

OPCIONES DEL SISTEMA MONETARIO

Y LA ECONOMIA MUNDIAL

Por el Dr. Robert A. Mundell

Muchas gracias Alberto. Es para mí un gran placer encontrarme aquí nuevamente y ver muchas caras familiares entre los asistentes, viejos amigos. Y es para mí una profunda satisfacción personal el estar de vuelta en Montevideo.

Hoy habré de referirme a los acuerdos monetarios en el Hemisferio Occidental con énfasis sobre Latinoamérica. Sin embargo deseo comenzar refiriéndome a algunas de las lecciones que creo puedan extraerse de los experimentos realizados en Europa con el Euro. El Euro ha tenido una profunda influencia en el pensamiento actual en todo el mundo.

Desde hace mucho tiempo, concretamente a partir de la Segunda Enmienda al Fondo Monetario Internacional, cuando se pasara del sistema de tipos de cambio fijos a un sistema de tipos de cambio flexibles, el tema básico en las relaciones internacionales lo forman los tipos de cambio flexibles y la uniforme oposición a los tipos de cambio fijos. Esto constituye un cambio drástico en relación con lo que se estilaba en el período anterior entre 1946 y 1973, cuando el tema básico era el de los tipos de cambio fijos como medio de mantener una unidad que fuera común a todo el sistema monetario internacional. Podría decirse que era algo así como una manera de establecer una unidad monetaria en el mundo. A partir de 1973 hubo una pausa. Se fue imponiendo el individualismo monetario y cada país actuaba por su cuenta. Sin embargo las cosas no

sucedieron como se esperaba. El pasaje a tipos de cambio flexibles en la década del 70 bien podría haber resultado en un caos. Cuando se tienen 200 monedas en el mundo, todas aproximadamente del mismo tamaño, flotando una contra la otra, el caos pudo haber sido formidable. No hubiera existido coordinación ni tema subyacente en los acuerdos monetarios internacionales.

La economía mundial siempre necesita una moneda que sea común, una moneda básica en la cual se realicen transacciones, se paguen las deudas, etc. Pero hubiera sido terriblemente ineficiente tener 200 monedas diferentes en el mundo. Sin embargo, lo que dio coherencia al mundo fue la configuración del poder en la economía internacional. Fue el hecho de que no se trataba de 200 países, cada cual con su propia moneda de aproximadamente el mismo tamaño e importancia, sino que había una moneda que era mucho más importante que las demás: el Dólar. Y el Dólar se convirtió en la tasa de cambio y el punto de referencia principal durante las décadas del 70 y del 80.

¿Pero qué estaba sucediendo en Europa? Los países europeos habían estado moviéndose hacia su propia integración económica a partir de la década de los 50. Habían resuelto los aspectos políticos dentro de Europa, el conflicto Franco-Germano; se había establecido el Mercado Común y Europa quería moverse hacia una forma más ajustada de integración económica y la integración monetaria era el más obvio paso principal hacia este objetivo. De modo que en diciembre de 1969, durante la Reunión Cumbre de La Haya, en los Países Bajos, los dirigentes europeos establecieron la meta de unión económica y monetaria en Europa. Y fue en ese mismo mes, en diciembre 1969 que yo formulé lo que creo que haya sido el primer plan explícito para una moneda europea a la cual llamé el "Europa". Posteriormente, en la conferencia sobre "Áreas Monetarias Óptimas", que tuvo lugar en Marzo de 1970, en

mañana, desarrolle más el plan y lo amplie con mayores detalles, de manera que cuando en Junio de 1970 visité las Comunidades Europeas a su invitación, con el fin de preparar una serie de planes para la Integración Monetaria Europea, me fue dado contemplar de cerca cuales eran las motivaciones en Europa y desarrollé diversas alternativas basadas en diferentes consideraciones de lo que se requería para Europa.

En ese momento —y esto es un punto importante que hay que destacar— durante los años 1969, 1970 y aun a principios de 1971, la integración monetaria europea hubiera sido muy fácil debido al hecho de que la política de los países europeos en el sistema monetario internacional de posguerra, se habían basado en esta fórmula conciliatoria con el Dólar norteamericano. Este estaba fijado al oro y los demás países habían fijado sus monedas al dólar; por lo tanto el Dólar era asimétrico dentro del sistema pero era la moneda más importante del mundo. Y debido al hecho de que todos los países europeos tenían sus tipos de cambio, sus monedas, fijadas al Dólar, en cierto modo estaban fijadas entre sí. Además de ello las tasas de interés en todos los países europeos eran muy similares, las tasas de inflación en los países europeos eran prácticamente iguales, el producto era algo elevado en ese momento, pero aun así era el mismo, había coordinación, convergencia, de las economías europeas.

