INTEGRACIÓN MONETARIA: EXPERIENCIA EUROPEA Y PERSPECTIVAS PARA AMÉRICA LATINA

Heliodoro Temprano Arroyo*

Este trabajo examina la conveniencia de la integración monetaria regional en América Latina a partir de la experiencia de la Unión Monetaria Europea, y mediante la aplicación de la teoría de las áreas monetarias óptimas y otros criterios propuestos por la literatura económica más reciente. El análisis sugiere que, con la posible excepción de la zona del Tratado de Libre Comercio de América del Norte, ninguna de las regiones examinadas reúne aún las condiciones para proceder a la integración monetaria ya que se ven sometidas a frecuentes perturbaciones asimétricas y, excepto en el caso de los países del TLC de América del Norte, presentan un grado de integración comercial y financiera y de convergencia macroeconómica insuficiente. No obstante, la ampliación del análisis a otros factores afecta en cierta medida a las conclusiones, en particular en lo que se refiere a la idoneidad de una integración monetaria en Centroamérica basada en el dólar.

Palabras clave: *integración monetaria, zonas monetarias, tipo de cambio, América Latina, NAFTA.*

Clasificación JEL: *F31, F33, F36.*

1. Introducción

Desde principios de los años sesenta se han ido desarrollando en América Latina una serie de procesos de integración regional. Dichos procesos incluyen, por orden de aparición, el Mercado Común Centromericano (MCCA), la Comunidad Andina, Mercosur, y el Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN o NAFTA en sus siglas en inglés). Algunas de estas regiones han lanzado recientemente iniciativas para fortalecer la convergencia macroeconómica entre sus miembros y contemplan la integración monetaria como objetivo a medio plazo.

Es difícil adivinar la dirección que los procesos de integración del continente americano tomarán en el futuro. Así, por ejemplo, la creación de un Area de Libre Comercio de las Américas es a veces vista como una alternativa a al menos algunos de los procesos de integración regional aquí analizados. También existen propuestas paralelas tendentes a crear zonas de libre comercio entre algunas de estas regiones (por ejemplo, entre la Comunidad Andina y Mercosur, o entre el MCCA y los países del

* Dirección General de Asuntos Económicos y Financieros. Comisión Europea.

Las opiniones expresadas en este artículo son las del autor y no representan, por tanto, necesariamente las de la Comisión Europea.

TLCAN). Chile, que abandonó la Comunidad Andina en 1977, está firmando Acuerdos de Libre Comercio (ALC) con los países del TLCAN y, además, ha concluido un ALC con Mercosur y ha expresado en el pasado interés por adherirse a esta organización. Hay también una serie de ALC bilaterales que conectan distintos países del continente. Asimismo, los principales países de América Latina (México y los miembros de Mercosur), así como Chile, han firmado o están negociando ALC con la Unión Europea (UE), y tanto el MCCA como la Comunidad Andina han manifestado recientemente su interés en negociar un acuerdo similar con la UE. En definitiva, hay una compleja red de acuerdos comerciales en América Latina y un alto grado de incertidumbre sobre la evolución futura de la integración económica del continente.

Tratar de evaluar la conveniencia o determinar la probabilidad de las distintas opciones de integración que se le ofrecen al continente americano rebasa el objetivo de este estudio. Este trabajo pretende más bien examinar el grado de integración ya alcanzado por las principales regiones y su aptitud para adentrarse en un proceso de integración monetaria.

El trabajo está organizado del siguiente modo: el apartado 2 describe los esquemas de coordinación macroeconómica creados por algunas de las regiones analizadas y la actitud de dichas regiones respecto de la integración monetaria. A continuación, el apartado 3 recuerda las principales lecciones que cabe extraer de la experiencia de la UE con la Unión Económica y Monetaria (UEM). El apartado 4 aplica los criterios tradicionales propuestos por la teoría de las áreas monetarias óptimas (TAMO) a las cuatro regiones examinadas. En el apartado 5 el análisis se refina mediante la introducción de algunos criterios adicionales subrayados por la literatura reciente sobre regímenes cambiarios, tales como el grado de dolarización *de facto* o la posible existencia de problemas de credibilidad monetaria. Al evaluar la idoneidad de la integración monetaria regional, el trabajo distingue entre el establecimiento de tipos de cambio fijos pero ajustables, la unión monetaria y la dolarización oficial conjunta. Por último, el apartado 6 resume las principales conclusiones del estudio.

2. Iniciativas de convergencia macroeconómica en América Latina

La Comunidad Andina y Mercosur han lanzado recientemente iniciativas para mejorar la coordinación de las políticas macroeconómicas de sus países miembros y el MCCA define desde 1994 parámetros de referencia para una serie de variables macroeconómicas. Estas regiones confían en que dichas iniciativas contribuyan a limitar las fluctuaciones de los tipos de cambio intra-regionales, fluctuaciones que en ocasiones han perturbado seriamente sus flujos comerciales y financieros. Ninguna de estas regiones ha realizado avances en el terreno de la integración monetaria, pese a que el tema ha sido suscitado en círculos oficiales más de una vez y se contempla como objetivo a medio plazo en uno de los tratados fundacionales. En el caso del TLCAN, no se ha creado ningún esquema de coordinación macroeconómica y sigue habiendo escaso apoyo político a cualquier idea de integración monetaria. En lo que sigue se examinan estas iniciativas (o las razones de su ausencia) con mayor detalle.

La Comunidad Andina

La Comunidad Andina nació en 1969 con la firma del Acuerdo de Cartagena y se compone actualmente de Bolivia, Colombia, Ecuador, Perú y Venezuela. Este Acuerdo propugna la «armonización de las políticas cambiarias, monetarias, financieras y fiscales» (artículo 51) y la Comunidad Andina ha avanzado recientemente en esa dirección con el fin de complementar su objetivo de crear un mercado común para el año 2005. En 1997, creó un Consejo Asesor de Ministros de Hacienda o Finanzas, Bancos Centrales y Responsables de Planeación Económica con el encargo de preparar un plan de trabajo en este área. En 2001, este Consejo adoptó criterios de convergencia para la inflación, el déficit público y la deuda pública similares a los que el Tratado de Maastricht estipula para los países de la UE (véase Cuadro 1). Para supervisar el cumplimento de dichos objetivos, se ha establecido un Grupo Técnico Permanente y los países

CUADRO 1

OBJETIVOS DE CONVERGENCIA MACROECONÓMICA Y PARÁMETROS DE REFERENCIA (En %)

Objetivo	MCCA[1]	Comunidad Andina	Mercosur
Máxima tasa de inflación anual	9	Un solo dígito a partir de diciembre 2002	Para 2002-2005, 5 por 100 para el índice general. A partir de 2006, 4% para el índice general y 3% para la inflación subyacente
Máximo déficit público (% del PIB)	2,5	3% a partir de 2002, con la posibilidad de aumentarse hasta el 4 por 100 en 2002-2004	3,5% para 2002-2003 y 3% a partir de 2004
Máxima deuda pública (% del PIB)	50	50% a partir de 2015	40 por 100 a partir de 2010 pero, a partir de 2005, existirá la obligación de definir sendas de convergencia del ratio deuda pública/PIB hacia el 40%
Tipo de interés real medio (a fin de año)	9		
Crecimiento real anual del PIB	5		
Tipo de cambio real (índice: diciembre de 1997=100)	90-110		
Reservas internacionales netas del banco central en porcentaje de la base monetaria	100		
Máximo déficit por cuenta corriente (% del PIB)	3,5		

NOTAS: [1] Parámetros de referencia para 2001.
FUENTES: CONSEJO MONETARIO CENTROAMERICANO (2002), COMUNIDAD ANDINA (2001) y MERCOSUR (2000A).

miembros se han comprometido a presentar informes semestrales sobre la evolución de la inflación y programas anuales de convergencia macroeconómica.

El Acuerdo de Cartagena no contempla explícitamente la unificación monetaria y, aunque el tema se ha discutido vagamente a nivel oficial en algunas ocasiones, la integración monetaria no forma parte de la agenda actual de la Comunidad Andina.

Mercosur

Desde su creación en 1991, Mercosur (Argentina, Brasil, Paraguay y Uruguay) ha experimentado tensiones comerciales crónicas entre sus países miembros causadas por evoluciones divergentes en sus situaciones macroeconómicas y fluctuaciones acusadas de sus tipos de cambio. Para tratar de atajar este problema, Mercosur puso en pie en 2000 una iniciativa para coordinar las políticas macroeconómicas que, como el esquema de la Comunidad Andina, se centra en la política fiscal.

Mercosur ha creado un Grupo de Monitoreo Macroeconómico formado por altos funcionarios de los ministerios de hacienda y de los bancos centrales, cuya misión es vigilar las tendencias macroeconómicas de sus países miembros y presentar propuestas tendentes a mejorar la coordinación de las políticas macroeconómicas. En septiembre de 2000, los países de Mercosur empezaron a publicar indicadores armonizados del déficit público, la deuda pública y la inflación y, en la cumbre de Florianópolis de diciembre de 2000, sus presidentes acordaron objetivos comunes para dichas variables (véase Cuadro 1). Chile y

Bolivia, en tanto que miembros asociados de Mercosur, también participan en esta iniciativa.

Los tratados fundacionales de Mercosur prevén la coordinación de las políticas macroeconómicas pero no hacen referencia al establecimiento eventual de una unión monetaria. Si bien algunos políticos y expertos académicos han propuesto la introducción de mecanismos de estabilización de los tipos de cambio o la integración monetaria de Mercosur[1], dicha integración no forma parte de la actual iniciativa para la coordinación macroeconómica. Hasta que Argentina decidió flotar su moneda a principios de 2002 en medio de su crisis financiera, uno de los principales obstáculos con que se topaban las propuestas de integración monetaria de Mercosur eran las divergentes políticas cambiarias de Argentina y Brasil. Mientras que Argentina, debido a su historia reciente de alta inflación y su alto grado de dolarización *de facto*, había optado por un régimen de fijación a ultranza de su moneda al dólar, Brasil, una economía mucho mayor y menos dolarizada, prefería mantener el tipo de cambio flotante introducido a principios de 1999.

No obstante, tras el abandono por Argentina del sistema de caja de conversión (CdC) monetaria (o *currency board*) en enero de 2002 y la decisión de Uruguay de flotar completamente su moneda en junio de 2002, todos los países de Mercosur tienen actualmente regímenes cambiarios de libre flotación. Además, y como se explica en el apartado 5, a Argentina quizá podría interesarle ahora la integración monetaria de Mercosur como forma de otorgar cierta credibilidad a su nuevo sistema de flotación. En enero de 2003 el recién elegido presidente de Brasil, Lula da Silva, y el presidente de Argentina, Duhalde, propusieron la creación de un «Instituto Monetario de Mercosur», una especie de banco central común embrionario cuya función sería supervisar el mecanismo de coordinación de las políticas macroeconómicas y preparar el camino para la eventual adopción de una moneda común. Dada la actual preferencia de los países de Mercosur por los tipos de cambio flotantes, se sobreentiende que dicha moneda común flotaría libremente. Si bien la idea sigue siendo muy preliminar, es evidente que el debate sobre la posibilidad de una integración monetaria en Mercosur sigue vivo.

[1] Véanse GIAMBIAGI (1997), LAVAGNA y GIAMBIAGI (1998) y EICHENGREEN (1998). La idea de una moneda común ya fue propuesta en la cumbre presidencial de Mercosur de abril de 1997 por el entonces presidente argentino, Carlos Menem. Posteriormente, durante la crisis del real brasileño de 1999, el presidente Menem también sugirió la posibilidad de una dolarización conjunta de todas las economías de Mercosur (véase el apartado 5).

El Mercado Común Centroamericano (MCCA)

El MCCA lo forman actualmente Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras y Nicaragua, y se espera que Panamá y la República Dominicana se adhieran a él en un futuro próximo. Establecido en 1960 (Tratado de Managua) con el objetivo de establecer un mercado común entre sus países miembros, también contempla como meta a largo plazo la formación de un área financiera y monetaria integrada en Centroamérica.

En 1964, los países del MCCA crearon el Consejo Monetario Centroamericano, compuesto de los gobernadores de sus bancos centrales. Los objetivos principales de dicho Consejo son promover la coordinación de las políticas monetarias, cambiarias y financieras de sus miembros, proponer medidas tendentes a profundizar su integración financiera y monetaria y coordinar sus posiciones en los principales foros financieros internacionales. Desde 1994, el Consejo Monetario viene usando ocho indicadores macroeconómicos, incluidos la inflación, el déficit público y la deuda pública, para medir el grado de convergencia macroeconómica de sus países miembros. Para cada uno de estos indicadores, el Consejo define cada año un «parámetro de referencia». El Cuadro 1 muestra los indicadores utilizados y los parámetros fijados para el año 2001. Estos parámetros no son, sin embargo, de cumplimiento obligatorio sino que tan sólo proporcionan unos niveles orientativos a los cuales los países miembros deben tratar de acercarse.

Los trabajos recientes del Consejo Monetario se han concentrado en el desarrollo de un mercado de capitales integrado en Centroamérica, por ejemplo mediante la armonización

de los mercados de deuda pública nacionales. Pero las decisiones tomadas por El Salvador en enero de 2001 de dolarizar oficialmente su economía y por Guatemala en diciembre de 2000 de legalizar el uso del dólar como moneda de circulación paralela a la del quetzal han reactivado el debate sobre la posible integración monetaria de la región. Dado que la economía panameña también está oficialmente dolarizada y que otros países centroamericanos presentan un alto grado de dolarización *de facto*, estas decisiones han llevado a algunos políticos, lideres empresariales y expertos a proponer la dolarización oficial conjunta como formula de integración monetaria para la región centroamericana. El Parlamento Centroamericano ha recomendado recientemente la adopción de un plan a medio plazo para la integración monetaria de la región. No obstante, en la recomendación del parlamento, la unificación monetaria no se lograría por medio de la dolarización conjunta sino mediante la conversión del Consejo Monetario en un banco central regional que emitiría una moneda común centroamericana[2].

El TLCAN

El TLCAN, firmado en 1992 por Canadá, México y Estados Unidos, no contempla ni la coordinación de políticas macroeconómicas ni la integración monetaria. Estos países no consideran necesaria la coordinación macroeconómica y, si bien algunos economistas han propuesto la creación de una Unión Monetaria de Norteamérica o la dolarización unilateral de las economías canadiense y mexicana[3], la posición oficial tanto de Canadá como México es que la integración monetaria no es deseable, al menos por el momento[4]. Ambos países desean mantener la flexibilidad que les confieren sus actuales tipos de cambio flotantes, que se combinan en los dos casos con regímenes de objetivos directos de inflación. México introdujo un tipo de cambio flotante en 1995, tras la «crisis del tequila», y este régimen parece haber funcionado bien hasta ahora. Canadá, por su parte, es en buena medida un exportador de productos básicos y, por lo tanto, la estructura de sus exportaciones difiere mucho de la de Estados Unidos, lo que tiende a producir frecuentes perturbaciones o *shocks* asimétricos respecto de Estados Unidos (véase el apartado 4)[5]. Las reticencias de Canadá y México a abandonar su soberanía monetaria también reflejan un cierto aferramiento a sus monedas nacionales como símbolos de identidad nacional. Tampoco parecen los Estados Unidos muy interesados en hacer de Canadá y México dos nuevos distritos de la Reserva Federal pues las economías canadiense y mexicana son muy pequeñas en relación con la de Estados Unidos, lo que tiende a atenuar los efectos que las fluctuaciones de sus tipos de cambio causan en este último país[6].

3. Lecciones de la UEM

Antes de comenzar el análisis de las regiones seleccionadas, puede valer la pena recordar algunas enseñanzas de la experiencia de la integración económica y monetaria europea que podrían ser relevantes para Latinoamérica. Éste es el propósito de este apartado.

Necesidad de alcanzar un grado de convergencia real

La UEM europea no se ha logrado de la noche a la mañana. La introducción de monedas y billetes denominados en euros en enero de 2002 representa la culminación de más de 50 años de progresiva integración comercial, financiera y monetaria, convergencia macroeconómica, desarrollo de instituciones y políticas comunes y armonización legislativa, un proceso que comenzó en 1951 con la fundación de la Comunidad Europea

[2] Véase PARLAMENTO CENTROAMERICANO (2001).
[3] Véase, por ejemplo, COURCHENE (1998).
[4] Véanse DODGE (2001) y MARCOS YACAMÁN (1999).
[5] Para una presentación vigorosa de los argumentos en favor del mantenimiento del régimen de flotación canadiense, véanse LAIDLER (1999) y MURRAY (1999).
[6] Los PIBs canadiense y mexicano sólo representan, cada uno, un 6-7 por 100 del PIB estadounidense.

del Carbón y el Acero[7]. Por consiguiente, quizás la primera lección que los bloques de integración latinoamericanos puedan extraer de la experiencia de la UEM es que es preciso, o al menos conveniente, alcanzar un grado significativo de convergencia e integración en otros campos antes de acometer la integración monetaria.

Lograr un adecuado equilibrio entre los enfoques «monetarista» y «economista»

Ahora bien, ¿cuánta integración y convergencia son necesarias antes de que pueda completarse la integración monetaria? En la UE esta pregunta generó un debate muy vivo entre los llamados «monetaristas» y los llamados «economistas»[8]. Los primeros argumentaban que la mejor estrategia para lograr la estabilidad cambiaria en la UE y, eventualmente, la unificación monetaria era someter a las economías comunitarias a la disciplina nominal de un mecanismo de estabilización de los tipos de cambio como el del Sistema Monetario Europeo (SME). El argumento era que dicha disciplina forzaría un ritmo más rápido de convergencia macroeconómica. La estabilidad cambiaria también debía contribuir a estimular la integración comercial y financiera lo que, a su vez, aumentaría la sincronización cíclica de las economías comunitarias y reduciría la probabilidad de que sufrieran *shocks* asimétricos, haciendo de ese modo menos necesarios los reajustes de paridades cambiarias. Los «economistas», por el contrario, advertían sobre los riesgos de una fijación prematura de los tipos de cambio y proponían esperar a alcanzar un mayor grado de convergencia e integración antes de adoptar un mecanismo de estabilización cambiaria o un programa de unificación monetaria.

El modelo que se siguió al final fue una mezcla de los enfoques propuestos por los «monetaristas» y los «economistas» y esta estrategia híbrida parece haber funcionado relativamente bien. Hasta principios de los años setenta, los países de la UE concentraron sus esfuerzos en conseguir una mayor integración de sus mercados de bienes, servicios, capitales y trabajo, lo que era coherente con el modelo de los «economistas». Sin embargo, la creación de la efímera «serpiente monetaria» a principios de los años setenta y del mecanismo de cambios del SME en 1979, cuando el grado de convergencia e integración todavía dejaba mucho que desear, representó una victoria parcial de la estrategia abogada por los «monetaristas». El hundimiento de SME de bandas estrechas en 1992-1993 mostraría eventualmente los límites de esta estrategia «monetarista». El Tratado de Maastricht de 1992, el ensanchamiento de las bandas de fluctuación del SME hasta el ±15 por 100 en 1993 y otros elementos de flexibilidad introducidos en el SME en 1999 son más fieles a la estrategia híbrida que ha caracterizado al proceso de integración monetaria europea. Si bien el Tratado de Maastricht hizo uso de calendarios con fechas concretas para pasar a la fase final de la UEM con el fin de forzar, en la más pura tradición «monetarista», la aceleración del ritmo de convergencia, su insistencia en el cumplimiento de una serie de criterios de convergencia macroeconómica es coherente con el enfoque de los «economistas». En cuanto al nuevo SME, sus anchas bandas y su énfasis en la importancia de proceder sin dilación a reajustes de paridades cuando éstos se revelen necesarios lo hacen más aceptable para los «economistas».

