
GUYANA	29,30	0,70
HAITI	70,30	85,10
HONDURAS	52,10	53,80
JAMAICA	36,70	31,70
MEXICO	65,30	74,40
NICARAGUA	38,70	20,30
PANAMA	49,90	41,40
PARAGUAY	5,50	5,20
PERU	32,40	21,40
TRINIDAD Y		
TOBAGO	59,90	50,00
URUGUAY	7,80	10,10
VENEZUELA	27,30	50,01

Fuente: IMF. (1993). Direction of Trade Statistics Yearbook, Washington.

EXPORTACIONES ARGENTINAS POR AREA ECONOMICA
(en millones de U\$S)

	EUA	Canada	México	Nafta	Brasil	Mercosur	UE	Total
1980	718	42	121	881	765	1136	2384	8021
1981	863	73	275	1211	595	892	2169	9143
1982	1024	40	112	1176	568	829	1834	7625
1983	773	32	33	838	358	522	1844	7836
1984	877	49	172	1098	478	655	2236	8107
1985	1028	59	255	1342	496	667	2041	8396
1986	706	54	158	918	698	894	1985	6852
1987	931	77	37	1045	539	768	1815	6360
1988	1217	81	137	1435	608	875	2726	9135
1989	1187	78	158	1423	1124	1428	2501	9579
1990	1699	81	321	2101	1423	1833	3744	12353
1991	1244	71	236	1551	1489	1978	3956	11978
1992	1349	55	234	1638	1671	2327	3732	12235
1993	1273	64	219	1557	2791	3661	3650	13090
1994	1719	72	274	2065	3595	4740	3874	15739

IMPORTACIONES ARGENTINAS POR AREA ECONOMICA
(en millones de U\$S)

	EUA	Canada	México	Nafta	Brasil	Mercosur	UE	Total
1980	2379	110	72	2561	1072	1305	3126	10514
1981	2094	145	67	2306	893	1106	2784	9430
1982	1177	56	62	1295	688	827	1364	5337
1983	987	54	69	1110	667	795	1224	4504
1984	847	67	79	993	831	979	1126	4585
1985	694	35	60	789	612	698	1069	3814
1986	833	50	100	983	691	831	1375	4724
1987	951	57	153	1161	819	1003	1853	5818
1988	918	38	119	1075	971	1170	1561	5322
1989	892	25	99	1016	721	869	1144	4203
1990	876	25	115	1016	718	875	1118	4077
1991	1871	47	180	2098	1526	1804	2033	8275
1992	3226	68	201	3495	3339	3755	3633	14872
1993	3859	88	237	4184	3570	4214	4141	16786
1994	4926	163	255	5344	4280	5229	6168	21544

Fuente: Indec.