De ahí podemos extraer una lección muy importante: si se desea establecer convergencia, el sistema más simple para lograrlo es que las diferentes economías se fijen a algo común externo que podría ser otra moneda. Esto constituiría un paso natural. El paso, que en los siglos pasados, en el milenio, se hubiera realizado en base a otro producto, como ser el oro. Si todos fijan contra el Dólar, entonces las monedas quedan ancladas entre sí. Bajo el patrón oro las monedas eran solo nombres diferentes de pesos especiales del oro y los tipos de cambio estaban constituidos por la relación de dichos pesos de

oro dentro de las monedas. De la misma manera, los tipos de cambio bilaterales en Europa eran simplemente el coeficiente de sus tipos de cambio sobre el Dólar norteamericano.

Otro problema que había en Europa en ese momento—o mejor dicho, no se trataba de un problema sino que constituía un aspecto importante—aun cuando en 1969 y mismo en 1970 no resultaba obvio, era que no se sabía cuál era la segunda moneda más importante en el mundo. Todos estaban de acuerdo en que la moneda más importante era el Dólar, pero no resultaba claro cual era la moneda número dos en el mundo. El Japón aun no había llegado a un nivel que le permitiera aspirar a ello. Hoy en día pensamos en Japón como siendo de mayor importancia que cualquier país europeo tomado aisladamente, pero en 1969 no era éste el caso. Y en Europa la libra esterlina era la antigua moneda histórica. Londres era el mercado de divisas más importante del mundo y visiblemente parecía que la libra fuera la segunda moneda en importancia. Podría haber sido exacto en 1960, en el período 1955-1960, pero ya no era completamente exacto aun en el período 1965-1970. El Marco Alemán estaba cobrando un mayor significado como moneda, que la libra, pero no existía reconocimiento oficial de ello. Lo importante era que Europa quería formar un bloque común, independiente del Dólar, y en tal caso resulta muy conveniente—y casi imposible de realizar de otra forma— elegir uno de los países para sustentar dicho sistema para todos los demás países. Sin embargo Francia no quería que ni Alemania ni Gran Bretaña fueran los puntales; Francia misma no hubiera sido candidata en lo que a Gran Bretaña se refiere, de modo que cuando el sistema tuvo un colapso, en agosto de 1971, éste cayó porque las potencias principales no consideraban que valiera la pena realizar un esfuerzo para mantenerlo unido.

Pero el detonante de la crisis en 1971 fue el Banco de Inglaterra el cual proveía de oro al mercado del oro de Londres

manteniendo así el precio del oro a unos 35 Dólares la onza. Cuando el precio del oro comenzaba a subir, el Banco de Inglaterra vendía oro a cambio de Dólares y luego llevaba los Dólares y los convertía en la Tesorería de los Estados Unidos. Esto indudablemente constituía un drenaje de las existencias en oro de los Estados Unidos. En 1948 los EE.UU. tenían setecientos millones de onzas de oro, 70% de las existencias de oro monetario: esto era en 1948. Pero en 1970 solo tenían menos de trescientos millones. Sus existencias en oro se habían reducido, la mayoría del oro había sido trasladado a Europa. Los Bancos Centrales europeos ya se habían recuperado y aceptaban oro en lugar de Dólares.

En 1971 había especulación acerca de cambios en el precio del oro y de la demanda en Londres. Los ingleses alimentaban de oro a los mercados y luego tomaban el Dólar. Así lo hicieron por un valor aproximado de tres mil millones de Dólares pidiendo luego a la Tesorería que los convirtiera en oro. Fue entonces que el Presidente Nixon llevó a su gabinete a Camp David para una reunión en la cual se decidió terminar con la relación fija con el oro, sacar al Dólar del patrón oro. Indudablemente el Dólar realmente no había estado anclado al patrón oro de manera efectiva desde la década del 60, pero decidieron romper formalmente con el vínculo y al así proceder socavaron las bases legales del Acuerdo de Bretton Woods.