La experiencia de la UE sugiere que tanto el enfoque «monetarista» como el «economista» son en parte válidos. En determinadas circunstancias, la imposición de una disciplina cambiaria ha permitido acelerar la convergencia. En otras, la estabilización prematura del tipo de cambio la ha retrasado, como pudieron constatar por ejemplo los países del sur de la UE a principios de los años noventa (véase más adelante), o ha terminado provocando crisis cambiarias. Un equilibrio adecuado entre ambos enfoques, por tanto, puede resultar en ciertos casos la estrategia óptima.

[7] Para una análisis histórico de la UEM, véanse GROS y THYGESEN (1998) y KENEN (1995).

[8] Para una discusión de esta controversia, véase, por ejemplo, CORDEN (1993).

Los peligros de un enfoque «monetarista» puro

La creciente movilidad internacional del capital hace cada vez menos aconsejable el enfoque «monetarista» puro basado en la adopción de sistemas de tipos de cambio ajustables de banda estrecha, sobre todo cuando los países miembros tienen comportamientos macroeconómicos divergentes y un escaso compromiso político con la defensa de dichos sistemas. La experiencia del SME (así como la de muchas economías emergentes desde mediados de los años noventa) muestra que cuando la movilidad del capital es elevada estos sistemas son mucho más vulnerables a los ataques especulativos. Esto es cierto incluso cuando dichos sistemas se protegen con acuerdos de intervención en los mercados de cambios o líneas financieras a corto plazo entre los bancos centrales miembros. En el SME, esas líneas de crédito fueron reforzadas por el acuerdo de Basilea-Nyborg de 1987 en respuesta a la situación creada por la liberalización de los movimientos de capital en la UE, pero esto no consiguió evitar la crisis de 1992-1993.

El hundimiento del SME de bandas estrechas también reflejó en parte, no obstante, las reticencias de los países miembros a efectuar realinamientos de paridades pese a la pérdida de competitividad que algunos países sureños habían acumulado y la tendencia a la apreciación real del marco que la reunificación alemana había desencadenado. También reflejó el retraso con el que los países del SME pusieron en práctica los ajustes defensivos de tipos de interés previstos en el acuerdo de Basilea-Nyborg[9]. Aunque los países del SME cuyas monedas estaban siendo atacadas acabaron por ajustar sus tipos de interés, dicho ajuste tuvo lugar demasiado tarde, con lo que los aumentos necesarios de los tipos de interés fueron de tal magnitud que fueron vistos por los mercados como insostenibles y resultaron contraproducentes.

Las implicaciones de una alta movilidad del capital

En condiciones de alta movilidad internacional del capital, los sistemas de estabilización cambiaria de banda estrecha pueden, en determinados casos, retrasar la convergencia en lugar de acelerarla. Así, por ejemplo, durante el período de calma experimentado por el SME entre 1987 y 1992, la participación de España, Italia y Portugal en el SME produjo fuertes entradas de capital en estos países, lo que les obligó a recortar sus tipos de interés demasiado rápidamente y, por lo tanto, retrasó la convergencia de sus tasas de inflación hacia los niveles existentes en los países centrales del SME. La credibilidad institucional de que gozaba el SME durante este período llevó a los mercados a confiar en que no se producirían devaluaciones a corto plazo. Esto, unido al atractivo diferencial de tipos de interés en favor de los países periféricos del SME, que reflejaba tanto sus mayores tasas de inflación como unas mezclas de política fiscal (excesivamente laxa) y monetaria (excesivamente restrictiva) desequilibradas, provocó fuertes entradas de capital que empujaron a las monedas periféricas hasta el límite superior de sus bandas de fluctuación. Los llamados *convergence games*, con los que los inversores apostaban por un rápido estrechamiento de los diferenciales de rendimiento entre los bonos de los países periféricos y los de los países centrales del SME, también contribuyeron a aumentar los flujos de capital hacia los primeros. Todo esto obligó a estos tres países a reducir sus tipos de interés para mantener sus monedas dentro de las bandas permitidas de fluctuación, lo que postergó la convergencia en materia de inflación[10].

La importancia de coordinar la política cambiaria

El uso de bandas anchas de fluctuación y la realización más frecuente de realinamientos de paridades reducen el riesgo de ataques especulativos, pues aumentan el peligro para los especuladores de una recuperación repentina de la moneda dentro de la banda. Pero, incluso con esta mayor flexibilidad, los sistemas regionales de tipos de cambio fijos pero ajustables serán atacados ocasionalmente si no están respaldados por un alto grado de convergencia macroeconómica y un claro compromiso

[9] Véase GROS y THYGESEN (1998).

[10] Véase GIAVAZZI y SPAVENTA (1990).

político por parte de los países miembros. Además, si estos sistemas se hacen demasiado flexibles, su razón de ser (efecto de disciplina, posible impacto de la estabilización cambiaria sobre la integración comercial y financiera regional) podría desaparecer. Si bien el SME de bandas anchas instaurado en 1993 aseguró un algo grado de estabilidad cambiaria hasta el lanzamiento de la UEM en 1999, esto reflejó en parte la prioridad política dada a la UEM y el ritmo acelerado de convergencia macroeconómica entre los países del SME que tuvo lugar durante este período, a lo que contribuyeron los ambiciosos programas de consolidación fiscal adoptados para cumplir los criterios de Maastricht.

Unificación monetaria para lograr la estabilidad

Una elevada movilidad internacional del capital puede actuar como detonante de un proceso de unificación monetaria. Las dificultades encontradas por los países de la UE en sus intentos de estabilizar los tipos de cambio intra comunitarios en un contexto de alta movilidad del capital acabaron convenciéndolos de que sólo la adopción de una moneda común garantizaría la estabilidad cambiaria que perseguían. Esto tuvo por efecto aumentar el compromiso político con el proyecto de la UEM.

El incentivo de lograr una reputación antiinflacionista

Otro incentivo importante que muchos países de la UE tenían para participar en la UEM era el deseo de importar credibilidad y estabilidad monetarias de los países centrales de la UE, en particular de Alemania. Esto les hizo más fácil recabar el necesario apoyo político a la decisión de renunciar a su soberanía monetaria y supone una diferencia fundamental con la situación de casi todas las regiones de integración americanas. En efecto, si se exceptúa la zona del TLCAN, ninguna de estas regiones posee un país grande con una sólida reputación antiinflacionista del que los demás países miembros puedan importar credibilidad monetaria. Esto podría conducir a algunas de ellas a considerar la dolarización oficial conjunta como estrategia de importación de credibilidad (de los Estados Unidos) e integración monetaria regional.

La importancia de los beneficios económicos netos

Algunos economistas sostienen que la UE no constituye un área monetaria óptima (AMO), con la posible excepción de sus países centrales (Alemania, Austria, Bélgica, Dinamarca, Francia, Holanda y Luxemburgo)[11]. Señalan que las perturbaciones asimétricas tienden a ser frecuentes y de magnitud importante en la UE, que la flexibilidad a la baja de precios y salarios y la movilidad laboral son escasas y que, en contraste con Estados Unidos, la UE no dispone de un sistema adecuado de transferencias fiscales intra regionales.

La idea de que hay una alta probabilidad de *shocks* asimétricos en la UE es, sin embargo, discutible. De hecho, las economías de la UE muestran un grado de diversificación económica mayor que el de las regiones de los Estados Unidos, lo que debería reducir la probabilidad de que sufran perturbaciones de tipo asimétrico[12]. Además, la UEM probablemente origine cambios estructurales en la zona euro que la harán más similar a un AMO, es decir, algunos de los criterios que deben satisfacerse para constituir un AMO podrían ser endógenos respecto del régimen monetario. En concreto, la UEM reducirá la incidencia de los *shocks* asimétricos porque los países miembros ya no pueden generar *shocks* individuales a través de sus políticas monetarias y cambiarias y porque estimulará el comercio intra-industrial, lo que tenderá a aumentar la diversificación productiva de cada uno de los países de la zona euro. La UEM también podría contribuir a aumentar la integración comercial y financiera en el seno de la zona euro[13]. Por último, la

[11] Véanse, por ejemplo, BAYOUMI y EICHENGREEN (1993), FELDSTEIN (1993) y KRUGMAN (1992).

[12] Véanse BINI-SMAGHI y VORI (1992) y COMISIÓN EUROPEA (1990). Para una panorámica de la contradictoria literatura existente acerca de la incidencia de los *shocks* asimétricos en la UE, véase KENEN (1995).

[13] Si bien la evidencia empírica acerca del efecto de la volatilidad de los tipos de cambio sobre los flujos comerciales y financieros no es concluyente, algunos estudios recientes sugieren que las uniones monetarias pueden tener un impacto importante sobre el volumen de comercio. Véase el apartado 5.

flexibilidad de salarios y precios podría incrementarse, dado que los trabajadores y las empresas ya no pueden esperar que las subidas excesivas sean acomodadas con devaluaciones de la moneda.

La importancia de los beneficios económicos netos que la UEM traerá a sus países miembros (beneficios a los que habría que añadir las posibles ventajas de índole política) dependerá en buena medida de hasta que punto esas reacciones endógenas se confirman. La idea de endogeneidad es también crucial a la hora de evaluar la conveniencia y perspectivas de integración monetaria regional en Latinoamérica.

La movilidad laboral intra-regional

La experiencia de integración de la UE muestra que la movilidad laboral intra-regional puede seguir siendo limitada, pese a la eliminación de los obstáculos legales a la libre circulación de los trabajadores, debido a diferencias lingüísticas y culturales y problemas de otro tipo. Como se explica en el apartado 4, exactamente lo contrario podría estar pasando en América Latina, donde unas regulaciones bastante restrictivas sobre inmigración de trabajadores parecen coexistir con una movilidad laboral internacional relativamente alta.

Los efectos de la coordinación de políticas

La experiencia de la UE sugiere que, por sí sola, la coordinación intra-regional de las políticas macroeconómicas, y en particular, la de las políticas fiscales, no evita fluctuaciones bruscas ocasionales de los tipos de cambio intraregionales. Los países latinoamericanos, por tanto, no deberían confiar demasiado en los efectos estabilizadores sobre los tipos de cambio de los incipientes esquemas regionales de coordinación macroeconómica creados recientemente.

El uso de reglas fiscales

La experiencia de la UE con el uso de reglas fiscales ha sido, hasta ahora, relativamente positiva. Los límites fiscales previstos en el Tratado de Maastricht han ayudado a consolidar las finanzas públicas de los países de la UE[14]. Ávidos de satisfacer el calendario de Maastricht para el lanzamiento de la UEM, los países de la zona euro redujeron sus déficit públicos, en promedio, en 3,5 puntos porcentuales del PIB entre 1993, el año en que el Tratado de Maastricht entró en vigor, y 1997, el año sobre el que se basaba la evaluación del cumplimiento de los criterios de convergencia para decidir qué países podrían participar en la UEM[15]. Es más, los déficit públicos continuaron disminuyendo hasta el final de la década de los años noventa, convirtiéndose en superávit en algunos casos. No obstante, el ritmo de consolidación presupuestaria parece haberse ralentizado en los últimos tres años, y existe un cierto temor de que, ahora que los países han satisfecho los requisitos para entrar en la zona euro, el incentivo para continuar los esfuerzos de consolidación fiscal se debilite. Y aunque el Pacto de Estabilidad y Crecimiento de 1998 ha reforzado el marco de coordinación fiscal de la UE, algunos dudan de que esto sea suficiente.

La experiencia de UE con la coordinación fiscal también muestra que no es fácil conseguir un equilibrio adecuado entre la necesidad de reforzar una unión monetaria con unas reglas fiscales mínimas y la necesidad de preservar cierto margen de maniobra fiscal a nivel nacional para responder a *shocks* de tipo asimétrico. Otra lección que cabe extraer de la UEM es que las reglas fiscales no funcionan si no existen fuertes incentivos políticos y unas instituciones centrales con capacidad de imponer sanciones que supervisen su cumplimiento.

La importancia del grado de integración y compromiso político

El apartado anterior sugiere una última enseñanza más general que se desprende de la experiencia de la UEM, y es la impor-

[14] La evidencia empírica corrobora la tesis de que la obligación de cumplir con las reglas de Maastricht explica en parte la consolidación fiscal observada durante este período. Véase VON HAGEN *et al.* (2001).

[15] Véase BUTI y GIUDICE (2002).

tancia de que exista un grado suficiente de integración y compromiso políticos para que la integración monetaria pueda llevarse a cabo. La UEM ha tenido lugar entre países con un nivel de integración política e institucional significativo y ha gozado de un elevado apoyo político y popular (pese a la difícil ratificación del Tratado de Maastricht en algunos de ellos). Estos niveles de integración política y respaldo social al proyecto de integración monetaria están ausentes en la mayoría de los países latinoamericanos.

4. Aplicación de la TAMO tradicional a las regiones de integración latinoamericanas

Con la perspectiva proporcionada por el análisis de la experiencia de la UEM, veamos ahora como se sitúan las regiones de integración americanas en términos de los criterios tradicionales de la TAMO. En este apartado también se consideran otros dos aspectos de relevancia, como son el grado de apertura financiera general (que difiere de la integración financiera intra-regional recalcada por la TAMO) y el grado de convergencia macroeconómica de los países de la región.

Interdependencia comercial

Cuanto mayor sea el grado de interpenetración comercial de un grupo de países, más sentido tendrá estabilizar sus tipos de cambio mutuos o adoptar una moneda común. La importancia económica del comercio de un país con su región depende, a su vez, de dos factores: el grado de apertura de su economía y el porcentaje de su comercio exterior que lleva a cabo con dicha región. Estos dos factores pueden combinarse teniendo en cuenta el porcentaje del PIB que el país en cuestión comercia con el resto de la región.

Los Cuadros 2 y 3 presentan datos recientes sobre la estructura geográfica del comercio exterior de las regiones americanas examinadas y de la zona euro como porcentaje del comercio total y del PIB, respectivamente. La primera columna del Cuadro 3 también proporciona datos sobre el grado de apertura comercial, medida ésta por el ratio (exportaciones + importaciones)/(PIB x 2). Los datos de la zona euro se refieren a 1998, el año anterior al lanzamiento de la UEM. La conclusión principal que emerge de estos cuadros es que, con la excepción de la zona del TLCAN, el grado de integración comercial de las regiones examinadas es mucho menor que el que los países de la zona euro tenían justo antes de comenzar la UEM.

Canadá y México comercian entre un cuarto y un tercio de su PIB con sus socios del TLCAN. Estos ratios son con diferencia los mayores de entre todos los países de la muestra y son incluso superiores a la media de la zona euro, que ronda el 20 por 100. Esto refleja tanto la alta proporción de su comercio que estos países llevan a cabo con Estados Unidos (aproximadamente el 80 por 100 en ambos casos) como su alto grado de apertura. Además, y como ilustra el Gráfico 1, el TLCAN parece estar propiciando una fuerte reorientación del comercio de México y Canadá hacia Estados Unidos, consolidando así un proceso que ya era evidente con anterioridad a la firma de dicho acuerdo. Estados Unidos es mucho menos dependiente del comercio con sus socios del TLCAN que Canadá y México (véanse los Cuadros 2 y 3) pero su orientación comercial hacia estos últimos muestra también una clara tendencia al alza desde la entrada en vigor del TLCAN.

Los países de Mercosur sólo se intercambiaron entre ellos, por término medio, el 6 por 100 de sus PIB en 2000. Esto refleja tanto la escasa apertura de sus economías como su grado intermedio de orientación comercial intra-regional. Aunque, con cerca de un 36 por 100, el ratio de comercio intra-regional sobre comercio total de Mercosur es bastante mayor que los de la Comunidad Andina y el MCCA, este ratio queda aún lejos de los que se observan en la región del TLCAN (65 por 100) y la zona euro (55 por 100). No obstante, dicho ratio se ha incrementado significativamente desde la creación de Mercosur (véase Gráfico 1). También debe señalarse que los promedios para el conjunto de Mercosur esconden diferencias importantes entre sus miembros. En un extremo, Paraguay no sólo tiene una economía bastante

CUADRO 2

INTERDEPENDENCIA COMERCIAL EN EL AÑO 2000*
(En % del comercio total)

	Comercio con:			
	Resto de la región	Estados Unidos	UE	Estados Unidos más región
Comunidad Andina	12,8	36,8	15,7	49,6
Bolivia	16,4	22,6	17,3	39,0
Colombia	15,3	42,1	18,0	57,4
Ecuador	15,6	34,9	18,2	50,4
Perú	9,3	28,8	21,0	38,1
Venezuela	5,9	46,4	8,1	52,3
Centroamérica[1]	14,1	46,2	11,6	60,3
Costa Rica	9,5	49,4	24,3	24,3
El Salvador	19,9	48,9	10,8	68,8
Guatemala	14,3	44,4	8,5	58,8
Honduras	7,4	63,2	6,0	70,5
Nicaragua	25,3	35,8	9,0	61,1
Panamá	8,1	35,4	11,2	43,5
Mercosur	36,2	15,2	19,4	51,3
Argentina	30,8	15,7	20,8	46,5
Brasil	13,9	23,5	25,9	37,4
Paraguay	55,9	12,2	13,6	68,1
Uruguay	44,1	9,2	17,4	53,3
TLCAN	64,5	—	11,0	64,5
Canadá	78,5	76,7	7,2	78,5
México	82,9	80,7	6,4	82,9
Estados Unidos	32,2	0,0	19,3	32,2
Pro memoria:				
Zona euro[2]	55,1			

NOTAS: * Exportaciones + importaciones.
[1] Países del MCCA más Panamá, que se espera ingrese pronto en el MCCA.
[2] Media simple de los porcentajes individuales de los países de la zona euro en 1998. Incluye Grecia.
FUENTES: ***Direction of Trade Statistics Yearbook (2001),*** **IMF; para la zona euro, Eurostat.**

abierta sino que es muy dependiente del comercio con sus socios de Mercosur, lo que produce una ratio de comercio intra-regional sobre el PIB similar a la de la zona euro. En el extremo opuesto está la economía brasileña, que es muy cerrada y sólo lleva a cabo el 14 por 100 de su comercio con sus socios de Mercosur.