Y sucedió que cuando los EE.UU. desvincularon al Dólar del oro, los países europeos obraron de igual forma con sus monedas. No tenía por qué hacerlo pero igual decidieron proceder así. Esto significó que los países europeos flotaron unos contra los otros y se alejaron de la integración monetaria yendo hacia la desintegración. Las tasas de interés se volvieron individualistas: cada país se convirtió en una isla con su propia tasa de interés y en cada país la tasa de inflación fue entonces diferente. Los europeos eran marcadamente contrarios al

sistema de las tasas flotantes, pero durante esos cuatro meses, desde setiembre/agosto hasta diciembre 1971, hicieron una tentativa de establecer una flotación conjunta contra el Dólar, pero como les dije, no se pudieron poner de acuerdo sobre qué país la iba a encabezar, así que nada sucedió. Al final todos volvieron a los tipos de cambio fijados al Dólar, en diciembre de 1971, pero este Dólar ya no era convertible en oro.

Posteriormente, en 1972, la campaña relacionada con las elecciones presidenciales de los EE.UU. llevaron a que éstos restringieran algo la masa monetaria—Europa estaba teniendo demasiados Dólares, grandes excedentes en la balanza de pagos— y los EE.UU. hicieron en cierto modo una segunda devaluación del Dólar en Febrero de 1973 bajo George Schultze. Pero luego en la primavera pareció que el sistema iba a desintegrarse pues Europa quería revalorizar en el verano.

En la primavera de 1973 yo era miembro de los llamados “Nueve Hombres”, **nueve hombres sabios** [*bromea el profesor*], que servíamos de asesores en muchos aspectos de integración europea durante ese período. Emminger, el Presidente de los Diputados, miembro del Grupo de los Diez y futuro Gobernador del Banco Central de Alemania, nos pidió que buscáramos la forma de lograr un sistema de flotación conjunta. Nuestra contestación fue que la mejor forma sería elegir a uno de los países europeos como puntal de la flotación. Pero no había posibilidad alguna de obtener el acuerdo de los Franceses y de Gran Bretaña sobre el Marco alemán como puntal de dicha flotación, y los ingleses impusieron condiciones para ello que hubieran impedido su funcionamiento, aun si se hubiera contado con su aprobación. De modo que la flotación no se hizo.

Pero luego, debido en gran parte a tres hombres— George Shultze, el Secretario del Tesoro de los EE.UU., Helmut Schmidt y Giscard d’Estain, el Presidente de Francia—el sistema se

fragmento en tipos de cambio flotantes. Y así surgió la segunda Enmienda al FMI y el movimiento hacia tipos de cambio flotantes: es el comienzo de los tipos de cambio flexibles.

Lo concreto era que la coordinación en común de las políticas monetarias con el fin de estabilizar el nivel de precios y no tener inflación, no funcionaba. Y los países ahora tendrían que tratar de lograr la estabilización, detener la inflación, por sus propios medios. Renunciaron pues a la idea de una reforma monetaria internacional y a rehacer la integración hasta que cada país hubiera resuelto el problema de la inflación por su lado. Tenemos pues, que cada país tendría que resolver sus problemas de inflación y recién cuando lo logaran sería posible volver a un sistema monetario internacional. Eso fue lo que sucedió. Pero iba a ser necesario recorrer un buen trecho antes de que ello ocurriera. Y eventualmente, ocurrió.

Pero primero, los países al encontrarse libres de la disciplina de los tipos de cambio fijos—aun los EE.UU. que se vieron libres de la disciplina de su convertibilidad en oro—comenzaron a inflarse y expandieron la masa monetaria. El Eurodólar comenzó a estallar y los precios del petróleo subieron, se elevaron. El mercado del Eurodólar, que estaba siendo alimentado por la política monetaria norteamericana, tuvo una considerable expansión aumentando diez veces en la década del 70 y proporcionando un tipo de Dólares basados fuera de los EE.UU. que estuvieron en la raíz de la inflación en los EE.UU. y en el mundo en la década del 70. Fue éste un período en el cual tuvo importancia la curva de Phillips; se querían resolver los problemas de desempleo mediante inflación sorpresiva y ello afectó las tasas de inflación. Estados Unidos, para tomar la moneda más importante del mundo, ascendió a una tasa inflacionaria de dos dígitos a fines de la década del 70: **tuvieron tres años de inflación ininterrumpida de dos dígitos.** En 1979

la tasa de inflación en los Estados Unidos era 11%, en 1980 era 13% y en 1981 seguía siendo 11%.

Fue durante esta época, con el Dólar cayendo y la inflación de los EE.UU. en ascenso, que los Estados Unidos trataron de intervenir en el mercado cambiario, pero todo lo que hicieron fue vender divisas, pidieron un préstamo y vendieron algunas divisas en el mercado, pero no utilizaron la política monetaria que hubiera sido la única forma de lograr su propósito. Los argumentos eran: “Bueno, la masa monetaria norteamericana no se estaba expandiendo tan rápidamente como para eso, no mostraba tanta inestabilidad”, pues la Reserva Federal no estaba tomando en cuenta la explosión de Dólares que estaba teniendo lugar en Europa, el mercado del Eurodólar. Se trataba aquí de un juego nuevo que la “Fed” no captó. Y así se equivocaron en la política que implantaron.

Durante este episodio los europeos volvieron al camino de la integración monetaria, un proceso que fue más lento de lo que jamás fuera antes. Recurrieron a Giscard y a Schmidt, quienes ahora decidieron que habían cometido un error en 1973 al dejar que George Schultze los convenciera de adoptar un sistema de tipos flotantes. Europa debía volver a los tipos fijos. Así surgió el Sistema Monetario Europeo durante la Cumbre de Bremen en 1978 y subsiguientemente la formación del sistema en 1979 y luego dentro del sistema gradualmente surgió un mecanismo de tipos de cambio que resultó ser –aun cuando se requirieron otros cinco años más para que Francia lo aceptara finalmente—que el sustento central del sistema era el marco alemán. Lo que surgió luego de 1995, fue la admisión por parte de todos—incluyendo el gobierno de Mitterand—que se trataba del bloque del Marco alemán; y el hecho, precisamente, de que era el bloque del Marco alemán, y que era reconocido como tal, como el bloque del Marco alemán, que constituyó un gran incentivo para que los franceses trataran de encontrar una alternativa, pues los franceses en

particular—los ingleses no formaban parte del mecanismo de tipos de cambio en ese momento ni les interesaba demasiado—repito, los franceses en particular, no querían vivir en el bloque del Marco alemán. Entonces ¿por qué no tener un sistema europeo? Dentro de un sistema europeo el poder se compartiría y los países más pequeños no estarían bajo la dominación del Marco alemán y del Bundesbank; habría una participación conjunta del poder ante el Banco Central Europeo.

Bajo el impulso de Jacques Delors se estableció la Comisión Delors con el fin de trazar los planes para integración europea y su mandato fue olvidarse de las implicaciones políticas del mismo. “Que no se considere si es políticamente realista o no; o de la posibilidad de que los gobiernos vayan a decidir hacerlo: simplemente determinen cual es la mejor forma de lograrlo.” :Y el informe Delors salió en la primavera de 1989. Entre lo básico de su contenido había una novedad: en primer lugar, consideraba un movimiento hacia una moneda europea en tres fases: la primera fase, sería la convergencia de las economías; la segunda fase sería la formación del Instituto Monetario Europeo —que habría de ser el predecesor del Banco Central Europeo— y la tercera, el bloqueo de los tipos cambiarios y, como se vio después, el reemplazo de las monedas nacionales por una moneda europea única.

Pero la **gran sorpresa** en todo esto no consistía en las tres fases del proceso de integración, pues éste ya había existido en 1970, algo muy parecido a ello. **La gran sorpresa no era una moneda paralela, ni una moneda europea, sino una moneda europea ÚNICA.** Esto significaba que los 12 países—que pronto habrían de ser 15 países— europeos se deberían comprometer eventualmente a eliminar sus monedas nacionales en favor de una moneda totalmente europea. Este fue un paso de suma importancia, aun cuando nunca se estableció en el informe Delors claramente por qué razón había sido incluido este punto

en el informe. Pero indudablemente el punto de mayor importancia consistía en que una moneda **UNICA** haría que el proceso fuera mucho más irrevocable. Imposible volverse atrás. Si los países mantenían su propia moneda cabría la posibilidad de que decidieran utilizar la propia moneda prescindiendo de la moneda europea.

Sin embargo, el reemplazo de las monedas nacionales por la moneda europea era un paso muy grande, un paso **político** muy grande pues significaba el fin de la soberanía monetaria nacional, lo cual a su vez significaba un gran paso en la dirección de una política de integración. Creo que el informe Delors no hubiera sido aceptado como así sucedió, si no hubiera ocurrido un gran cambio en el mundo en 1989: el final de la guerra fría.