El panorama del proceso de integración comercial es aún menos alentador en el caso de la Comunidad Andina. Sus países miembros sólo comercian aproximadamente el 3 por 100 del PIB entre ellos. Esto se explica por la combinación de una apertura intermedia y una orientación comercial intra-regional que es la más tenue de las observadas en las cuatro regiones analizadas y que tan sólo ha exhibido una débil tendencia al alza desde la firma del Acuerdo de Cartagena. Los países andinos comercian predominantemente con Estados Unidos y, en menor medida, con la UE (su comercio con la UE excede al

CUADRO 3

INTERDEPENDENCIA COMERCIAL EN EL AÑO 2000*
(En % del PIB)

	Comercio con:				
	Grado de apertura	Resto de la region	Estados Unidos	UE	Estados Unidos más región
Comunidad Andina	20,1	3,1	9,3	3,5	12,4
Bolivia	16,7	2,7	3,8	2,9	6,5
Colombia	15,2	2,3	6,4	2,7	8,7
Ecuador	35,2	5,5	12,3	6,4	17,8
Perú	13,2	1,2	3,8	2,8	5,0
Venezuela	20,2	1,2	9,4	1,6	10,6
Centroamérica[1]	45,5	5,8	20,3	4,5	26,1
Costa Rica	38,7	3,7	19,1	9,4	22,8
El Salvador	28,8	5,7	14,1	3,1	19,8
Guatemala	26,9	3,9	12,0	2,3	15,8
Honduras	77,1	5,7	48,7	4,6	54,4
Nicaragua	55,9	14,1	20,0	5,0	34,1
Panamá	21,7	1,8	7,7	2,4	9,5
Mercosur	14,5	6,1	2,0	2,6	8,1
Argentina	9,1	2,8	1,4	1,9	4,2
Brasil	9,4	1,3	2,2	2,4	3,5
Paraguay	25,1	14,0	3,1	3,4	17,1
Uruguay	14,4	6,3	1,3	2,5	7,7
TLCAN	25,3	18,7	—	2,2	18,7
Canadá	36,1	28,4	27,7	2,6	28,4
México	29,7	24,6	24,0	1,9	24,6
Estados Unidos	10,2	3,3	0,0	2,0	3,3
Pro memoria:					
Zona euro[2]	35,4	19,5			

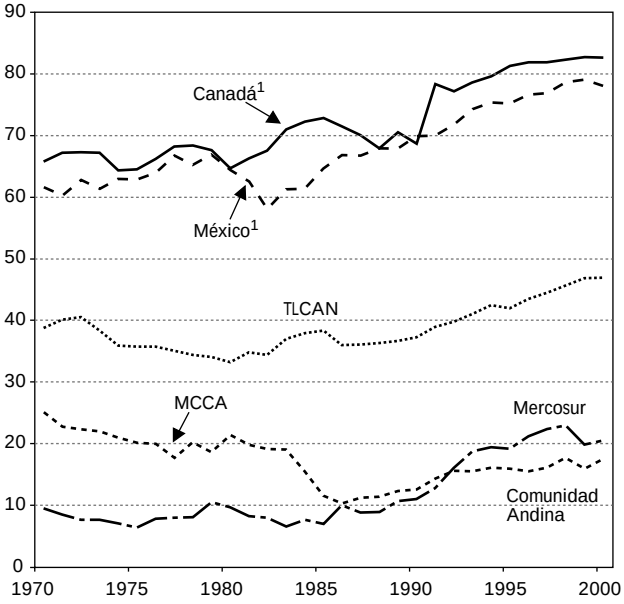
NOTAS: * Exportaciones + importaciones/PIB x 2
[1] Países del MCCA más Panamá, que se espera ingrese pronto en el MCCA.
[2] Media simple de los porcentajes individuales de los países de la zona euro en 1998. Incluye Grecia.
FUENTES: ***Direction of Trade Statistics Yearbook, 2001,*** **IMF; para la zona euro, Eurostat,**

intra-regional). Algunos de ellos también comercian de manera significativa con Brasil y otros países de Mercosur. Bolivia, por ejemplo, comercia con Mercosur dos veces más que con sus socios andinos.

Los países del MCCA también comercian muy poco entre ellos (sólo un 14 por 100 de su comercio y un 6 por 100 de sus PIBs en 2000). Llevan a cabo cerca de la mitad de su comercio con los países del TLCAN. Esta débil integración comercial refleja en parte, sin embargo, los efectos negativos de dos décadas de conflictos en la región. A principios de los años setenta, estos países efectuaban el 25 por 100 de su comercio entre ellos pero, durante los años setenta y ochenta, las tensiones políticas entre Honduras y El Salvador y las guerras civiles de El Salvador, Nicaragua y Guatemala provocaron un serio desplome del comercio intra-regional (véase Gráfico 1). El fin de estas confrontaciones militares y la decisión de los países

GRÁFICO 1

RATIOS DE COMERCIO INTRA-REGIONAL, 1970-2001
(En % del comercio total)*



NOTAS: * Exportaciones + importaciones.
1 Comercio con sus socios del TLCAN en porcentaje del comercio total.
FUENTE: FMI.

centroamericanos de revitalizar el proceso de integración regional con la firma del Protocolo de Tegucigalpa en 1991 han conducido a una recuperación muy significativa de la ratio de comercio intra-zonal, si bien dicha ratio permanece por debajo del máximo alcanzado a principios de los años setenta. Tras la adopción por el MCCA en marzo de 2002 de un ambicioso plan de creación de una unión aduanera para enero de 2004, cabe esperar que el comercio intra-regional retorne en los próximos años por lo menos a los niveles de 1970, con lo que podría llegar a superar el 10 por 100 del PIB. Dicho ratio estaría muy por encima de los de Mercosur y la Comunidad Andina pero seguiría siendo menor que los de la región del TLCAN y la zona euro.

En suma, cuando uno mira el grado de integración comercial, y con la excepción de la zona del TLCAN, es difícil presentar un argumento convincente en favor de la integración monetaria de las regiones examinadas.

Frecuencia de los *shocks* asimétricos

Como argumenta la TAMO, una elevada incidencia de perturbaciones económicas de tipo asimétrico aumenta los costes de prescindir del tipo de cambio como instrumento de ajuste. Los estudios econométricos disponibles indican que en el continente americano los *shocks*, tanto de demanda y como de oferta, tienden a ser asimétricos y grandes. Por consiguiente, tampoco este criterio parece justificar la formación de uniones monetarias en las regiones analizadas.

En un concocido estudio, Bayoumi y Eichengreen (1994) estimaron un modelo de vectores autoregresivos para separar los *shocks* de demanda de los de oferta y tratar de evaluar así la conveniencia de la unificación monetaria en distintas partes del mundo. Sus resultados muestran una escasa correlación de las perturbaciones experimentadas dentro de cualquier grupo de países americanos durante el período 1969-1989. Esto es particularmente cierto para los países de Mercosur y del TLCAN. Estos autores no sólo detectaron una escasa correlación de las perturbaciones nacionales sino que además observaron que las perturbaciones en América tendían a ser de una importante magnitud, lo que hace aún menos aconsejable la integración monetaria (tanto para un grupo de países como para el conjunto del continente). Bayoumi y Eichengreen concluyeron que, con la excepción de las regiones de Estados Unidos (que ya disponen de una moneda común), sólo los países centrales de la UE y dos grupos de países asiáticos parecían aptos para la unificación monetaria sobre la base de este criterio.

Un problema con el trabajo de Bayoumi y Eichengreen es que el período de observación sólo cubre en el caso de los países americanos hasta 1989, con lo que no capta la creación de Mercosur ni la entrada en vigor del TLCAN. Desde entonces, y como ya se ha señalado, la integración de los países del TLCAN

y, en menor medida, la de Mercosur, se ha intensificado, lo que podría reducir la probabilidad de que estas regiones sufran *shocks* asimétricos. Para superar esta limitación, Arora (1999) actualizó las estimaciones hasta 1998 usando exactamente la misma técnica que Bayoumi y Eichengreen, pero obtuvo las mismas conclusiones.

Los estudios que se han concentrado en la relación entre Canadá y Estados Unidos arrojan resultados similares a los de Bayoumi y Eichengreen (1994) y Arora (1999)[16]. Dichos estudios muestran que, aunque estos dos países están altamente integrados, tienden a experimentar *shocks* asimétricos con relativa frecuencia. Esto refleja en parte las profundas diferencias estructurales que existen entre ellos. Aunque Canadá ha conseguido diversificar significativamente sus exportaciones desde la Segunda Guerra Mundial, los productos primarios todavía representan más del 35 por 100 de sus exportaciones y un 10 por 100 de su PIB. En consecuencia, Canadá está mucho más expuesto a *shocks* en su relación real de intercambio que los Estados Unidos. Es más, como Canadá es un exportador neto de productos primarios mientras que Estados Unidos es un importador neto de dichos productos, sus relaciones reales de intercambio tienden a moverse en sentido contrario en respuesta a cambios en los precios internacionales de las materias primas[17]. Todo esto es importante para Latinoamérica porque, mientras que Canadá siga oponiéndose a entrar en una unión monetaria con Estados Unidos, la unificación monetaria de los tres países del TLCAN será improbable, lo que a su vez puede tener implicaciones para las opciones monetarias abiertas a otros países del continente, y en particular para las de Centroamérica.

Los estudios econométricos sobre Mercosur y la Comunidad Andina también muestran bajas correlaciones tanto de las perturbaciones como de las condiciones cíclicas nacionales. En concreto, Licandro Ferrando (1998) observó que los *shocks* sufridos por los países de Mercosur eran menos simétricos que los experimentados por los países de la UE, y Fernández Valdovinos (2002) detectaron un bajo grado de co-movimiento de los ciclos económicos de los países de Mercosur, Bolivia y Chile. Las estimaciones de Pineda y Pineda (2002), por otro lado, revelan un bajo grado de sincronización cíclica en los países de la Comunidad Andina.

Tras separar los períodos de 1975-1989 y 1990-1997, Licandro Ferrando (1998) descubrió que el coeficiente de correlación de las perturbaciones sufridas por los PIB argentino y brasileño había tendido a aumentar con el tiempo, lo que podría indicar que la profundización de la integración de Mercosur está haciendo los *shocks* menos asimétricos. Carrera *et al*. (1998) y Ahumada y Martirena-Mantel (2001), por su parte, detectaron un aumento de la sincronización cíclica de los países de Mercosur durante la década de los años noventa. Pero sólo el tercero de estos estudios capta la crisis brasileña de 1999 y ninguno cubre la actual crisis argentina, dos crisis que han afectado a Brasil y Argentina con muy diferente intensidad. Tampoco recogen el hecho de que en 2000 la economía brasileña se recuperó vigorosamente al tiempo que la argentina (y la uruguaya) permanecían en recesión. La ampliación de los períodos de observación a estos años, por tanto, probablemente muestre correlaciones menores para el período más reciente.

Apertura financiera internacional

La mayoría de los países latinoamericanos presentan en la actualidad unas regulaciones bastante liberales sobre movimientos internacionales de capital. Aunque muchos reintrodujeron restricciones (especialmente sobre las salidas de capital) durante la crisis de la deuda de los años ochenta, en los noventa tuvo lugar en Latinoamérica un proceso bastante generalizado de liberalización de la cuenta de capital.

Los cinco mayores países latinoamericanos, en particular, han eliminado en los últimos 12 años la mayoría de sus controles de capital. Argentina liberalizó plenamente sus flujos de capital en los años noventa en el contexto de la Ley de Conver-

[16] Véanse DESERRES y LALONDE (1994), ROGER (1991) y MURRAY (1999).
[17] Véase ROGER (1991).

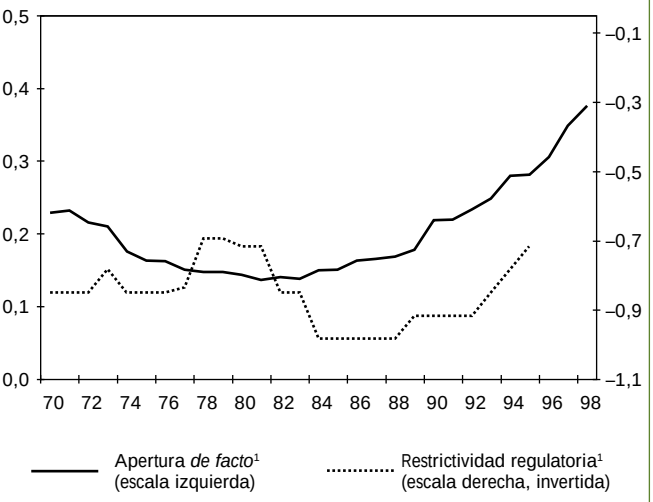
tibilidad, aunque ha vuelto a imponer restricciones durante la actual crisis financiera. México ha eliminado progresivamente casi todas sus restricciones desde mediados de los años noventa para hacer frente a los compromisos asumidos con la firma del TLCAN y la entrada en la OCDE. Chile suprimió entre 1998 y 2001 los controles de capital que aún mantenía, en particular el depósito no remunerado sobre ciertas entradas de capital a corto plazo y la norma que impedía la repatriación antes de un año de ciertas inversiones extranjeras, controles que tenían por objeto limitar los flujos especulativos a corto plazo. Brasil conserva algunas restricciones que afectan básicamente a los movimientos a corto plazo y ciertas transacciones con títulos financieros, pero sus regulaciones son en general bastante permisivas.

El FMI ha calculado recientemente índices de apertura financiera internacional para una amplia muestra de países, así como promedios para las principales regiones, para el período 1970-1998[18]. El FMI utiliza dos tipos de medidas. Una mide el grado de restrictividad de las regulaciones sobre movimientos de capital y se basa en la información suministrada al FMI por sus países miembros en el contexto del Informe Anual sobre Regímenes de Cambio y Restricciones Cambiarias. La otra estima el grado de apertura *de facto* a partir de los *stocks* de activos y pasivos exteriores expresados como porcentaje del PIB, bajo el supuesto de que cuanto mayor sea la integración financiera internacional mayores tenderán a ser dichos *stocks*. Los resultados obtenidos para Latinoamérica se recogen en el Gráfico 2. Ambas medidas dan para Latinoamérica una apertura financiera superior a la media de los países en desarrollo. También confirman que, tras el período de reintroduccion de restricciones de la primera mitad de los años ochenta, ha tenido lugar un rápido aumento del grado de apertura financiera de Latinoamérica (véase la forma de U del Gráfico 2).

En resumen, los países latinoamericanos han alcanzado un grado relativamente elevado de apertura financiera internacional. Esto tiene al menos dos implicaciones para las perspectivas de integración monetaria del continente. En primer lugar, las áreas de integración latinoamericanas deberían abstenerse de todo intento de estabilizar sus tipos de cambio intra-regionales a través de sistemas de fijación ajustable. Como se indicó en el apartado 3, la experiencia del SME y de las economías emergentes desaconseja la adopción de dichos sistemas en presencia de una alta movilidad internacional del capital, sobre todo cuando no se ven respaldados por compromisos institucionales firmes y un mínimo de convergencia macroeconómica. No obstante, y ésta es la segunda implicación, la intensidad de los flujos especulativos que dicha apertura financiera conlleva en ocasiones podría conducir un día a algunas regiones latinoamericanas a adoptar una moneda común como única forma de evitar fluctuaciones cambiarias intra-regionales, al igual que ocurrió en la UE en los años noventa.

GRÁFICO 2

APERTURA FINANCIERA INTERNACIONAL DE AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE 1970-1998



NOTA: [1] Para la definición de las medidas de apertura *de facto* y restrictividad, véase el texto principal.
FUENTE: Base de datos para las *Perspectivas de la Economía Mundial*, FMI.

[18] Véase IMF (2001).

Integración financiera intra-regional

La TAMO sugiere que un alto grado de movilidad intra-regional de los factores productivos es un importante prerequisito para la formación de una unión monetaria[19]. Esto se refiere tanto al factor capital como al factor trabajo. Este subapartado examina la cuestión de la integración financiera intra-regional y el siguiente la de la movilidad laboral. La integración financiera intra-regional debe distinguirse de la apertura financiera internacional o global analizada en el subapartado anterior. Mientras que, como se ha señalado, una alta integración financiera internacional proporciona un argumento en contra de la utilización de mecanismos regionales de tipos de cambio ajustables, una fuerte integración financiera intra-regional contribuye a amortiguar los efectos de los *shocks* asimétricos, lo que reduce el coste de renunciar al tipo de cambio como instrumento de ajuste.

Como ha puesto de relieve Ingram (1973), en un área financieramente integrada, cuando la demanda se desvía de una región a otra, la movilidad del capital facilita la financiación del déficit por cuenta corriente que se genera en la región que padece la caída de la demanda y, por tanto, puede actuar como un sustituto parcial de un ajuste del tipo de cambio. En el corto plazo, los bancos de dicha región pueden mantener el poder de compra de sus clientes con préstamos financiados mediante transferencias de sucursales o bancos situados en la región que se beneficia del *shock* de demanda o, simplemente, con fondos tomados prestados en los mercados de capitales del área. Asimismo, las empresas de la región que sufre la caída de la demanda y que son sucursales o filiales de empresas situadas en la otra región pueden tomar prestado de estas últimas. El aumento de las necesidades de financiación de la región en dificultades no debería hacer subir sus tipos de interés muy por encima de los de la otra región pues cualquier pequeño tensionamiento de dichos tipos atraerá flujos de capital substanciales de la segunda región que tenderán a reequilibrar la situación. De acuerdo con Ingram, esto explica la aparente suavidad con la que opera el mecanismo de pagos inter-regionales dentro de un país y un proceso similar puede darse entre países que presentan un alto grado de integración financiera.

Por desgracia, con la excepción de la zona del TLCAN, todas las regiones examinadas parecen combinar un alto índice de apertura financiera global con un bajo nivel de integración financiera intra-regional. La elevada y creciente integración financiera de México con sus socios del TLCAN contrasta marcadamente, por ejemplo, con el bajo nivel de imbricación financiera entre los países de Mercosur. Mientras que México recibe la mayor parte de sus entradas de capital, incluidas unas dos terceras partes de la inversión extranjera directa (IED), de Estados Unidos y Canadá, la mayoría de los flujos financieros internacionales recibidos por Mercosur tienen lugar con países terceros. Por ejemplo, cerca del 80 por 100 de los flujos bancarios internacionales recibidos por Mercosur en la segunda mitad de los años noventa procedían de la UE, Estados Unidos, Canadá, y Japón[20].

Además, y en contraste con lo ocurrido en la UE, la internacionalización de la banca latinoamericana está teniendo lugar no tanto a través de la consolidación de los sectores bancarios nacionales de cada región sino con entidades bancarias de centros financieros extra-regionales (fundamentalmente con bancos estadounidenses y europeos) que gozan de costes de explotación menores y una mejor reputación. La única excepción es México, ya que, en este caso, la adquisición de bancos locales por parte de entidades estadounidenses implica un aumento de la integración financiera dentro de la región del TLCAN. En Mercosur, en cambio, este proceso está aumentando las conexiones de los sistemas financieros nacionales con los de Estados Unidos y la UE. Aunque existen algunos casos de interpenetración bancaria entre Argentina y Brasil, la mayoría de las adquisiciones de bancos locales en Mercosur han sido realizadas por bancos de países desarrollados[21]. Esto significa que la internacionalización de la banca está aumentando la integración finan-

[19] Véase MUNDELL (1961).

[20] Véase LEVY YEYATI y STURZENEGGER (2000b).

[21] Véase LEVY YEYATI y STURZENEGGER (2000a).

ciera intra-regional muchos menos en Mercosur que en la zona del TLCAN. También con relación a este criterio, pues, Mercosur aparece como una región menos apta para la integración monetaria que el área del TLCAN.