En 1990 la Unión Soviética —entonces bajo Gorbachov— permitió que Alemania se unificase. Gorbachov dijo que él no habría de enviar tropas soviéticas en apoyo del gobierno alemán oriental, si se daba el caso que éste último objetara a la reunificación. Este cambio, no hace falta decirlo, costó varias decenas de miles de millones de Dólares que se trasladaron de Alemania Oriental a la Unión Soviética destinados a lograr este acuerdo. Y fue entonces que Kohl intervino y consultó a los países de Europa Occidental si estaban dispuestos a aprobar este proceso. Y le contestaron afirmativamente, pero la integración europea quedó en cierto modo condicionando el acuerdo. Alemania debería comprometerse con la integración europea, pues nadie quería una Alemania unida que nuevamente mostrara una tendencia a dominar a toda Europa Oriental y al resto de Europa. De manera que Kohl aceptó y fue uno de los propulsores de la integración europea a través de todo el proceso. Se contaba con la cohesión política, se contaba con el elemento de urgencia—sentido de urgencia que emanaba del hecho que cuanto más tardara la integración europea, más difícilmente iba

Alemania a estar realmente dispuesta a renunciar a Europa Oriental en los términos en los cuales los franceses y muchos otros países deseaban. Y así se llegó a la integración europea.

Hubo otro episodio crítico en el camino hacia ello. En 1996 Romano Prodi fue a España, a Valencia, para reunirse con su contraparte el Presidente Aznar y con el Primer Ministro de Portugal y trató de formar una especie de trío al estilo del Club Mediterráneo (aunque no sé cómo encaja Portugal en el Mediterráneo, nunca resultó claro) un acuerdo en estas líneas con el fin de pedirle a Europa que retrasara, que pospusiese, la fecha límite para la integración de 1999. Y Aznar simplemente dijo: “¡NO!”. pues para España era demasiado importante que se realizara la integración. :Y la propuesta no prosperó. Prodi volvió a Italia, convenció al país de lo contrario y se llegó a la integración europea. En esa época fue un paso considerable. Y se logró, sorprendentemente, la integración de todos los países, de los once, al comienzo del año pasado y ahora está afirmándose.

Escribí tres artículos sobre la integración del Euro en el **Wall Street Journal** en 1998. Dos de los artículos se referían al caso de la integración monetaria europea, al caso de una moneda única en Europa, y utilicé parte para corregir conceptos contenidos en varios artículos míos anteriores sobre áreas monetarias óptimas. Sentía que se habían estado utilizando mis artículos sobre *shocks* asimétricos como argumento del por qué Europa no constituía una área monetaria óptima. No era ese en absoluto mi punto de vista expresado en mi artículo. Mi artículo estaba destinado a mostrar que las áreas monetarias óptimas, no estaban necesariamente constituidas por una nación; por un cúmulo de diversos factores—incluyendo factores de movilidad y otros—bien pudiera tratarse de una región, según cómo se defina una región. Pero no pueden definirse las regiones de manera excesivamente estrecha pues si se usa el argumento de *shocks*

asimétricos en un país que produzca bienes diferentes y este se ve sometido a grandes cambios en la demanda, dicho país se encontraría en una posición muy diferente y en tal caso el mismo sistema monetario no sería, necesariamente, el adecuado para todos los países dentro de esa región. Se podría sostener el mismo argumento dentro de cualquier país que fuera lo suficientemente grande. Habría que tener áreas monetarias separadas para la Columbia Británica y las provincias marítimas, las provincias Atlánticas; y España debería subdividirse en cuatro o cinco áreas monetarias diferentes; y lo mismo podría decirse de las Islas Británicas. No puede utilizarse ese argumento pues en última instancia habría que volver a las economías de escala básicas de la moneda en común y a las ventajas de participar en un área monetaria única.

Mi tercer artículo en el ***Wall Street Journal***, Abril 30 de 1998, llevaba implícita la viabilidad del Euro. En este artículo presentaba los seis factores de liquidez que conlleva la introducción de una nueva moneda. Uno de éstos era el reemplazo de quince u once monedas—tal como sería en este caso—por una moneda única, lo cual volvería a esta última mucho más efectiva, mucho más líquida de lo que sería en el otro caso, de modo tal que el Banco Central Europeo tendría que absorber el exceso de liquidez mediante políticas monetarias y si no procediese así el Euro caería. En el largo plazo hay buenos argumentos a favor de una valorización del Euro. El área del Euro irá extendiéndose desde 11 a 15 países, a los cuales habría que agregarle los 13 países que han sido invitados a presentar su solicitud de admisión a la Unión Europea—todos los países de Europa Central y Oriental más Chipre y Malta, así como los Estados Bálticos y otros, estamos hablando de unos 29 países; a ello habría que agregarle los 13 países de Africa que ya están ligados al Euro, tal como era el caso anteriormente con el Franco Francés (se trata de los 13 países de habla francesa de Africa) lo