Aunque sólo se dispone de información parcial respecto de la Comunidad Andina y Centroamérica, parece ser que la mayor parte de la inversión extranjera en instituciones financieras de estas regiones ha sido llevada a cabo por entidades de países desarrollados[22]. En Centroamérica, los vínculos con instituciones financieras de Estados Unidos son en algunos casos bastante significativos. Esto es particularmente cierto en Panamá, donde 100 años de dolarización oficial, liberalización total de la entrada de capital extranjero en el sistema financiero y fuerte presencia económica y política de Estados Unidos han contribuido a crear lazos muy estrechos entre los sistemas bancarios y de pagos de ambos países[23].

Movilidad laboral

El funcionamiento de una unión monetaria puede verse facilitado si existe un alto grado de movilidad de los trabajadores en su interior. Si la movilidad laboral es elevada, cuando una disminución de la productividad u otra perturbación negativa provoca una caída de la producción y los salarios reales de un país, los trabajadores de dicho país pueden emigrar a otros países de la unión monetaria, lo que suaviza el proceso de ajuste. Esto puede ser importante cuando los salarios son rígidos a la baja y los mercados laborales nacionales funcionan ineficientemente. Si bien la situación varía considerablemente dependiendo del país, algunos estudios sugieren que los mercados laborales y salarios latinoamericanos son rígidos.[24] Las tasas de desempleo relativamente altas que se dan en Latinoamérica incluso en períodos de expansión económica también apuntan en esta dirección[25].

¿En qué medida se ve compensada esta rigidez laboral y salarial por la movilidad intra-regional de los trabajadores? En cuanto al marco regulatorio, las regiones examinadas apenas han liberalizado la circulación de los trabajadores, lo que contrasta con la situación de la UE. El TLCAN, en particular, no incluye ninguna cláusula dirigida a facilitar el flujo de trabajadores mexicanos hacia Estados Unidos y Canadá. De hecho, una de las consideraciones que motivaron la firma del TLCAN fue precisamente el deseo de limitar la emigración de trabajadores ilegales mexicanos a Estados Unidos mediante la liberalización del comercio y el fomento del desarrollo económico en México. En el caso de la Comunidad Andina, el MCCA y Mercosur, aunque los tratados fundacionales contemplan como objetivo la libre circulación de trabajadores y la armonización gradual de los regímenes nacionales de seguridad social, los avances conseguidos en estas áreas han sido hasta ahora bastante modestos [26].

Sin embargo, pese a este restrictivo marco legal, los flujos migratorios intra-continentales, especialmente los flujos entre Latinoamérica y Estados Unidos, han sido relativamente importantes. Esto sugiere que la movilidad laboral intra-regional (sobre todo en el seno de la zona del TLCAN) probablemente se infravalore si tan sólo se tienen en cuenta las normativas de inmigración. Como indica el Cuadro 4, el número de latinoamericanos residentes en Estados Unidos aumentó en 2,7 millones entre 1970 y 1980 y en 4 millones más entre 1980 y 1990. De los casi 8,4 millones de inmigrantes latinoamericanos que vivían en Estados Unidos en 1990, más del 50 por 100 eran mexicanos y cerca del 13 por 100 eran de origen centroamericano. Según el *Current Population Survey* de Estados Unidos, el número de latinoamericanos con residencia en dicho país había pasado a 13,1 millones en 1997 (un incremento adi-

[22] Para el caso de Colombia, véase BARAJAS *et al.* (1999).
[23] Véase MORENO-VILLALAZ (1999).
[24] Véanse, por ejemplo, los estudios de MÁRQUEZ (1997) y GALIANI y NICKELL (1998), que comparan los mercados de trabajo latinoamericanos con los de los países desarrollados. No obstante, CAMARGO (1997) sostiene que la alta rotación y dispersión salarial mostrada por el mercado laboral brasileño sugiere que es bastante flexible.
[25] Véase TEMPRANO ARROYO (2002; páginas 24-25).
[26] Véase TEMPRANO ARROYO (2002).

CUADRO 4

NÚMERO DE INMIGRANTES LATINOAMERICANOS Y CARIBEÑOS EN ESTADOS UNIDOS 1970-1990

País de origen	1970		1980		1990	
	Inmigrantes	% del total	Inmigrantes	% del total	Inmigrantes	% del total
Sudamérica	234.233	13,6	493.950	11,3	871.678	10,4
México y Centroamérica	873.624	50,6	2.530.440	57,7	5.391.943	64,4
de los cuales: México	759.711	44,0	2.199.221	50,2	4.298.014	51,3
El Salvador	15.717	0,9	94.447	2,2	465.433	5,6
Caribe y otros	617.551	35,8	1.358.610	31,0	2.107.181	25,2
de los cuales: Cuba	439.048	25,4	607.814	13,9	736.971	8,8
República Dominicana	61.228	3,5	169.147	3,9	347.858	4,2
Jamaica	68.576	4,0	196.811	4,5	334.140	4,0
Total	**1.725.408**	**100,0**	**4.383.000**	**100,0**	**8.370.802**	**100,0**

FUENTE: VILLA y MARTÍNEZ PIZARRO (2000).

cional de 4,7 millones respecto de 1990), lo que ya representaba el 50 por 100 de los extranjeros que vivían en Estados Unidos. La emigración latinoamericana hacia Canadá también ha sido considerable[27].

Una región latinoamericana que exhibe una movilidad laboral particularmente elevada con relación a su población total es Centroamérica (véase Gráfico 3). La mayoría de los emigrantes centroamericanos tienen por destino Estados Unidos, si bien los trabajadores nicaragüenses han tendido a emigrar predominantemente a Costa Rica. Entre los factores que explican los elevados índices de migración de Centroamérica, cabe mencionar el alto grado de inestabilidad política, la frecuencia de guerras y catástrofes naturales, y las fuertes diferencias de renta per cápita (tanto con respecto a Estados Unidos como dentro de Centroamérica)[28].

En definitiva, si bien las regiones analizadas han hecho poco por facilitar la circulación interna de sus trabajadores, existe un grado significativo de movilidad laboral *de facto*, sobre todo entre los países del TLCAN, entre Centroamérica y dichos países y, en menor medida, entre los países centroamericanos. Esto es casi exactamente lo contrario de lo que parece ocurrir en la UE, donde pese a la liberalización total de la circulación de trabajadores y la adopción de medidas tendentes a homologar los sistemas de seguridad social y facilitar la transferencia de derechos de pensión, los flujos migratorios intra-comunitarios han sido decepcionantes.

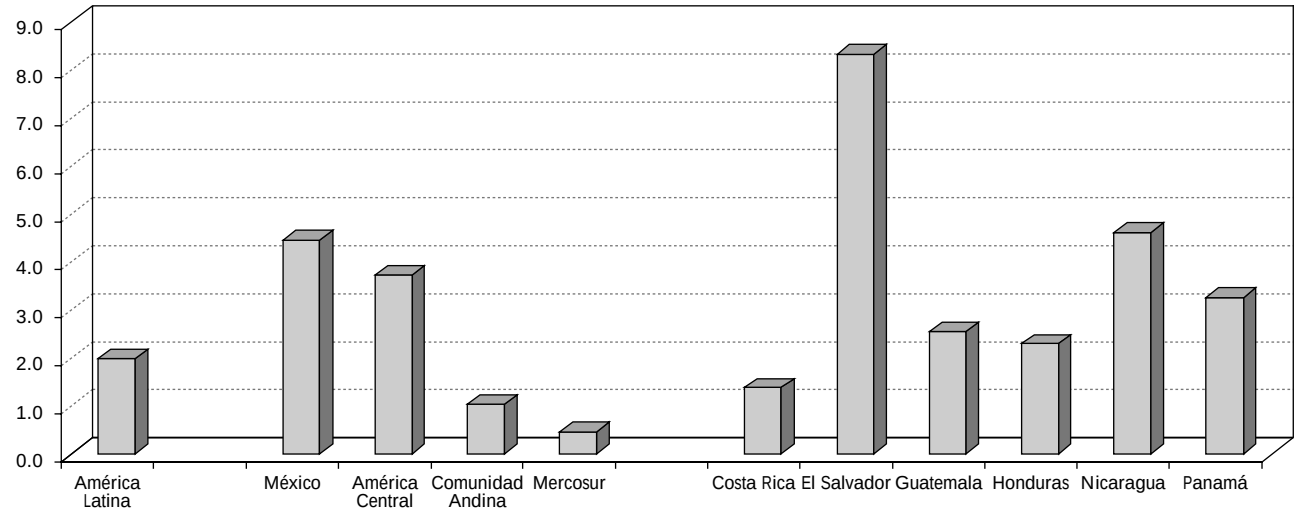
¿Cómo pueden explicarse estas paradojas? Parece ser que las diferencias idiomáticas y culturales, el elevado coste de la vivienda en las ciudades, la existencia de mecanismos de protección social generosos (como el subsidio de desempleo) y una mayor sincronización cíclica de las economías tienden a reducir la predisposición a emigrar de los trabajadores de la UE (y su necesidad de hacerlo). En Latinoamérica, en cambio, la afinidad de lenguas y culturas facilita la emigración, y la elevada incidencia de *shocks* políticos y económicos (a menudo de carácter asimétrico), junto con sistemas de seguridad social poco desarrollados, obligan muchas

[27] VILLA y MARTÍNEZ PIZARRO (2000).

[28] STEIN *et al.* (1999) detectaron una correlación negativa entre emigración y crecimiento económico en Centroamérica.

GRÁFICO 3

TASAS DE EMIGRACIÓN EN AMÉRICA LATINA, 1990*



NOTA: * Emigrantes residentes en otros países americanos en % de la población del país de origen.
FUENTE: CEPAL.

veces a la gente a abandonar sus países en busca de una vida mejor pese a la existencia de leyes de inmigración restrictivas[29]. En el caso de la emigración a Estados Unidos, el argumento de la afinidad cultural no es de aplicación pero las diferencias de renta son tan enormes y la perspectiva de éxito económico tan atrayente que parecen compensar con creces los obstáculos legales a la emigración. Además, los problemas idiomáticos y culturales están perdiendo importancia a medida que los inmigrantes latinoamericanos desarrollan comunidades en las ciudades estadounidenses donde recrean su cultura y forma de vida, hablan la lengua materna y mantienen lazos familiares[30]. Estas comunidades actúan como «polos de atracción» para nuevos inmigrantes latinoamericanos, lo que tiende a aumentar la movilidad internacional de los trabajadores.

Transferencias fiscales intra-regionales

Otro requisito para que un grupo de países constituya un AMO es la existencia de un mecanismo de transferencias fiscales entre ellos. Dicho mecanismo puede ser utilizado para aliviar los efectos de posibles *shocks* asimétricos, reduciéndose así los costes de renunciar a los ajustes de los tipos de cambio intra-regionales. La existencia de un sistema federal de transferencias fiscales parece haber contribuido de manera significativa al éxito de la unión monetaria de Estados Unidos. Sala i Martín y Sachs (1992), por ejemplo, muestran cómo en Estados Unidos una reducción de un dólar en la renta de un Estado se traduce en una disminución de 34 centavos en sus pagos de impuestos al gobierno federal y en un aumento de 6 centavos

[29] Véanse VILLA y MARTÍNEZ PIZARRO (2000) y PELLEGRINO (2000).
[30] Es más, en muchas ciudades estadounidenses con importantes comunidades de emigrantes latinoamericanos, las autoridades facilitan las cosas mediante la aplicación del bilingüismo oficial.

en las transferencias que recibe de dicho gobierno. Estudios posteriores han obtenido estimaciones algo menores del efecto del ciclo económico sobre las transferencias netas del gobierno federal[31] pero, en general, confirman la importante función estabilizadora a nivel regional del presupuesto federal de Estados Unidos.

Pues bien, ninguna de las regiones aquí consideradas posee un mecanismo de transferencias fiscales intra-regionales. De hecho, estas regiones ni siquiera han creado un presupuesto común. Por consiguiente, ninguna de ellas satisface este criterio de la TAMO. Sin embargo, tampoco puede decirse que la UE lo cumpla. La UE ha establecido los llamados fondos estructurales (agrícola, regional y social) y de cohesión pero el presupuesto comunitario sigue representando menos del 2 por 100 del PIB de la UE y, por lo tanto, no es apto para ser utilizado para amortiguar el efecto de *shocks* regionales de tipo asimétrico.

Convergencia y volatilidad macroeconómicas

Suele argumentarse que antes de que un grupo de países puedan contemplar seriamente la integración monetaria deben alcanzar un mínimo grado de convergencia macroeconómica entre ellos. El Cuadro 5 muestra, para el período 1999-2001, el nivel de convergencia macroeconómica de cada una de las regiones examinadas. Los indicadores seleccionados para medir dicha convergencia son tres de los previstos en el Tratado de Maastricht, concretamente el saldo presupuestario como porcentaje del PIB, la ratio deuda pública/PIB y la tasa de inflación. A efectos de comparación, la parte baja del Cuadro 5 también muestra los niveles registrados por dichos indicadores en la zona euro en 1998, es decir, el año antes del lanzamiento de la UEM. El Cuadro 6, por su parte, contiene las desviaciones típicas de dichos indicadores para cada región.

Durante los últimos 10 años, los países latinoamericanos han reducido de manera importante sus niveles y diferenciales de inflación. No obstante, tanto los niveles como la dispersión de las tasas de inflación siguen siendo, con la excepción de los países del TLCAN, entre cuatro y ocho veces superiores a los que la zona euro mostraba en 1998. Además, se espera que la inflación se acelere fuertemente en Argentina, Paraguay, Uruguay y Venezuela en 2002 debido a las intensas depreciaciones sufridas por sus monedas nacionales dicho año.

En cuanto a los criterios de convergencia fiscal, se estima que tan sólo cinco de los países latinoamericanos analizados acabaron 2001 con déficit fiscales por debajo del límite del 3 por 100 del PIB previsto por el Tratado de Maastricht. Sin embargo, con la excepción de unos pocos países altamente endeudados (Ecuador, Honduras, Nicaragua y Panamá), todos los países respetaron aquel año el criterio de convergencia de Maastricht para la deuda pública. Si se mira la situación por regiones, Centroamérica es la región con peores indicadores de convergencia fiscal, tanto en términos de niveles medios como en términos de dispersión. En el extremo opuesto se encuentra la zona del TLCAN, que presenta déficit fiscales e indicadores de dispersión fiscal menores que los que tenía la zona euro en 1998.

En resumen, con la excepción de los países del TLCAN, el grado de convergencia macroeconómica logrado por las regiones examinadas sigue siendo insuficiente para proceder a la integración monetaria. Pero eso no es todo. Los países latinoamericanos se caracterizan además por un alto índice de volatilidad macroeconómica. Las tasas de crecimiento económico e inflación de América Latina son dos veces más volátiles que las de los países industrializados y más volátiles que las de cualquier otra región de países en desarrollo, salvo África y el Oriente Medio[32]. Esto refleja en parte el precario y volátil acceso de los países latinoamericanos a los mercados internaciona-

[31] Véase, por ejemplo, PISANI-FERRY, ITALIANER y LESCURE (1993).

[32] Véanse BANCO INTERAMERICANO DE DESARROLLO (1995) y GAVIN *et al.* (1996).

CUADRO 5

INDICADORES DE CONVERGENCIA MACROECONÓMICA, 1999–2001*

	Deficit público[1]			Deuda pública / PIB[2]			Inflación[3]		
	1999	2000	2001**	1999	2000	2001**	1999	2000	2001**
Comunidad Andina	–3,7	–1,2	–3,5	61,2	54,5	53,0	19,3	24,1	8,7
Bolivia	–3,5	–3,8	–6,6	58,0	55,1	55,2	3,1	3,4	0,9
Colombia	–5,6	–3,5	–3,3	38,2	42,4	43,0	9,2	8,8	7,7
Ecuador	–7,0	1,6	1,4	123,0	95,4	84,4	60,7	91,0	22,3
Perú	–3,0	–3,2	–2,4	48,0	45,9	46,5	3,7	3,7	–0,1
Venezuela	0,6	3,0	–6,4	38,6	33,6	35,9	20,0	13,4	12,5
Centroamérica	–2,7	–2,9	–5,0	92,9	89,4	86,1	6,4	7,1	5,8
Costa Rica	–3,8	–4,4	–3,4	53,6	49,4	45,9	10,1	10,2	11,0
El Salvador	–2,6	–2,8	–4,4	34,7	36,2	39,6	–1,0	4,3	1,4
Guatemala	–3,0	–2,0	–2,1	27,1	25,6	27,2	4,9	5,1	8,9
Honduras	1,4	0,8	–2,5	80,0	77,0	74,1	11,6	10,5	8,8
Nicaragua	–7,0	–8,1	–14,7	289,0	278,0	256,4	11,2	11,6	4,7
Panamá	–1,4	–0,7	–3,1	72,8	69,9	73,2	1,5	0,7	0,3
Mercosur	–5,8	–4,5	–4,0	40,3	42,8	46,1	4,2	4,8	5,1
Argentina	–4,2	–3,6	–5,0	43,5	47,2	51,2	–1,8	–0,7	–1,3
Brasil	–10,0	–4,6	–5,2	51,0	50,4	55,0	8,9	6,0	9,4
Paraguay	–4,7	–5,7	–1,8	26,4	28,0	29,1	5,4	8,6	8,5
Uruguay	–4,1	–4,0	–4,0	40,4	45,7	49,0	4,2	5,1	3,6
TLCAN	–1,6	0,4	–0,2	56,8	50,7	48,7	5,9	5,2	2,2
Canadá	1,6	3,2	2,8	74,9	66,3	61,5	2,6	3,2	0,7
México	–7,1	–3,7	–3,8	46,7	42,1	42,5	12,3	8,9	4,4
Estados Unidos	0,8	1,7	0,4	48,9	43,7	42,0	2,7	3,4	1,6
Pro memoria:									
Zona euro (1998)[4]	–2,1			73,4			1,1		

NOTAS: * Para las regiones, medias aritméticas simples de las cifras individuales de los países miembros. ** Estimaciones.

[1] Para la mayor parte de los países, déficit del sector público consolidado no financiero. Para Ecuador, Guatemala y Nicaragua, incluye el saldo quasi–fiscal del banco central. Para El Salvador, incluye gasto en reconstrucción. Para México, «saldo aumentado» tal como lo define el FMI.

[2] En el caso de Honduras y Nicaragua, incluye sólo la deuda pública externa.

[3] Tasas interanuales en diciembre de cada año respecto de diciembre del año anterior.

[4] Para la inflación, Indice de Precios al Consumo Armonizado publicado por el Banco Central Europeo.

FUENTES: FMI, Banco Mundial, Comisión Europea y autoridades nacionales.

les de capitales, su alta dependencia de las exportaciones de productos primarios y la naturaleza procíclica de sus políticas fiscales[33].

Como deja patente el Cuadro 7, tomado de Buti y Giudice (2002), durante las tres últimas décadas el crecimiento económico ha sido mucho más volátil en Latinoamérica que en la zona euro. Mientras que en la zona euro la desviación típica promedio de dicho crecimiento, en puntos porcentuales, fue 2,4 en el período 1970-2001 y cayó por debajo de 2 en las últimas dos décadas, la de América Latina alcanzó 4,4 en

[33] Véase GAVIN *et al* (1996), quienes argumentan que estos factores interaccionan de un modo negativo y producen una especie de círculo vicioso.

CUADRO 6

INDICES DE DISPERSIÓN MACROECONÓMICA INTRA-REGIONAL (Desviaciones típicas de los valores de los países miembros)

	Déficit público / PIB 2001	Deuda pública / PIB 2001	Inflación 2001
Comunidad Andina	2,9	16,9	8,2
Centroamérica.....	4,4	78,1	4,0
Mercosur.....	1,3	10,0	4,3
TLCAN.....	2,7	9,1	1,6
Pro memoria:			
Zona euro (1998)	2,1	30,4	1,0

FUENTES: FMI, Banco Mundial, autoridades nacionales y Comisión Europea.

CUADRO 7

VOLATILIDAD MACROECONÓMICA EN AMÉRICA LATINA Y EN LA ZONA EURO

Desviación promedio[1]	1970-2001	1970-1980	1981-1990
América Latina[2].....	4,4	3,5	4,6
Zona euro	2,4	2,7	1,9

NOTAS: [1] Promedio de las desviaciones típicas de las tasas de crecimiento del PIB en los países miembros.
[2] Latinoamérica incluye aquí Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, México, Perú y Venezuela.
FUENTE: BUTI y GIUDICE (2002).

1970-2001 y no muestra una tendencia clara. Esta inestabilidad macroeconómica, junto con la falta de convergencia macroeconómica y la gran apertura financiera internacional, hacen que sea peligroso tratar de estabilizar los tipos de cambio regionales en Latinoamérica mediante sistemas de tipos de cambio fijos pero ajustables.

5. Aplicación de otros criterios relevantes

El análisis del apartado precedente sugiere que, basándose en los criterios tradicionales propuestos por la TAMO, ni Mercosur, ni la Comunidad Andina, ni el MCCA están en condiciones de aventurarse en un proceso de integración monetaria.

La situación en la zona del TLCAN es algo distinta. Estos países (especialmente Canadá y México en relación con Estados Unidos) presentan una elevada integración comercial y financiera, han alcanzado un alto grado de convergencia macroeconómica y exhiben *de facto* una gran movilidad del factor trabajo a través de sus fronteras, pese a que los trabajadores mexicanos siguen enfrentándose a obstáculos legales significativos a la hora de emigrar a Estados Unidos. Estos países (incluido México desde 1995) también hacen gala de una considerable estabilidad macroeconómica. Por todo ello, se podría argumentar que se aproximan bastante a un AMO. Sin embargo, los países del TLCAN también se caracterizan por tener estructuras productivas y de exportación muy diferentes, lo que tiende a producir frecuentes *shocks* asimétricos, y no han establecido ningún mecanismo intra-regional de transferencias fiscales. Además, y al igual que en la otras tres regiones, su gran apertura financiera internacional hace poco factible la estabilización cambiaria vía sistemas clásicos de fijación ajustable. Los lideres políticos de estos países y buena parte de la literatura económica han tendido a enfatizar el alto riesgo de perturbaciones asimétricas y a usarlo como argumento en contra de la integración monetaria de esta región.

Ahora bien, la TAMO tradicional no tiene en cuenta una serie de aspectos relevantes. Las conclusiones sobre la conveniencia de la integración monetaria en Latinoamérica podrían verse alteradas, al menos para algunas regiones, una vez que otros factores propuestos por la literatura más reciente, como el grado de dolarización *de facto*, la necesidad de algunos países de importar credibilidad monetaria y la posible endogeneidad de los criterios de la TAMO, son incorporados al análisis. También podrían verse afectadas una vez que el criterio de interdependencia comercial es ampliado para tener en cuenta la posibilidad de que la región en cuestión adopte la moneda

de un socio comercial importante y estable. Tras incorporar estos nuevos criterios, esta sección concluye que no sólo los países del TLCAN sino quizás también Centroamérica podrían reunir las condiciones para proceder a una integración monetaria basada en el dólar. La introducción de estos nuevos criterios, sin embargo, no afecta a la conclusión de que ninguna de las regiones debería adoptar sistemas de fijación ajustable de los tipos de cambio.

El grado de dolarización *de facto*

Como ha puesto de relieve la literatura reciente sobre la dolarización[34], cuando una economía presenta un elevado índice de dolarización *de facto*, las ventajas de mantener un tipo de cambio flotante se ven seriamente mermadas. En primer lugar, estas economías suelen tener una elevada proporción de sus pasivos denominada en dólares[35]. En particular, una gran parte de los préstamos bancarios y de la deuda pública están denominados en dólares o indiciados a dicha moneda. En estas condiciones, una depreciación de la moneda puede hacer mucho daño al sector bancario, como lo evidencia la reciente experiencia argentina. Aunque los bancos no mantengan posiciones cortas en moneda extranjera, cuando la moneda nacional experimenta una depreciación importante de forma repentina, muchas empresas y familias no son capaces de seguir pagando a los bancos sus deudas denominadas en dólares, lo que puede llevar a algunos bancos a la quiebra. Además, como mucha de la deuda pública está en dólares, la depreciación aumentará fuertemente el servicio de la deuda del gobierno, deteriorando la situación fiscal. En segundo lugar, cuando una economía está altamente dolarizada, la depreciación tenderá a trasladarse rápidamente a los precios internos pues, en dichas economías, los precios y los salarios suelen presentar un alto grado de indiciación al tipo de cambio (los precios de muchos contratos están definidos en dólares). Por consiguiente, las depreciaciones sólo producirán una depreciación efímera del tipo de cambio real y, por tanto, tendrán un impacto limitado sobre la balanza por cuenta corriente. Tan sólo provocarán una aceleración de la inflación y podrían empujar a la economía hacia una nociva espiral de inflación y depreciación cambiaria.

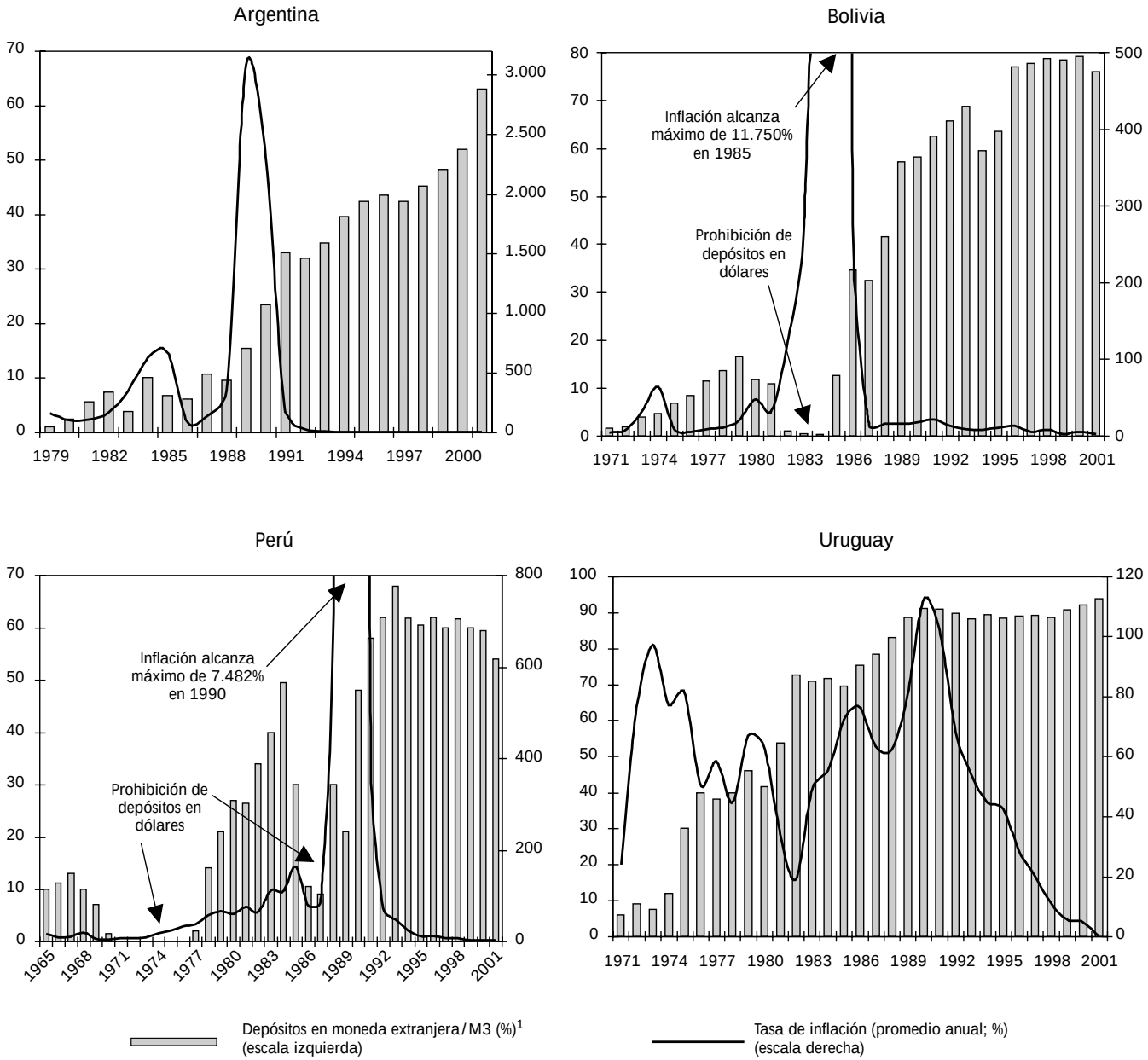
Este tipo de consideraciones son pertinentes pues muchas economías latinoamericanas presentan un alto y, en algunos casos creciente, índice de dolarización *de facto*. Un estudio realizado por Baliño *et al*. (1999) observó que en 1995 cinco países latinoamericanos (Argentina, Bolivia, Costa Rica, Perú y Uruguay) estaban *de facto* «altamente dolarizados», en el sentido de que el ratio de sus depósitos bancarios en moneda extranjera sobre la oferta monetaria ampliada (M3) era superior al 30 por 100. Datos más recientes señalan que los ratios de dolarización siguieron aumentando o se mantuvieron en niveles elevados en muchos países latinoamericanos durante la segunda mitad de los años noventa y los primeros años de la década actual. Esto fue especialmente notorio en las economías más dolarizadas de Sudamérica, incluida la argentina, hasta la reciente decisión gubernamental de reconvertir a pesos los balances bancarios (véanse los cuatro paneles superiores del Gráfico 4). En Uruguay y Bolivia, los depósitos en dólares representaban a finales del año 2001 cerca del 90 por 100 y el 80 por 100, respectivamente, de la oferta monetaria ampliada. En Perú y Argentina estos ratios rondaban el 60 por 100. El dólar también se utiliza frecuentemente en muchos países latinoamericanos como unidad de denominación del precio de bienes duraderos como los coches y la vivienda y, en algunos países, como medio de pago. En Perú, por ejemplo, cerca del 30 por 100 del efectivo retirado en los cajeros automáticos y del 35 por 100 de las transacciones

[34] Véanse, por ejemplo, BERG y BORENSZTEIN (2000), HAUSMANN (1999), HAUSMANN *et al.* (1999), SCHULER (1999) y BOGETIC (2000).

[35] De acuerdo con HAUSMANN (1999) y CALVO (1999), la elevada «dolarización de pasivos» observada en muchas económicas latinoamericanas (así como en otras economías emergentes) se explica por la combinación de una ausencia de mercados de capitales a medio y largo plazo en moneda local (que a menudo es una moneda débil) y unas fuertes necesidades de inversión. Prácticamente los únicos créditos a largo plazo disponibles (con independencia de que los prestamistas sean extranjeros o nacionales) son los denominados en moneda extranjera, por lo general en dólares.

GRÁFICO 4

RATIOS DE DOLARIZACIÓN Y TASAS DE INFLACIÓN EN ALGUNOS PAÍSES LATINOAMERICANOS (En %)

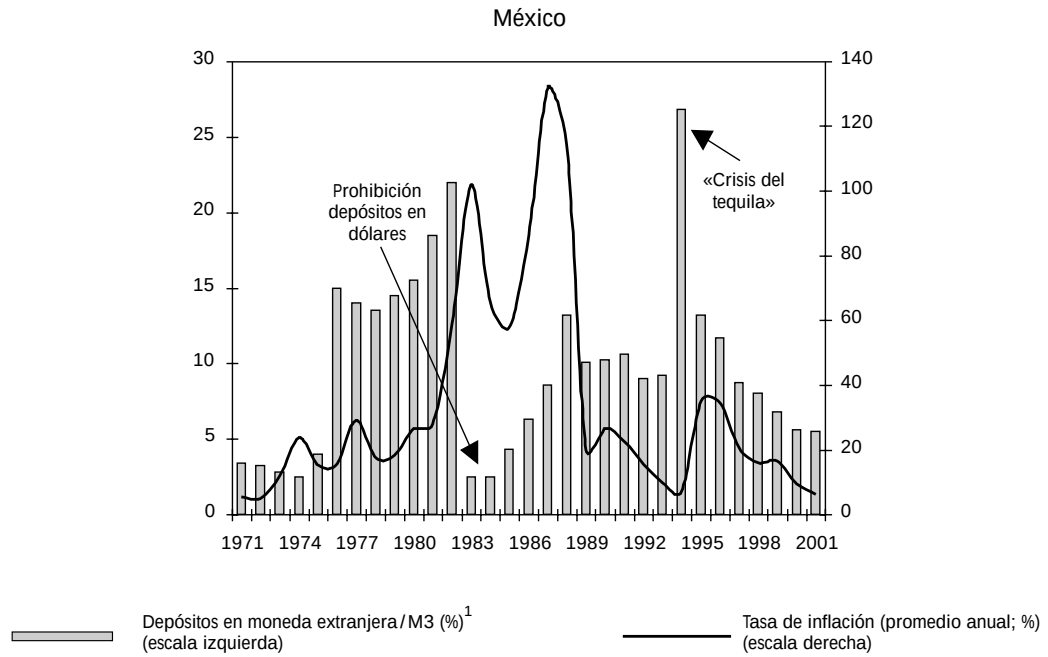


[1] Excluye depósitos en moneda extranjera mantenidos fuera del país. Para Perú, depósitos en moneda extranjera en porcentaje de los depósitos totales.

FUENTES: Estadísticas Financieras Internacionales (FMI), bancos centrales nacionales, SAVASTANO (1996) y ARMAS (2002).

GRÁFICO 4 (cont.)

RATIOS DE DOLARIZACIÓN Y TASAS DE INFLACIÓN EN ALGUNOS PAÍSES LATINOAMERICANOS (En %)



[1] Excluye depósitos en moneda extranjera mantenidos fuera del país. Para Perú, depósitos en moneda extranjera en porcentaje de los depósitos totales.
FUENTES: Estadísticas Financieras Internacionales (FMI), bancos centrales nacionales, SAVASTANO (1996) y ARMAS (2002).

efectuadas con tarjetas de crédito en 2001 tuvieron lugar en dólares[36].

Los ratios de dolarización también han aumentado de manera significativa en Centroamérica desde mediados de los años noventa. Según los datos compilados por el Consejo Monetario Centroamericano, el ratio promedio del cuasi-dinero denominado en dólares sobre la M2 en los países centroamericanos excluidos Guatemala y Panamá pasó de un 27 por 100 en 1995 a un 55 por 100 en 2001. Asimismo, todos los países centroamericanos para los que se disponía de información tenían sus *stocks* de deuda pública altamente dolarizados (véase el Cuadro 8).

Además de este elevado grado de dolarización *de facto*, cuatro países latinoamericanos (Ecuador, El Salvador, Guatemala y Panamá) han declarado al dólar moneda de curso legal. Panamá lleva oficialmente dolarizado desde 1904, año en que firmó un Tratado de Asociación Monetaria con Estados Unidos[37]. Ecuador, como ya se ha indicado, anunció en enero de 2000 la dolarización oficial de su economía en medio de una profunda crisis económica y financiera. En

[36] Véase ARMAS (2002).

[37] Para un análisis de la experiencia de Panamá con la dolarización oficial, véase MORENO-VILLALAZ (1999).

CUADRO 8

RATIOS DE DOLARIZACIÓN EN CENTROAMÉRICA, 1995-2001
(En %)

País	Cuasi-dinero denominado en moneda extranjera (en % de la M2)[1]							Deuda pública en dólares (% del total)
	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001[2]	
Costa Rica	32,6	33,5	34,9	38,9	40,0	40,7	44,3	45,1
El Salvador	4,7	6,0	7,6	7,9	8,0	8,3	81,4	57,2
Guatemala	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	2,5	84,7
Honduras	16,2	23,4	21,3	22,1	22,9	24,2	28,1	91,9
Nicaragua	54,7	60,3	61,4	64,6	63,1	65,6	66,6	n.a.
Media simple para la región excluyendo Panamá	**27,0**	**30,8**	**31,3**	**33,4**	**33,5**	**34,7**	**55,1**	**69,7**

NOTAS: [1] El cuasi-dinero incluye cuentas de ahorro y depósitos a plazo, asi como certificados de depósito y otros títulos a corto plazo de elevada liquidez.
[2] Estimaciones.
FUENTES: Consejo Monetario Centroamericano. Los datos sobre la deuda pública proceden de STEIN *et al.* (1999).

diciembre de ese mismo año, Guatemala convirtió al dólar en moneda paralela de curso legal. Por último, en enero de 2001, El Salvador decidió dolarizar completamente su economía y se estima que a finales de dicho año más del 80 por 100 de la M2 estaba denominada en dólares (véase Cuadro 8). Otros países latinoamericanos, en particular Costa Rica y Argentina durante la presidencia de Menem (véase más adelante), también han expresado en el pasado interés por la dolarización oficial.

No obstante, debe señalarse que en Brasil y México, las dos mayores economías de Latinoamérica, así como en Chile, los ratios de dolarización se encuentran en la actualidad en niveles relativamente bajos. En México, dicho ratio ha caído desde un máximo del 26 por 100 alcanzado durante la «crisis del tequila» de 1995 a cerca del 5 por 100 a finales de 2001 (véase el Gráfico 4). La escasa dolarización de Brasil contrasta fuertemente con la alta dolarización de sus socios de Mercosur. Un factor que parece haber contribuido a mantener en niveles moderados la dolarización en estos tres países es la profusa utilización de instrumentos financieros denominados en moneda local pero indiciados a la tasa de inflación o al tipo de cambio[38].

El alto grado de dolarización *de facto* mostrado por muchos países latinoamericanos y los problemas que dicha dolarización plantea con un tipo de cambio flotante han llevado a algunos economistas a proponer la dolarización oficial conjunta como estrategia de integración monetaria regional e incluso continental[39]. El debate ha ganado fuerza con la reciente crisis argentina, en el contexto de la cual la dolarización oficial ha sido a menudo presentada como la principal alternativa a la estrategia de flotación y repesificación adoptada por el gobierno Duhalde en enero de 2002. Ya en 1999, cuando Argentina sufría el contagio de la crisis del real brasileño, el presidente Menem había lanzado la idea de adoptar el dólar como única

[38] Sobre este punto, véase BALIÑO *et al.* (1999), que también advierten sobre los riesgos de basarse excesivamente en este tipo de instrumentos.
[39] Por ejemplo, LEVY-YEYATI y STURZENEGGER (2000b) sugieren esta posibilidad para Mercosur y STEIN *et al.* (1999) y BERG, BORENSZTEIN y MAURO (2002) para Centroamérica. DORNBUSCH (1999), BARRO (1999) y HAUSMANN (1999) proponen la dolarización oficial para todo el continente americano.

moneda de curso legal. Si bien se trataba en parte de una amenaza táctica dirigida a los mercados financieros con el fin de limitar las expectativas de devaluación, lo cierto es que las autoridades argentinas llegaron a discutir esta posibilidad con el Tesoro y la Reserva Federal estadounidenses. Hasta ahora, el gobierno estadounidense ha mantenido en público una actitud neutral sobre la posible dolarización oficial por parte de otros países. Aunque no ha descartado la idea de concluir acuerdos bilaterales para compartir las ganancias de señoreaje con los países que decidan dolarizar sus economías, ha rechazado la posibilidad de actuar como prestamista de última instancia de dichos países o de incluirles en su sistema de supervisión bancaria[40].