cual lleva el total a 41 países dentro del área del Euro, quizás algunos países quieran estabilizarse con respecto al Euro—podrían ser países en Oriente Medio e Israel—lo cual dentro de unos 10 años podría llevar el total a unos 50 ó 60 países dentro del área del Euro. A medida que esto suceda el área del Euro habrá de ser mayor que el área del Dólar, cubriendo una población más grande, y quizás algo mayor -20% mayor—en términos de PBI; de manera que el resultado al llegar al año 2010 probablemente sea que la mayoría de los Bancos Centrales de los diferentes países posiblemente querrán tener en sus reservas internacionales montos iguales de Dólares y de Euros. Pero si ese fuera el caso, tomando en consideración que durante los próximos diez años la demanda internacional de reservas se duplicaría, casi todo el incremento deberá ser en Euros, en Dólares habrá de ser bastante poco. :Y todos estos serán factores que decididamente llevarán a un Euro más fuerte y a un Dólar más débil. Esta diversificación habrá de comenzar en algún momento en el futuro y el Euro mostrará una tendencia ascendente.

Bueno, en la actualidad el Euro se encuentra en su límite más bajo de cotización: 88 centavos. La cotización dentro del día creo que cerró a 89 centavos, realmente su límite histórico más bajo, una depreciación del orden del 22-23% desde su nacimiento. No es un comienzo demasiado prometedor. En realidad yo quedé muy contento de ver que el Euro caía con respecto al Dólar durante la primera fase desde US\$ 1.18 a US\$ 1.05. Me alegré, pues el Sr. Lafontaine en Alemania y aún Romano Prodi en Italia, habían estado considerando utilizar al Banco Central Europeo como medio de mejorar el empleo en Europa, cosa que a mi modo de ver distaba mucho de ser una buena idea. Cuando el Euro cayó, su razonamiento quedó totalmente sin sustento y cesaron de presionar con este tema.

pero a medida que el Euro fue cayendo por debajo del Dólar pensé que no se está prestando suficiente atención al hecho de que ello constituye una señal indicadora de excesiva liquidez en el mercado. La forma correcta de detener esta caída hubiera sido intervenir en el mercado y, hasta que transcurriera la fase inicial, simplemente fijar al Euro contra el Dólar a una paridad de uno a uno. Recuerden que Europa posee mayores reservas de divisas que cualquier otro país en el mundo. Que cualquier área del mundo. Tiene casi medio billón* de Dólares en reservas. Sin embargo el Banco Central Europeo, (Duisenberg y otros) tenía esta peregrina idea de que cuando interviene jamás debería intervenir en el mercado de divisas sino únicamente en el mercado de bonos. Europa no necesita altas tasas de interés. Lo que Europa necesita es una tasa cambiaria estable. La caída del Euro, la excesiva caída del Euro está haciendo aumentar los precios del petróleo y los precios de referencia y reavivando la inflación, todo lo cual va en la dirección equivocada. La política durante los últimos meses ha sido simplemente terrible y creo que Europa habrá de pagar por ello. Siento que eso suceda; siento tener que criticarlos, pues durante la primera fase pensé que esta leve depreciación estaba bien. Pero ahora ha ido demasiado lejos. Sin embargo, no me preocupa realmente. Es posible que el Euro caiga. Sin embargo, curiosamente, y quizás no tan curiosamente, la demanda de Euros tienen gran fuerza en los mercados extranjeros y las expectativas son de que el Euro se va a recuperar. Las tasas de interés en Europa están 1.5 puntos porcentuales más bajos que en los Estados Unidos. La diferencia va a ser aun mayor cuando Estados Unidos aumente su tasa de interés en la próxima semana o dos, como es muy probable que haga, de modo que aquí hay un problema.

* Originalmente trillón en la versión inglesa.

Otro punto que me gustaría destacar es que el Banco Central Europeo no opera en materia de decisiones de poder según el tamaño del país. Cada país tiene un voto dentro del sistema. No estaba totalmente seguro de que esto fuera a funcionar realmente. No es como en el caso del FMI en el cual los países tienen cuotas más o menos en proporción al tamaño del país, de manera que los países grandes tienen gran poder dentro del mismo, pero en un sentido teórico Alemania, el mayor país dentro del sistema tiene el mismo poder que Luxemburgo, el país más pequeño. Sin embargo no constituye esto necesariamente la manera correcta. En la práctica las cosas se nivelan y funciona bien porque siempre habrá un alemán que ocupe una posición importante en el Consejo Directivo del Banco. Sin embargo esto debe tenerse en cuenta.

Ahora veamos. **¿Qué lecciones podemos extraer de este proceso para el Hemisferio Occidental y para Latinoamérica?**

Bueno, lo primero cuando se piensa en tener una moneda para el MERCOSUR, para los cuatro países del MERCOSUR—también se podía hablar de Latinoamérica, toda Latinoamérica, con una moneda latinoamericana y aun se podía pensar en abarcar todo el continente— el sistema obvio sería simplemente la dolarización. Todos los países dolarizan. Y luego la Reserva Federal determina la tasa de inflación en el Continente. Es toda igual. Y sería una manera mediante la cual cada país lograría estabilidad monetaria de manera similar a lo que sucede con Puerto Rico (aun cuando éste no es un país independiente) o como Panamá; éste es un país independiente pero continúa con el sistema establecido en el tratado de 1903 en el cual se estableció que Panamá no habría de crear un papel moneda.

¿Cómo debería proceder un país para dolarizarse? Saquemos este punto del contexto latinoamericano. Tomemos a Canadá. En Canadá se ha hablado mucho de esto porque la

política monetaria canadiense no ha sido tan buena como la política monetaria norteamericana. La política monetaria mejicana tampoco lo ha sido. ¿Qué se podría obtener de la dolarización? Ciertamente se obtendría una mejor política monetaria, salvo que el país tenga la pretensión de pensar que va a tener una mejor tasa de inflación que los Estados Unidos. Repetimos. ¿Cómo debería proceder un país para dolarizarse? Bueno, pues, Canadá haría desaparecer el banco de Canadá y desmonetizaría el dólar canadiense y la consecuencia sería que los canadienses no tendrían dinero. ¿Y qué sucedería? Bueno, un país siempre tiene que tener dinero de modo que simplemente lo importarían, como importan autos y computadoras y todo lo demás. Como procedían bajo el patrón oro los países que no tenían minas de oro e importaban su oro. Importaban lo mejor de todo. O bajo el patrón plata, importaban plata. Los países no tienen por qué producir su propio dinero y Canadá obviamente se volvería a la mejor opción siguiente, quizás podíamos decir la mejor de las opciones en materia monetaria, que sería obviamente la tasa monetaria en la frontera de los Estados Unidos e importaría el dólar norteamericano. Esto haría que su política monetaria fuera como la de California. Exactamente la misma. Y posiblemente en el largo plazo mejor de lo que ha sido la política monetaria canadiense durante las tres o cuatro últimas décadas, pues ésta ha sido bastante inestable. Quizás no haya sido tremendamente inestable, pero no ha sido tan buena como la política monetaria de los Estados Unidos y además carece de las ventajas de las economías de escala en este vasto territorio. Canadá tiene un PBI de 1.11% del de los Estados Unidos. Es una economía mucho menor, menor aun que la economía de California.

¿Cuál habría de ser el costo? Bueno, el costo podría consistir de una costo triple. El primero de estos costos sería el señoreaje. Canadá tendría que exportar bienes o pedir en

prestamo activos de exportación para poder comprar la moneda norteamericana. Y luego tendríamos el costo anual del señoreaje, pues habrían costos adicionales. Esto constituiría el costo básico anual del señoreaje. Se podría calcular si tomamos la masa monetaria, la masa monetaria de alto poder [no se aplicaría a dinero bancario, sino simplemente a la masa monetaria de alto poder, las reservas del Banco Central], y la multiplicamos por la tasa de interés y se obtiene el costo anual de intereses por el uso de divisas extranjeras. Este sería un costo. El segundo costo sería en símbolos de nacionalismo. Los billetes tendrían la imagen de Benjamín Franklin y de Andrew Jackson en lugar de la de Johnny Mac Donald y la de quienquiera que figure en los billetes canadienses. Y el tercer costo estaría constituido por otro costo político intangible: los canadienses no tendrían ni voz ni modo de influenciar su política monetaria. En este sentido perdería su soberanía monetaria. No habría ningún canadiense en el Junta Directiva de la Comisión de Mercado Abierto de la Reserva Federal, por ejemplo. Charles Kindleberger hace unos 50, ó quizás 40 años, bromeaba diciendo que el Decimotercer Distrito de la Reserva Federal estaba constituido por Canadá. Y agregaba que quizás debiera haber un canadiense en la Junta Directiva.