El éxito o fracaso de la estrategia de repesificación escogida por el gobierno argentino depende crucialmente de su capacidad de persuadir a la población para que abandone el dólar y retome el peso como única moneda local. Como muestra el Gráfico 4, durante los dos años que precedieron a la caída (en diciembre 2001) del gobierno de De la Rua, el ratio de los depósitos en dólares sobre la M3 había aumentado abruptamente debido a las expectativas de devaluación. El restablecimiento de la confianza en el peso puede resultar difícil, especialmente en el contexto actual de volatilidad cambiaria, crisis financiera y agitación social. Dada la falta de confianza de la población en el peso, la repesificación obligatoria de los activos y pasivos bancarios y otros contratos (como, por ejemplo, los de alquiler) decidida por el gobierno ha tenido que reposar en parte en la indiciación de los contratos a la inflación.

Las dificultades que las autoridades argentinas están experimentando en su intento de repesificar la economía reflejan un fenómeno más general observado en muchos países en desarrollo y países en transición, y es la fuerte inercia o «histéresis» que tienen los procesos de sustitución de monedas. La evidencia empírica sugiere que, una vez que un proceso de sustitución de monedas se expande, es difícil dar marcha atrás. En América Latina, la dolarización se desarrolló durante los períodos de alta inflación de los años setenta y ochenta pero, como ya se ha mencionado, permaneció a niveles elevados e incluso se intensificó durante los noventa pese a las drásticas y duraderas reducciones de la inflación logradas por un buen numero de países[41]. Como indica el Gráfico 4, este comportamiento asimétrico de los procesos de sustitución de monedas ha sido particularmente notorio en Argentina, Bolivia, Perú y Uruguay. La misma irreversibilidad se observa en muchos países en transición pese a los éxitos recientemente cosechados en materia de estabilización macroeconómica. Esto es especialmente cierto en el caso de los nuevos estados independientes del Cáucaso y el Asia Central[42], los países en transición de Indochina y los países balcánicos. En Croacia, por ejemplo, pese a haber mantenido la inflación a nivel de país industrializado desde 1994, tres cuartas partes de los balances bancarios siguen denominados en, o indiciados a, monedas extranjeras (fundamentalmente el euro)[43].

La histéresis que caracteriza el proceso de dolarización implica que, aunque para economías latinoamericanas relativamente cerradas y que no comercian mucho con Estados Unidos, la estrategia óptima sea desdolarizar y flotar la moneda, esto puede ser difícil de implementar. En ese caso, y dados los problemas que los tipos flotantes ocasionan en economías altamente dolarizadas, puede ser preferible para algunos de estos países mantener un tipo de cambio estable frente al dólar. Pero puesto que, en condiciones de alta movi-

40 Véase US SENATE (1999a). En noviembre de 1999, dos senadores estadounidenses introdujeron un proyecto de ley que pretendía facilitar la dolarización oficial en los países en desarrollo mediante la posibilidad de compartir las rentas de señoreaje con los países que decidiesen dolarizar sus economías (véanse US SENATE, 1999b y 1999c), pero esta propuesta no llegó a ser discutida por el Congreso.

41 Véanse GUIDOTTI y RODRIGUEZ (1992), SAVASTANO (1996) y BALIÑO *et al.* (1999).

42 Véanse MORGARDINI y MUELLER (2000).

43 En la antigua Yugoslavia, la sustitución de monedas se había acelerado fuertemente durante el período de alta inflación y desintegración política que precedió a las guerras yugoslavas de los años noventa. Para un análisis del proceso de sustitución de monedas en los países en transición de Europa Central y Oriental, véase SAHAY y VÉGH (1996).

lidad internacional del capital, los regímenes de fijación ajustable del tipo de cambio no son sostenibles, estos países pueden verse obligados a elegir entre tres opciones básicas: la dolarización oficial, una CdC basada en el dólar y una unión monetaria con Estados Unidos. Ahora bien, como ha puesto de manifiesto el hundimiento de la CdC argentina, las CdC también son vulnerables a los ataques especulativos, especialmente si no se acompañan de políticas adecuadas. Además, dada la estricta ligazón que existe entre la base monetaria y las reservas de divisas en una CdC, estos ataques conducen a menudo a una contracción de la base monetaria y un alza de los tipos de interés, lo que tiende a deprimir la actividad económica y crea tensiones en el sistema bancario[44]. Si bien las CdC tienen una serie de ventajas respecto a la dolarización oficial (el país mantiene su propia moneda, lo que puede considerarse políticamente importante, no pierde el señoreaje y conserva la opción de modificar el régimen monetario), presentan los mismos problemas de rigidez (pérdida del tipo de cambio como instrumento de ajuste) y ausencia de prestamista de última instancia y, en contraste con la dolarización oficial, no tienen la virtud de eliminar las crisis cambiarias. Además, tras la experiencia de Argentina con su CdC, no parece existir en la actualidad mucho entusiasmo en Latinoamérica por este régimen cambiario. Si los intentos de desdolarización fracasan, pues, algunos países latinoamericanos altamente dolarizados podrían acabar decantándose por la dolarización oficial o la unión monetaria con Estados Unidos.

Problemas de credibilidad

En países que padecen una profunda y arraigada falta de credibilidad monetaria, puede merecer la pena la adopción de un régimen que les permita importar reputación antiinflacionista de un banco central que goce de ella. En principio, esto podría conseguirse mediante cualquier régimen de fijación fuerte y creíble de la moneda nacional a la emitida por dicho banco central. Sin embargo, dados los problemas que acarrean los tipos de cambio fijos pero ajustables y el desencanto con las CdC tras la crisis argentina, las opciones más evidentes que se le ofrecen a un país latinoamericano que desee importar credibilidad y estabilidad monetarias son la adopción de una divisa fuerte como moneda de curso legal y la participación en una unión monetaria con un país que emita tal moneda[45].

La crisis argentina ilustra bien los retos que se le plantean a un país que experimenta un problema de credibilidad. Los gobiernos argentinos han alterado con tanta frecuencia el régimen monetario y los contratos financieros, haciendo a veces anuncios contradictorios, congelando los depósitos bancarios, repesificando préstamos y depósitos a tipos de cambio diferentes de los de mercado e incumpliendo sus obligaciones respecto del servicio de la deuda, que han dañado seriamente su credibilidad. Algunos economistas sostienen que en estas circunstancias ningún régimen monetario, por bien diseñado que esté, será creíble mientras que las autoridades mantengan poder discrecional sobre él y que, por consiguiente, sólo la transferencia del control monetario a una institución externa con reputación antiinflacionista podrá restablecer la credibilidad[46].

La falta de credibilidad monetaria en Latinoamérica, sin embargo, no se limita a Argentina. Durante décadas, muchos países de esta región han padecido episodios recurrentes de alta inflación e inestabilidad económica y política. De hecho, y como muestra el Cuadro 9, tomado de Alesina, Barro y Tenreyro (2002), América Latina es con diferencia la región en desarrollo que ha registrado en las últimas décadas las mayores y más volátiles tasas de inflación. Durante el período 1970-

[44] Durante la década de los años noventa, la CdC argentina padeció este tipo de problemas varias veces como consecuencia del contagio de las crisis mexicana, brasileña y de otros mercados emergentes.

[45] Las ventajas de importar credibilidad han sido subrayadas por la literatura reciente sobre regímenes cambiarios. Para una incorporación formal de este criterio en un modelo de AMO, véase ALESINA y BARRO (2000).

[46] Véase, por ejemplo, SACHS (2002) con relación a la crisis argentina.

CUADRO 9

NIVEL Y VARIABILIDAD DE LA INFLACIÓN, 1970-1990
(Basado en datos anuales; en %)

	Nivel de inflación (promedios)	Variabilidad de la inflación (desviaciones típicas)
Países en desarrollo:		
África	16,3	13,9
Asia	17,4	14,0
Europa	6,9	6,6
Oriente Medio	19,7	28,4
América Latina y Caribe	98,6	251,2
Países industriales	9,8	4,6

18 países con peores registros

Nivel de inflación		Variabilidad de la inflación	
Nicaragua	1.168,4	*Nicaragua*	3.196,5
Bolivia	702,4	*Bolivia*	2.684,4
Perú	530,7	*Perú*	1.575,3
Argentina	430,8	*Argentina*	749,0
Brasil	288,4	*Brasil*	589,4
Vietnam	212,6	Chile	170,3
Uganda	107,5	Vietnam	159,6
Chile	106,9	Israel	95,4
Camboya	80,4	Camboya	63,4
Israel	78,2	Uganda	63,1
Uruguay	62,2	Mozambique	51,6
Congo, R.D.	48,7	Somalia	49,7
Líbano	44,3	Omán	45,6
Laos	41,6	Líbano	40,6
México	41,0	Kuwait	38,3
Mozambique	40,9	*Uruguay*	38,1
Somalia	39,9	Guinea-Bissau	37,0
Turquía	39,4	*México*	36,9

FUENTE: ALESINA, BARRO y TENREYRO (2002).

1990, la inflación media en Latinoamérica y su desviación típica media fueron del 100 por 100 y el 250 por 100, respectivamente, tasas muy superiores a las de la región con las segundas mayores tasas de inflación y volatilidad (Oriente Medio). De hecho, los países que durante este período tuvieron las cinco mayores tasas de inflación y las cinco inflaciones más variables eran todos latinoamericanos y siete países latinoamericanos se encontraban entre los 18 países peor situados con relación a ambos indicadores. En la medida en que esta experiencia histórica sea sintomática de una falta crónica de disciplina monetaria, los países latinoamericanos parecen, pues, buenos candidatos para la adopción de regímenes cambiarios dirigidos a la importación de credibilidad monetaria de otro país.

En algunos casos, la falta de credibilidad de una política monetaria independiente con un tipo de cambio flotante puede

derivarse en parte de la existencia de un alto grado de dolarización *de facto*. Como en econonomías altamente dolarizadas la depreciación del tipo de cambio puede fácilmente provocar una espiral de inflación-depreciación, la población puede temer dicha espiral, generándose así un proceso de expectativas autorealizables.

Como se ha mencionado anteriormente, el deseo de importar credibilidad del Bundesbank alemán constituyó para muchos países de la UE una motivación importante a la hora de decidir su integración en el SME y, posteriormente, la zona euro. Pues bien, con la excepción del área del TLCAN, ninguna de las regiones de integración del continente americano dispone de un país grande con un historial sólido de estabilidad monetaria del que los demás socios puedan importar credibilidad. Esta es una diferencia clave con la zona euro y uno de los principales inconvenientes de las propuestas tendentes a establecer uniones monetarias a la UEM en dichas regiones. Se cree que una de las razones por las que la cumbre de Mercosur de febrero de 2002 barajó la idea de una moneda común fue el posible interés del gobierno argentino por aumentar la credibilidad de su recién establecido régimen de flotación. No obstante, y pese a los indudables progresos en materia de estabilización macroeconómica realizados por Brasil desde 1999 y el bajo nivel actual de credibilidad monetaria en Argentina, parece improbable que Argentina consiga importar mucha credibilidad de tal unión monetaria.

Dentro del continente americano, el único país del que los países latinoamericanos podrían importar credibilidad antiinflacionista es Estados Unidos. Los dos regímenes con los que estas ganancias de credibilidad podrían ser mayores son una unión monetaria con los Estados Unidos y la dolarización oficial. La primera de estas opciones tendría la ventaja de permitir al país en cuestión participar en los órganos de decisión de la Reserva Federal, acceder a su ventanilla de descuento y ser cubierto por el sistema de supervisión financiera estadounidense, pero podría no gozar del apoyo político de Estados Unidos. La dolarización oficial, en cambio, podría decidirse unilateralmente, si bien parece preferible hacerlo en el marco de un tratado monetario bilateral con Estados Unidos que podría conceder al país en cuestión ciertos privilegios, como por ejemplo la posibilidad de que Estados Unidos comparta las ganancias asociadas de señoreaje.

Las posibles ganancias de credibilidad que se derivarían de una unión monetaria con Estados Unidos o de la dolarización oficial, y las ventajas de estabilizar el tipo de cambio y eliminar las crisis cambiarias, deben de ser comparadas con los costes de dichos regímenes, en particular con la pérdida del tipo de cambio como instrumento de ajuste y con la dificultad para abandonar esos regímenes en caso de que la evolución económica del país en cuestión diverja excesivamente de la de Estados Unidos. A estos costes habría que sumar, en el caso de la dolarización oficial, como ya se ha apuntado, la pérdida del prestamista de última instancia y de los ingresos por señoreaje[47]. En el caso de economías que ya están de hecho altamente dolarizadas, las ventajas de estabilizar el tipo de cambio tenderán a ser, como se ha dicho, importantes, mientras que algunos de los costes de la dolarización oficial tenderán a ser menores. En concreto, la pérdida anual de señoreaje y el coste de convertir el *stock* existente de moneda nacional en dólares serán menores pues una parte importante de la oferta monetaria ya está denominada en dólares. La dificultad para salirse del régimen, por su parte, es menos relevante en esas economías pues, dado la difícil reversibilidad de la dolarización *de facto*, las opciones de régimen monetario disponibles serán en cualquier caso limitadas.

En cambio, en el caso de economías que no están altamente dolarizadas, no comercian mucho con Estados Unidos o experimentan frecuentes *shocks* asimétricos respecto de dicho país, los costes de «comprar» credibilidad monetaria mediante la adopción del dólar pueden ser excesivos. Además, algunos países podrían oponerse por razones políticas a renunciar a su propia moneda. Dichos países deberían, por lo tanto, contemplar otras formas de generar la deseada credibilidad, tales como la aplicación perseverante de políticas macroeconómicas pruden-

[47] Para un análisis pormenorizado de los pros y los contras de la dolarización oficial, véase BERG y BORENSZTEIN (2000).

tes, la adopción de regímenes de objetivos directos sobre la inflación, y la concesión de un alto grado de autonomía a sus bancos centrales. También podrían tratar de ganar credibilidad y conseguir una desinflación rápida fijando temporalmente sus monedas al dólar mediante un régimen de tipo de cambio fijo convencional o una CdC. Pero en este caso deberían diseñar una estrategia para salirse de dichos regímenes en el momento más propicio, antes de que se hagan insostenibles[48].

Los países latinoamericanos en búsqueda de credibilidad monetaria también podrían, en teoría, adoptar el euro o fijar temporalmente su moneda al euro o a una cesta de monedas que incluya tanto el euro como el dólar[49]. Aunque la trayectoria antiinflacionista del Banco Central Europeo es más corta que la de la Reserva Federal, su independencia y objetivos estatutarios, la disciplina fiscal impuesta por el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, y la reputación heredada del Bundesbank hacen de él una institución de similar credibilidad. Y podría argumentarse que, en el caso de países que comercian más con la UE que con Estados Unidos (por ejemplo, los de Mercosur), los regímenes cambiarios basados en el euro (o en la fijación a una cesta dólar-euro) tienen más sentido que los basados exclusivamente en el dólar. Ahora bien, cuando se comparan los méritos relativos de la euroización y la dolarización oficiales, debe tenerse en cuenta que la dolarización tendría la ventaja de aprovechar el alto grado de dolarización *de facto* ya existente en Latinoamérica. Desde un punto de vista práctico, la euroización sería más complicada pues los países latinoamericanos no están euroizados sino dolarizados. La euroización requeriría convertir una porción mayor del efectivo en circulación y cambiar la denominación de un *stock* mucho mayor de activos financieros y contratos. Además, si bien el euro es visto en general como una moneda fuerte y fiable, el éxito a la hora de convencer a la población de dichos países de pasar del dólar (y la moneda nacional) al euro no estaría garantizado.

Endogeneidad

Otra limitación de la TAMO tradicional es que, como se señaló en el apartado 3, no tiene en cuenta que la integración monetaria de un grupo de países puede desencadenar cambios en sus economías que las hagan más aptas para la participación en un área monetaria integrada. Dicho de otro modo, aunque un grupo de países no cumpla *ex-ante* los requisitos para constituir un AMO podría satisfacerlos *ex-post*. En concreto, la creación de una unión monetaria puede contribuir a profundizar la integración comercial y financiera y a aumentar la correlación de los ciclos económicos de sus países miembros. Como ya se ha indicado, cierta evidencia empírica parece corroborar esta hipótesis[50]. De acuerdo con algunos economistas, no obstante, lo contrario también puede llegar a ser cierto: una región puede no cumplir *ex-post* los criterios de la TAMO pese a haberlos cumplido *ex-ante*[51].

La idea de la endogeneidad tiene mucho en común con la «visión monetarista» en el contexto del proceso de integración europea. También está en la mente de los que defienden una incorporación temprana del Reino Unido a la zona euro argu-

[48] Un estudio realizado por el FMI sobre «estrategias de salida» (EICHENGREEN *et al.,* 1998) sugiere que el mejor momento para abandonar un régimen de tipo de cambio fijo es cuando la moneda experimenta tensiones apreciadoras, lo que suele ocurrir cuando la estabilización macroeconómica consigue restablecer la credibilidad y las entradas de capital aumentan.

[49] Entre julio de 1992 y septiembre de 1999, Chile mantuvo un régimen de *crawling band* definido sobre una cesta de monedas de sus principales socios comerciales que incluyó primero el marco alemán y, a partir de enero de 1999, el euro. Asimismo, en abril de 2001 el gobierno argentino anunció un plan de reforma de la CdC según el cual la fijación al dólar sería reemplazada por la fijación a una cesta compuesta por el dólar y el euro. Pero el régimen de CdC se vino abajo antes de que este plan fuese implementado.

[50] Véanse, en particular, FRANKEL y ROSE (1998) y ROSE (2000). Debe señalarse también que hay estudios empíricos que muestran que los estados colindantes de Estados Unidos y Canadá están mucho menos integrados entre sí que los de los Estados Unidos, a pesar de la práctica ausencia de barreras comerciales (arancelarias o de otro tipo), lo que sugiere que la utilización de distintas monedas puede tener un impacto significativo sobre el grado de integración comercial (véase McCALLUM, 1995).

[51] KRUGMAN (1993) y BAYOUMI y EICHENGREEN (1994) sostienen que la participación en una unión monetaria puede estimular la especialización productiva, lo que aumenta la vulnerabilidad a perturbaciones asimétricas.

mentando que ello aumentaría la baja sincronización cíclica que existe actualmente entre las economías del Reino Unido y la zona euro.

En el contexto del debate sobre la dolarización, algunos economistas han señalado que la dolarización oficial puede provocar cambios o reformas estructurales que tenderán a reducir sus costes[52]. Así, por ejemplo, la ausencia de un prestamista de última instancia puede reducir los efectos perniciosos sobre la toma de riesgos por los bancos derivados de la expectativa de que el banco central acudirá en su ayuda en caso de crisis. Asimismo, la dolarización completa puede fortalecer los bancos al eliminar las posiciones de riesgo de cambio del sector privado y el peligro de crisis bancarias causadas por crisis cambiarias. En fin, la dolarización oficial puede aumentar la integración comercial y financiera con Estados Unidos pues elimina los costes de transacción derivados de las conversiones de divisas y la cobertura del riesgo de cambio y porque aumenta los vínculos con los bancos y mercados de capitales estadounidenses[53].

Ampliación del criterio de interdependencia comercial

Un último refinamiento del análisis del apartado 4 consiste en ampliar el criterio de interdependencia comercial para incluir no sólo el comercio intra-regional sino también el que la región en cuestión lleva a cabo con su principal socio comercial externo, que en el caso de las regiones examinadas es bien Estados Unidos (MCCA y Comunidad Andina), bien la UE (Mercosur y zona del TLCAN). La idea es que si una región comercia intensamente con un determinado país, la suma del comercio intra-regional y con dicho país puede ser suficientemente importante como para justificar la adopción por la región de la moneda de ese socio comercial[54], pese a que el comercio intra-regional sea demasiado bajo para justificar la creación de una moneda común propia. Obviamente, eso sólo tendrá sentido si el principal socio comercial emite una moneda fuerte y estable, lo que es el caso de las cuatro regiones estudiadas. Ahora bien, en el caso de los países del TLCAN, como comercian predominantemente entre ellos e incluyen a un país con una sólida reputación antiinflacionista como es Estados Unidos, la adopción de la moneda de su principal socio comercial (la UE) no sería en principio ventajosa y, por tanto, la ampliación del criterio de interdependencia comercial no es relevante.

Como se vio en el Cuadro 2, los países centroamericanos sólo llevan a cabo el 14 por 100 de su comercio entre ellos, una cuota que, como ya se ha señalado, parece en principio insuficiente para justificar la unión monetaria de la región. Ahora bien, estos países realizan por término medio el 46 por 100 de su comercio con Estados Unidos, su principal socio comercial de fuera de la región. Si decidiesen adoptar conjuntamente el dólar, por tanto, conseguirían estabilizar el tipo de cambio frente a un grupo de países (sus vecinos centroamericanos y los Estados Unidos) que juntos representan más del 60 por 100 de su comercio exterior. Y, como las economías del MCCA son muy abiertas, esto representaría cerca del 26 por 100 de sus PIB, un ratio bastante superior al porcentaje del PIB que los países de la zona euro comercian entre ellos (véase el Cuadro 3). Estos ratios serían sólo ligeramente más altos si se incluyesen en el cómputo Ecuador y otras economías del área del dólar. Pero serían significativamente mayores si México, que es un importante socio comercial del MCCA, y Canadá entrasen en una unión monetaria con Estados Unidos (o adop-

[52] EICHENGREEN (2002), no obstante, se muestra mucho más escéptico al respecto, lo que le lleva a concluir que la dolarización oficial debe ser precedida de reformas tendentes a limitar sus costes.

[53] Las estimaciones de PARSLEY y WEI (2001) sugieren que la dolarización y las CdC estimulan la integración de los mercados de bienes más allá de lo que cabe explicar por la simple estabilidad cambiara.

[54] Ello también podría justificar la estabilización conjunta de las monedas de los miembros de la región frente a la moneda del principal socio comercial. Pero dados los problemas planteados por los regímenes intermedios de fijación cambiaria y la experiencia negativa de Argentina con su CdC, esta sección se centra en el caso de la posible adopción por la región de la moneda del socio comercial principal (bien sea unilateralmente o en el contexto de una unión monetaria con dicho socio).

tasen unilateralmente el dólar), o si la pacificación y futura unión aduanera de Centroamérica siguiesen propiciando la recuperación del comercio intra-regional. En este caso, las ventajas para los países del MCCA de adoptar conjuntamente el dólar serían, obviamente, aún mayores.

Dados el alto porcentaje del PIB que los países centroamericanos comercian con Estados Unidos o entre ellos, su alto grado de dolarización *de facto* u oficial, la insuficiente credibilidad de las instituciones monetarias en algunos de ellos y la significativa movilidad laboral respecto de Estados Unidos, la adopción conjunta del dólar (u otras formas de integración monetaria basadas en el dólar) podría tener cierto sentido para estos países, y ello pese a su posición desfavorable respecto de algunos de los criterios tradicionales de la TAMO. Los países centroamericanos podrían beneficiarse de la importación de estabilidad monetaria de Estados Unidos[55]. Además, la eliminación de la volatilidad cambiaria probablemente pondría en marcha fuerzas de tipo endógeno que, a medio plazo, tenderían a aumentar la integración comercial y financiera tanto en el seno del MCCA como entre el MCCA y Estados Unidos. El comercio entre el MCCA y Estados Unidos también podría verse favorecido si el proyecto, actualmente en discusión, de firmar un ALC entre las dos áreas se lleva a buen término.

Los países de la Comunidad Andina también comercian como bloque predominantemente con Estados Unidos (37 por 100 de su comercio). Sin embargo, como comercian bastante menos con Estados Unidos y entre ellos que el MCCA y como sus economías son mucho más cerradas, las suma de su comercio con Estados Unidos e intra-regional sólo representa el 12 por 100 de sus PIB. La adopción conjunta del dólar por los países andinos, por consiguiente, no permitiría estabilizar el tipo de cambio de esta región frente a una porción suficientemente significativa de su PIB. Pese a ello, algunos economistas sostienen que la decisión de Ecuador de dolarizar su economía oficialmente, los altos índices de dolarización *de facto* de Bolivia y Perú y la necesidad generalizada de mejorar la credibilidad monetaria en la región proporcionan argumentos de peso en favor de la dolarización conjunta. Un examen más cuidadoso, si embargo, revela que, si bien es cierto que Perú y Bolivia están altamente dolarizados, su comercio con Estados Unidos es muy modesto en proporción a sus PIB, y que las dos economías de la región que más comercian con dicho país (Colombia y Venezuela) presentan unas ratios de dolarización mucho menores. Estas consideraciones, junto con la mala puntuación obtenida por la Comunidad Andina respecto de la mayoría de los criterios de la TAMO, limitan seriamente el atractivo para esta región de las propuestas de integración monetaria basadas en el dólar.

En el caso de Mercosur, la ampliación del criterio de interdependencia comercial es mucho menos relevante pues esta región lleva a cabo menos del 20 por 100 de su comercio con su principal socio comercial (la UE). Como, además, las economías de Mercosur son en general muy cerradas, la suma de su comercio con la UE y su comercio intra-regional sólo representa un 8,7 por 100 de su PIB. La adopción conjunta del euro por Mercosur, por consiguiente, no lograría estabilizar el tipo de cambio frente a una parte suficientemente importante de su PIB. Aún menos lo conseguiría la adopción conjunta del dólar. Es cierto que Argentina y Uruguay están altamente doralizados y que Argentina padece un serio problema de credibilidad, lo que a veces ha sido esgrimido como argumento en favor de la dolarización oficial conjunta de los países de Mercosur. Pero, de forma similar a lo que ocurre en la Comunidad Andina, los tres países más dolarizados de Mercosur son precisamente los que comercian menos con Estados Unidos (tan sólo entre un 9 por 100 y un 16 por 100 de su comercio total). Estos tres países comercian predominantemente con sus socios de Mercosur (sobre todo con Brasil) y con la UE, que juntos representan entre el 50 por 100 y el 70 por 100

[55] Esta opinión es compartida, por ejemplo, por STEIN *et al.* (1999), quienes también muestran que los países centroamericanos que mantuvieron regímenes cambiarios más flexibles durante los años noventa experimentaron por lo general tasas de inflación menores y menos volátiles y tuvieron tipos de cambio reales más estables. Estos autores también detectan que, a medida que dichos países adoptaron regímenes más flexibles en los años ochenta y noventa, su inflación fue en aumento y la variabilidad de sus tipos de interés y tipos de cambio reales se acentuó.

de su comercio. Por lo tanto, y como ocurrió en Argentina con la CdC, la dolarización oficial podría someter sus tipos de cambio efectivos a fuertes vaivenes. Además, el bajo nivel de dolarización de Brasil, la naturaleza cerrada de su economía y sus fuertes vínculos comerciales con Europa, proporcionan argumentos en contra de la dolarización oficial de dicho país y a favor del mantenimiento del actual régimen de flotación. Este régimen, que como el mexicano se combina con un régimen de objetivos directos de inflación, ha funcionado hasta ahora bastante bien, permitiendo a Brasil reducir su inflación de manera notable desde 1999, sin por ello impedir una expansión significativa de la actividad económica, y facilitando la absorción de parte de las presiones causadas por la crisis argentina.

Las autoridades brasileñas parecen resueltas a preservar esta flexibilidad cambiaria. Brasil podría estar interesado en la adopción por Mercosur de una moneda común propia que flotase libremente. Eso eliminaría las distorsiones producidas por las fluctuaciones bruscas de los tipos de cambio en el seno de Mercosur (y las reacciones proteccionistas derivadas) sin afectar la flexibilidad cambiaria de Brasil frente al resto del mundo. Esta parece ser la idea que subyacía a la propuesta de moneda común vagamente discutida durante la cumbre de Mercosur de febrero de 2002. Pero Brasil probablemente se oponga a cualquier formula de integración monetaria de Mercosur que límite dicha flexibilidad. Seguramente se opondría incluso a la fijación de una moneda común de Mercosur (o de las cuatro monedas de Mercosur) a una cesta de monedas que incluyese el euro y el dólar pues, si bien esta alternativa aseguraría cierta estabilidad de su tipo de cambio efectivo, dejaría a Brasil sin margen de maniobra para usar el tipo de cambio como instrumento de ajuste[56]. Además, habida cuenta de la intensidad y volatilidad de los movimientos internacionales de capital experimentados por los países de Mercosur, este tipo de esquemas cambiarios estarían sujetos con frecuencia a ataques especulativos y realinamientos[57]. A Brasil, que comercia proporcionalmente mucho menos con Mercosur que Argentina, Paraguay y Uruguay, le preocupa menos la volatilidad cambiaria en el interior de Mercosur que a sus socios y, por tanto, probablemente no esté dispuesto a sacrificar su flexibilidad cambiaria frente al resto del mundo en aras de garantizar la estabilidad cambiaria en el seno de Mercosur.

Esto deja a Mercosur por el momento con la flotación de una moneda común como la única opción de integración monetaria que podría gozar de la aceptación de todos sus países miembros. Por desgracia, dicho régimen podría crear serias dificultades en Argentina y Uruguay debido a su alto grado de dolarización, a menos que estos países consigan desdolarizar sus economías.

6. Resumen y conclusiones

Este trabajo ha examinado la conveniencia de la integración monetaria en varias regiones del continente americano. Tres de estas regiones han lanzado iniciativas para mejorar la convergencia y vigilancia mutua de sus políticas macroeconómicas y algunas contemplan la integración monetaria como un objetivo a medio plazo. Por otra parte, las recientes decisiones de Ecuador y El Salvador de dolarizar oficialmente sus economías y la actual crisis argentina han puesto en primer plano el debate sobre los pros y los contras de la dolarización oficial conjunta como estrategia de integración y estabilidad monetarias para Latinoamérica, un debate que lleva dándose en círculos académicos y políticos desde hace más de una década. La flotación de los pesos argentino y uruguayo también ha reactivado el debate sobre otras formas posibles de integración monetaria en el seno de Mercosur.

El análisis basado en los criterios tradicionales de la TAMO indica que los países de Centroamérica, la Comunidad Andina y

[56] Cabe señalar, no obstante, que las autoridades brasileñas no siempre han dado tanta importancia a la flexibilidad cambiaria. Por ejemplo, en 1993, nada más nacer Mercosur, Brasil propuso la creación de un sistema de bandas de fluctuación para las monedas de Mercosur.

[57] Sobre este punto, véase también EICHENGREEN (1998).

Mercosur no constituyen AMO. En particular, estas regiones siguen teniendo un nivel insuficiente de integración comercial, financiera y laboral, presentan una elevada incidencia de *shocks* asimétricos y carecen de un sistema de transferencias fiscales intra-regionales que sirva para compensar dichos *shocks*. Además, y pese a sus nuevos esquemas de coordinación macroeconómica y la reducción substancial del nivel y la dispersión de las tasas de inflación conseguida en los últimos años, estas tres regiones continúan mostrando un elevado grado de divergencia y volatilidad macroeconómicas. Y el nivel de integración política y de compromiso con sus proyectos de integración sigue siendo débil.

Sobre la base de estos criterios, por tanto, ninguna de estas tres regiones debería adentrarse en un proceso de integración monetaria, al menos de momento. En lugar de eso, deberían concentrar sus esfuerzos en profundizar su integración y su convergencia macroeconómica. Esto sería coherente con el enfoque gradual que caracterizó a la UEM. En particular, no deberían tratar de estabilizar sus tipos de cambio intra-regionales mediante mecanismos de fijación ajustable pues, aunque apenas han conseguido integrar sus sistemas financieros nacionales, muestran un alto grado de apertura financiera internacional. Sus legislaciones sobre movimientos de capital son muy liberales y, desde principios de los años noventa, han experimentado fuertes y volátiles entradas de capital. En este contexto, y dadas la inestabilidad macroeconómica de estos países y la timidez de sus compromisos institucionales, es probable que estos sistemas sufran ataques especulativos con cierta frecuencia. Es más, como ocurrió en el SME a principios de los años noventa, podrían llegar a retrasar la convergencia macroeconómica incluso en ausencia de crisis cambiarias.

El caso de la zona del TLCAN está menos claro. Las economías canadiense y mexicana son muy abiertas y están altamente integradas (tanto comercial como financieramente) con Estados Unidos y, aunque los trabajadores mexicanos que desean emigrar a Estados Unidos siguen tropezando con serias restricciones legales, la movilidad laboral entre México y Estados Unidos ha sido de hecho bastante alta. No obstante, los países del TLCAN a menudo padecen perturbaciones de tipo asimétrico, no han creado ningún mecanismo de transferencias fiscales intra-regionales y, hasta ahora, apenas han expresado interés político por la idea de la integración monetaria. Y, como en el caso de las otras tres regiones, su elevada apertura financiera total desaconseja someter sus monedas a acuerdos convencionales de fijación cambiaria.

La TAMO, sin embargo, no tiene en cuenta una serie de aspectos relevantes resaltados por la literatura económica más reciente. En primer lugar, la existencia de un alto índice de dolarización *de facto* (u oficial) en algunas regiones, la histéresis o inercia que presenta el proceso de dolarización y los problemas que los tipos de cambio flotantes plantean a las economías altamente dolarizadas han llevado a algunos autores a defender la adopción conjunta del dólar como estrategia de integración monetaria regional para al menos algunas regiones latinoamericanas.

En segundo lugar, y habida cuenta de su historial inflacionista y la falta de solidez de sus instituciones monetarias, muchos países latinoamericanos se beneficiarían de la importación de credibilidad de un país grande con reputación antiinflacionista. Desafortunadamente, entre las regiones analizadas, sólo la zona del TLCAN contiene un país de estas características. Esto refuerza los argumentos en favor de una integración monetaria en la zona del TLCAN basada en la adopción del dólar y, como sugiere la experiencia europea, reduce los alicientes de una integración monetaria clásica en las otras tres regiones. Pero también proporciona un argumento en favor de la adopción por estas últimas tres regiones del dólar o el euro como estrategia de importación de estabilidad monetaria e integración monetaria regional.

En tercer lugar, la consideración de posibles reacciones endógenas tiende a mejorar la evaluación de cualquier propuesta de integración monetaria regional en el continente latinoamericano.

Por último, sin bien el comercio intra-zonal de las regiones analizadas es, con la excepción de la zona del TLCAN, insufi-

ciente para justificar la integración monetaria, en el caso de los países centroamericanos, el comercio con Estados Unidos es tan importante y las economías son tan abiertas, que la adopción conjunta del dólar estabilizaría el tipo de cambio respecto de un porcentaje muy importante del PIB de la región. Unido al alto grado de dolarización *de facto* y oficial de estos países, la debilidad de las instituciones monetarias en algunos de ellos y su significativa movilidad laboral respecto de Estados Unidos, esto sugiere que la adopción conjunta del dólar (u otras formas de integración monetaria basadas en el dólar) podría tener cierto sentido para esta región, y ello pese a su posición desfavorable respecto de la mayoría de los criterios de la TAMO.

Aunque algunas economías de la Comunidad Andina y Mercosur están altamente dolarizadas y presentan serios problemas de credibilidad, el porcentaje del PIB que estas regiones comercian con Estados Unidos es demasiado bajo como para justificar la adopción conjunta del dólar o la fijación conjunta de sus monedas a la divisa estadounidense. Mercosur, de hecho, comercia más con la UE que con Estados Unidos, pero tampoco lo bastante como para que tenga sentido la adopción del euro. Además, Brasil, la principal potencia comercial de Sudamérica, no está interesado en ningún plan de integración monetaria regional que no preserve su flexibilidad cambiaria frente al resto del mundo.

La situación de Mercosur, sin embargo, no es tan sencilla pues los problemas de credibilidad de Argentina y la posible resistencia de su población a abandonar el uso del dólar como moneda paralela, podrían acabar llevando a este país a recurrir a la dolarización oficial unilateral como forma de restablecer el orden monetario, lo que podría arrastrar a Uruguay (otra economía altamente dolarizada que también atraviesa una grave crisis financiera) en la misma dirección. Todavía es demasiado pronto para vaticinar si el programa de desdolarización argentino tendrá éxito o no. Si lo tiene, Mercosur podría un día decidir emitir una moneda regional común y dejarla flotar frente al resto del mundo. En cambio, si la estrategia de repesificación de Argentina fracasa y el país acaba dolarizando completamente su economía, es probable que la integración monetaria de Mercosur se posponga indefinidamente pues Brasil no querrá dolarizar también. Cualquiera que sea el desenlace final de la actual crisis argentina, este trabajo sugiere que, a menos que la integración de Mercosur avance de manera significativa, los argumentos económicos en favor de la integración monetaria de dicha región seguirán siendo poco convincentes.

Referencias bibliográficas

[1] AHUMADA, H. A. y MARTIRENA-MANTEL, A. M. (2001): «Towards a Potential Monetary Union in Latin America: Testing the Endogeneity Criteria for Mercosur», XVIII Latin American Meeting of the Econometric Society, julio, Buenos Aires.

[2] ALESINA, A. y BARRO, R. J. (2000): «Currency Unions», *NBER Working Paper,* número 7.927, MA.: National Bureau of Economic Research, Cambridge.

[3] ALESINA, A.; BARRO R. J. y TENREYRO S. (2002): «Optimal Currency Areas», *NBER Working Paper*, número 9.072, MA.: National Bureau of Economic Research, Cambridge.

[4] ARMAS, A. (2002): «Exchange Rate Regime and Monetary Policy Under an Economy with Partial Dollarisation: The Case of Perú», trabajo presentado en el «Preparatory Workshop for the Latin American Seminar», organizado por el Banco Central Europeo y el Banco de España, marzo, Frankurt.

[5] ARORA, V. (1999): «Exchange Rate Arrangements for Selected Western Hemisphere Countries», Fondo Monetario Internacional, mimeo.

[6] BALIÑO, J. T.; BENNETT, A. y BORENSZTEIN, E. (1999): *Monetary Policy in Dollarized Economies*, IMF Occasional Paper, número 171, Fondo Monetario Internacional, Washington.

[7] BANCO INTERAMERICANO DE DESARROLLO (1995): «Overcoming Volatility in Latin America», en *Report on Economic and Social Progress in Latin America: 1995*, Johns Hopkins University Press, Washington.

[8] BARAJAS, A.; STEINER, R. y SALAZAR, N. (1999): «Foreign Investment in Colombia's Financial Sector», *IMF Working Paper,* número 99/150, Fondo Monetario Internacional, Washington.

[9] BARRO, R. J. (1999): «Let the Dollar Reign from Seattle to Santiago», *The Wall Street Journal*, 8 de marzo.

[10] BAYOUMI, T. y EICHENGREEN, B. (1993): «Shocking Aspects of European Monetary Integration», en TORRES y GIAVAZZI

(eds.), *Adjustment and Growth in the European Monetary Union*, Cambridge University Press, Cambridge.

[11] BAYOUMI, T. y EICHENGREEN, B. (1994): «One Money or Many? Analyzing the Prospects for Monetary Unification in Various Parts of the World,» *Princeton Studies in International Finance*, número 76, septiembre, New Yersey: Universidad de Princeton, Princeton.

[12] BERG, A. y BORENSZTEIN, E. (2000): «The Pros and Cons of Full Dollarisation», *IMF Working Paper*, número 00/50, Fondo Monetario Internacional, Washington.

[13] BERG, A.; BOREINSZTEIN, E. y MAURO, P. (2002): «An Evaluation of Monetary Regime Options for Latin America», trabajo presentado en el seminario «Monetary Union: Theory, EMU Experience, and Prospects for Latin America», organizado por el Oesterreichische Nationalbank, la Universidad de Viena y el Banco Central de Chile, abril, Viena.

[14] BINI-SMAGHI, L. y VORI, S. (1992): «Rating the EC as an Optimal Currency Area», en O'Brien (ed.): *Finance and the International Economy*, Oxford University Press, Oxford.

[15] BOGETIC, Ž.(2000): «Official Dollarisation: Current Experiences and Issues», *Cato Journal*, volumen 20, número 2 (otoño), páginas 179-213.

[16] BUTI, M. y GIUDICE, G. (2002): «EMU's Fiscal Rules: What Can and Cannot Be Exported?», Comisión Europea, Mimeo.

[17] CALVO, G. A. (1999): «On Dollarisation», Universidad de Maryland, Mimeo.

[18] CAMARGO, J. M. (1997): «Brazil: Labour Market Flexibility and Productivity with Many Poor Jobs», en AMADEO y HORTON (eds.): *Labour Productivity and Flexibility* (New York: St. Martin's Press).

[19] CARRERA, J. E.; PÉREZ, P. E.; ANTONOW, M.; BELLINGI, G. y PANIGO, D. (1998): «Análisis Integral de las Fluctuaciones Macroéconomicas en Argentina y Brasil», CACES, Mimeo, Buenos Aires.

[20] COMISIÓN EUROPEA (1990): *One Market, One Money. An Evaluation of the Potential Benefits and Costs of Forming an Economic and Monetary Union*, European Economy, número 44, Comisión Europea, Bruselas.

[21] COMUNIDAD ANDINA (2001): «Informe Final de la Quinta Reunión Regular del Consejo Asesor de Ministros de Hacienda o Finanzas, Bancos Centrales y Responsables de Planeación Económica», junio, Caracas, Venezuela.

[22] CONSEJO MONETARIO CENTROAMERICANO (2002): *Informe Económico Regional*, Secretaría del Consejo Monetario Centroamericano, San José, Costa Rica.

[23] CORDEN, W. M. (1993): «European Monetary Union: The Intellectual Pre-History», en *The Monetary Future of Europe*, Center for Economic Policy Research, Londres.

[24] COURCHENE, T. J. (1998): «Towards a North American Common Currency: An Optimal Currency Area Analysis», Queen's University, Mimeo, Kingston, Ontario.

[25] DESERRES, A. y LALONDE, R. (1994): «Symétrie des Chocs Touchant les Régions Canadiennes et Choix d'un Régime de Change», Working Paper, número 94-9, Banco de Canadá, Otawa.

[26] DODGE, D. (2001): «Canada's Monetary Policy: It Works for Canadians», Remarks by the Governor of the Bank of Canada to the Edmonton Chamber of Commerce, junio, Edmonton, Alberta, *http://www.bankofcanada.ca/en/speeches*.

[27] DORNBUSCH, R. (1999): «The Euro and Latin America», *http:// web.mit.edu/rudi/www*.

[28] EICHENGREEN, B. (1998): «Does Mercosur Need a Single Currency?», *NBER Working Paper*, número 6.821, MA.: National Bureau of Economic Research, Cambridge.

[29] EICHENGREEN, B. (2002): «When to Dollarise», *Journal of Money, Credit and Banking*, volumen 34, número 1, febrero, páginas 1-24.

[30] EICHENGREEN, B.; MASSON, P.; BRUENKAMP, H.; JOHNSTON, B.; HAMAN, J.; JADRESIC, E. y ÖTKER-ROBE, I. (1998): *Exit Strategies: Policy Options for Countries Seeking Greater Exchange Rate Flexibility*, IMF Occasional Paper, número 168, Fondo Monetario Internacional, Washington.

[31] FELDSTEIN, M. (1993): «Why Maastricht Will Fail», *The National Interest*, número 32, verano.

[32] FERNÁNDEZ VALDOVINOS, C. G. (2002): «Cyclical Co-movements in Output Across Mercosur Countries», trabajo presentado en el «Preparatory Workshop for the Latin American Seminar», organizado por el Banco Central Europeo y el Banco de España, marzo, Frankfurt.

[34] FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (2001): *Perspectivas de la economía mundial. Octubre 2001*, Fondo Monetario Internacional, Washington.

[35] FRANKEL, J. y ROSE, A. (1996): «The Endogeneity of Optimum Currency Area Criteria,» *NBER Working Paper*, número 5.700, MA.: National Bureau of Economic Research, Cambridge.

[36] GALIANI, S. y NICKELL, S. (1998): «Unemployment in Argentina in the 1990s», trabajo presentado en el Seminario «Economía Laboral y Desempleo», organizado por el Instituto Torcuato Di Tella, julio, Buenos Aires.

[37] GAVIN, M.; HAUSMANN, R.; PEROTTI, R. y TALVI, E. (1996): «Managing Fiscal Policy in Latin America and the Caribbean: Volatility, Procyclicality and Limited Creditworthiness», OCE Working Paper, número 236, Banco Interamericano de Desarrollo, Washington.

[38] GIAMBIAGI, F. (1997): «Uma proposta de unificação monetária dos países do Mercosul», *Revista de Economia Política*, volumen 17, número 4 (octubre-diciembre), páginas 5-30.

[39] GIAVAZZI, F. y SPAVENTA, L. (1990): «The New EMS», en DE GRAUWE, P. y PAPADEMOS, L. (eds.): *The European Monetary System in the 1990s*, Longman, Londres.

[40] GROS, D. y THYGESEN, N. (1998): *European Monetary Integration*, Longman: Harlow.

[41] GUIDOTTI, P. y RODRÍGUEZ, C. A. (1992): «Dollarisation in Latin America. Gresham's Law in Reverse?», *IMF Staff Papers*, volumen 39, número 3, páginas 518-544.

[42] HAUSMANN, R. (1999): «Should There Be Five Currencies or One Hundred and Five?», *Foreign Policy*, número 116, otoño.

[43] HAUSMANN, R., GAVIN, M.; PAGES-SERRA, C. y STEIN, E. (1999): «Financial Turmoil and the Choice of Exchange Rate Regime», Working Paper, número 400, Banco Interamericano de Desarrollo, Washington.

[44] INGRAM, J. C. (1973): *The Case for European Monetary Integration*, Essays in International Finance, número 98, Princeton University Press, Princeton.

[45] KENEN, P. B. (1995): *Economic and Monetary Union in Europe: Moving Beyond Maastricht*, Cambridge University Press, Cambridge.

[46] KRUGMAN, P. (1992): «Second Thoughts on EMU», *Japan and the World Economy*, número 4.

[47] KRUGMAN, P. (1993): «Lessons of Massachusetts for EMU,» en GIAVAZZI y TORRES (eds.): *The Transition to Economic and Monetary Union in Europe*, Cambridge University Press, Nueva York.

[48] LAIDLER, D. (1999): «The Exchange Rate Regime and Canada's Monetary Order», Working Paper, número 99-7, Banco de Canadá, Otawa.

[49] LAVAGNA, R. y GIAMBIAGI, F. (1998): «Hacia la creación de una moneda común», *Archivos del Presente*, año 3, número 12, abril-junio.

[50] LEVY YEYATI, E. y STURZENEGGER, F. (2000a): «Implications of the Euro for Latin America's Financial and Banking Systems», *Emerging Markets Review*, volumen 1, número 1, páginas 53-81.

[51] LEVY YEYATI, E. y STURZENEGGER, F. (2000b): «Is EMU a Blueprint for Mercosur?», *Cuadernos de Economía*, año 37, número 110, abril, páginas 63-99.

[52] LICANDRO FERRANDO, G. (1998): «Is Mercosur an Optimal Currency Area? A Shock Correlation Perspective», Banco Central del Uruguay, Montevideo, Mimeo.

[53] MARCOS YACAMÁN, J. (1999): «Consideraciones en torno a regímenes cambiarios alternativos», dicurso pronunciado por el Vicegobernador del Banco de México en la conferencia «Regímenes cambiarios: alternativas para México», organizada por la Universidad Autónoma de León, agosto, Monterrey, México, *http://www.banxico.org.mx*.

[54] MÁRQUEZ, G. (1997): «Protección al empleo y funcionamiento del mercado de trabajo: una aproximación comparativa», en *Empleo, flexibilidad laboral y protección social*, Segunda Reunión Técnica del Círculo de Montevideo, diciembre.

[55] MCCALLUM, J. (1995): «National Borders Matter: Canada-US Regional Trade Patterns,» *American Economic Review*, número 85, páginas 615-623.

[56] MERCOSUR (2000a): «Declaração Presidencial sobre convergência macroeconômica», XIX Reunião do Conselho do Mercado Común, diciembre, Florionópolis, Brasil.

[57] MERCOSUR (2000b): «Declaración conjunta de los Ministros de Economía y Hacienda y Presidentes de Bancos Centrales de Mercosur, Bolivia y Chile», junio, Buenos Aires.

[58] MONGARDINI, J. y MUELLER, J. (2000): «Ratchet Effects in Currency Substitution: An Application to the Kyrgyz Republic», *IMF Staff Papers*, volumen 47, número 2, páginas 218-237.

[59] MORENO-VILLALAZ, J. L. (1999): «Lessons from the Monetary Experience of Panamá: A Dollar Economy with Financial Integration», *Cato Journal*, volumen 18, número 3 (invierno), páginas 421-499.

[60] MUNDELL, R. A. (1961): «A Theory of Optimum Currency Areas», *American Economic Review* 51.

[61] MURRAY, J. (1999): «Why Canadá Needs a Flexible Exchange Rate», Working Paper, número 99-12, Banco de Canadá, Otawa.

[62] PARLAMENTO CENTROAMERICANO (2001): «Unión Monetaria», Comisión de Finanzas y Control Presupuestario del Parlamento Centroamericano, septiembre, Guatemala.

[63] PARSLEY, D. y WEI, S. J. (2001): «Limiting Currency Volatility to Stimulate Goods Market Integration: A Price-Based Approach», *IMF Working Paper*, número 93/49, Fondo Monetario Internacional, Washington.

[64] PELLEGRINO, A. (2000): «Migrantes latinoamericanos: síntesis histórica y tendencias recientes», Centro Latinoamericano y Caribeño de Demografía (CELADE), Comisión Económica para América Latina (CEPAL), Naciones Unidas, Santiago, Mimeo.

[65] PINEDA, J. G. y PINEDA, R. E. (2002): «What Does Data Tell Us About the Viability of a Monetary Union in the Andean Community?», trabajo presentado en el «Preparatory Workshop for the Latin American Seminar», organizado por el Banco Central Europeo y el Banco de España, marzo, Frankfurt.

[66] PISANI-FERRY, J.; ITALIANER, A. y LESCURE, R. (1993): «Stabilisation Properties of Budgetary Systems: A Simulation Exercise», en «The Economics of Community Public Finance», *European Economy: Reports and Studies*, número 5, Comisión Europea, Bruselas.

[67] ROGER, S. (1991): «Terms of Trade Movements in Major Industrial Countries», Working Paper, número 91-2, Banco de Canadá, Otawa.

[68] ROSE, A. (2000): «One Money, One Market: Estimating the Effect of Common Currencies on Trade», de próxima aparición en *Economic Policy*.

[69] SACHS, J. (2002): «Duhalde's Wrong Turn», *Financial Times*, 10 de enero.

[70] SAHAY, R. y VÉGH, C. A. (1996): «Dollarisation in Transition Economies: Evidence and Policy Implications», en MIZEN y PENTE-

COST (eds.): *The Macroeconomics of International Currencies: Theory, Policy and Evidence*, Edward Elgar, Gloucestershire, Reino Unido.

[71] SALA I MARTÍN, X. y SACHS, J. (1992): «Fiscal Federalism and Optimum Currency Areas: Evidence for Europe from the United States», en CANZONERI, GRILLI y MASSON (eds.): *Establishing a Central Bank: Issues in Europe and Lessons from the United States*, Cambridge University Press, Cambridge.

[72] SAVASTANO, M. (1996): «Dollarisation in Latin America: Recent Evidence and Some Policy Issues», *IMF Working Paper*, número 96/4, Fondo Monetario Internacional, Washington.

[73] SCHULER, K. (2000): «Basics of Dollarisation», Joint Economic Committee Staff Report, Office of the Chairman, Joint Economic Committee, enero, US Senate, Washington.

[74] STEIN, E.; TALVI, E.; PANIZZA, U. y MÁRQUEZ, G. (1999): «Evaluando la Dolarización: Una Aplicación a los Países de América Central y del Caribe», trabajo presentado en el seminario «Opciones Cambiarias para la Región», organizado por el Banco Interamericano de Desarrollo, julio, Panamá.

[75] TEMPRANO ARROYO, H. (2002): «Latin America's Integration Processes in the Light of the EU's Experience with EMU», *Economic Paper*, número 173, julio, Comisión Europea, Bruselas.

[76] US SENATE (1999a): «Prepared Testimony of the Honorable Lawrence H. Summers, Deputy Secretary of the US Treasury», Hearing on Official Dollarisation in Emerging Market Economies, abril, Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, US Senate, Washington.

[77] US SENATE (1999b): «International Monetary Stability Act of 1999», presentada en el Senado, Congreso, número 106, primera sesión, S. 1879, noviembre, US Senate, Washington.

[78] US SENATE (1999c): «Encouraging Official Dollarisation in Emerging Markets», Joint Economic Committee Staff Report, Office of the Chairman, Joint Economic Committee, abril, US Senate, Washington.

[79] VILLA, M. y MARTÍNEZ PIZARRO, J. (2000): «Tendencias y Patrones de la Migración Internacional en América Latina y el Caribe», trabajo presentado en la conferencia «Migración Internacional en las Américas», organizado por la CEPAL, septiembre, San José, Costa Rica.

[80] VON HAGEN, J.; H. HALLET, A. y STRAUCH, R. (2001): «Budgetary Consolidation in EMU», *Economic Papers*, número 148, Comisión Europea, Bruselas.

MINISTERIO DE ECONOMÍA

ceco fundación centro de estudios comerciales

Cámara Madrid

Constituida en 1977

25 años al servicio de la formación

LA FORMACIÓN MÁS ESPECIALIZADA

Programa de Actividades 2002 - 2003

COMERCIO INTERNACIONAL

- CURSO SUPERIOR DE DIRECCIÓN DE COMERCIO EXTERIOR
- CURSO DE ESPECIALISTAS DE COMERCIO EXTERIOR Y RELACIONES INTERNACIONALES
- CURSO SUPERIOR DE DIRECCIÓN DE COMERCIO EXTERIOR (a distancia)
- CURSO BÁSICO DE COMERCIO EXTERIOR
- CURSO BÁSICO DE COMERCIO EXTERIOR (a distancia)
- CURSO SUPERIOR DE DERECHO ECONÓMICO INTERNACIONAL (a distancia)
- CURSO SUPERIOR DE DERECHO DEL COMERCIO INTERNACIONAL (a distancia)
- CURSO DE FINANCIACIÓN DE PROYECTOS INTERNACIONALES.
- CURSO DE SUPERIOR DE LOGÍSTICA Y TRANSPORTE INTERNACIONAL
- CURSO DE NEGOCIACIÓN Y CONTRATACIÓN INTERNACIONAL
- CURSO DE FINANCIACIÓN MULTILATERAL DEL DESARROLLO

DIRECCIÓN Y GESTIÓN DE EMPRESAS

- CURSO SUPERIOR DE DIRECCIÓN DE EMPRESAS
- CURSO SUPERIOR DE DIRECCIÓN Y GESTIÓN FINANCIERA DE LA EMPRESA
- CURSO SUPERIOR DE ANÁLISIS ECONÓMICO-FINANCIERO DE LA EMPRESA
- CURSO SUPERIOR DE DIRECCIÓN COMERCIAL
- CURSO SUPERIOR DE DIRECCIÓN DE RECURSOS HUMANOS
- CURSO SUPERIOR DE DIRECCIÓN DE MARKETING
- CURSO SUPERIOR DE PUBLICIDAD Y COMUNICACIÓN COMERCIAL
- CURSO SUPERIOR DE LOGÍSTICA COMERCIAL
- CURSO DE COMUNICACIÓN EN INGLÉS EMPRESARIAL
- CURSO DE CONTRATACIÓN CON LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS
- CURSO DE GESTIÓN DE STOCKS (a distancia)
- CURSO DE GESTIÓN ECONÓMICA DEL COMERCIO (a distancia)
- CURSO DE NEGOCIACIÓN COMERCIAL (a distancia)
- CURSO DE GESTIÓN DE PERSONAL DE ESTABLECIMIENTOS COMERCIALES (a distancia)

SEMINARIOS DE ACTUALIDAD

- CÓMO EXPORTAR E INVERTIR EN AMÉRICA LATINA
- CURSO DE INGLÉS PARA EL COMERCIO EXTERIOR
- PRÁCTICO DE NEGOCIACIÓN BANCARIA
- COMERCIO ELECTRÓNICO:UNA PERSPECTIVA EMPRESARIAL
- EL COMERCIO ELECTRÓNICO COMO CANAL DE VENTAS Y EXPORTACIÓN

PREPARACIÓN DE OPOSICIONES

- PREPARACIÓN OPOSICIONES A TÉCNICOS COMERCIALES Y ECONOMISTAS DEL ESTADO
- PREPARACIÓN OPOSICIONES A DIPLOMADOS COMERCIALES DEL ESTADO

INFORMACIÓN E INSCRIPCIONES:
Centro de Estudios Comerciales. Serrano, 208. 28002 Madrid
Tel.: 91 563 18 15. Fax: 91 564 60 69.
E-mail: ceco@ceco.es http://www.ceco.es