Si tomamos este ejemplo como modelo para Latinoamérica, ello sería posible, pero también se aplicarían todas esas condiciones inherentes a la dolarización. Los tres costos: el costo de señoreaje, el costo del poder (la cuestión de determinar la política monetaria) y el costo simbólico nacionalista. Pero las ventajas serían considerables en el sentido de que habría una buena política monetaria, siempre y cuando la política monetaria de los Estados Unidos fuera buena. Ahora, históricamente hablando, la política monetaria norteamericana durante el siglo veinte ha sido mejor que la de casi cualquier otro país en Latinoamérica. Creo esto es cierto sin excepciones si lo medimos

por los factores de innovación. Ha sido mejor que la de cualquier otro país en el mundo, sin excluir Alemania. Porque Alemania, durante el período de posguerra, ha tenido a partir de 1948 una mejor política monetaria que la de los Estados Unidos. Alemania tuvo una conversión monetaria verdadera en la década del 20 y **posteriormente, en 1948 hizo una** conversión monetaria limitada bajo los auspicios de las autoridades norteamericanas. Tenemos pues que la política monetaria en general habría de ser mejor y ello sería un punto importante a favor.

Ahora ¿con qué alternativas contamos? Bueno, hay una alternativa que recomiendo para Canadá y Méjico que no es la dolarización. Pueden continuar con sus propias monedas, pero deben hacer un uso realmente creíble de la política norteamericana estableciendo un acuerdo muy creíble de tipos de cambio fijos. Algo parecido, pero conformado a cada país, algo así como un *currency board* o caja de conversión anclada al dólar. La idea básica es que no se desea contar con tipos de cambio vinculados. Los tipos de cambio vinculados constituyen el peor de todos los sistemas. Se conoce por tipo de cambio vinculado el sistema según el cual el Banco Central establece la tasa, vincula la tasa de cambio a otra moneda pero aún así tiene una política monetaria independiente. Una tasa de cambio fija verdadera es aquella según la cual la tasa de cambio es fija y ello entonces determina la política monetaria. La caja de conversión es un ejemplo máximo de ello. El plan de convertibilidad de la Argentina constituye otro ejemplo de lo mismo. Al verse enfrentado a la elección entre dolarización y la caja de conversión, el ex Presidente Menem estuvo a favor de la dolarización puesto que cada vez que hay un intenso *shock* en la economía Argentina ello afectaba las tasas de interés. Hubo dos de estos casos durante la década del 90: el primero fue la crisis Mejicana llamada “efecto tequila”—cuando 15% de la masa monetaria argentina quería salir del país ante la sospecha de que

los acuerdos monetarios no iban a resistir— y las tasas de interés subieron.. Y luego vino el *shock* brasileño, el *shock* producto de la gran devaluación —que originó un crecimiento de menos 3% en Argentina durante el pasado año y, según parece, lo mismo sucedió en Uruguay. Fue éste pues el segundo *shock* y nuevamente subieron las tasas de interés por causa de la especulación que pensaba que los tipos de cambio no iban a permanecer fijos.

He estado hablando con argentinos al respecto—Pedro Pou y otros—y creo que podrían hacer algo para mitigar las desventajas de estos *shocks* si decidieran que habrán de mantener la caja de conversión para no permitir que suban los tipos de cambio. Todo lo que se requiere es fijar la tasa de futuros, intervenir en el mercado de futuros, dar al mercado de futuros un apoyo muy coherente que impidiera que los tipos de cambio se elevaran. Pero no la establecería a un tipo absolutamente fijo, pues sería el equivalente de allanar el camino a la especulación, sino establecería una sanción, multa o pena para los contratos a futuro. Mientras se cuente con estos contratos los tipos de cambio se mantendrían bajos. Es una forma de resolver el problema de los *shocks* bajo la caja de conversión. Una segunda forma sería que fuera más difícil modificar los tipos de cambio. En el caso de Argentina éstas pueden cambiarse mediante un simple acto parlamentario.

Esta fue mi propuesta para Italia en su camino a la UME. Italia debía anclarse al Marco alemán de forma absolutamente fija y manejar el sistema como una especie de caja de conversión y luego, con el fin de asegurar que al gobierno italiano le resultara difícil modificar la tasa de cambio, establecer que será necesaria una mayoría de dos tercios en ambas Cámaras del Parlamento para modificar los tipos de cambio. Ello lo volvería más difícil.

may, sin embargo otra cosa, la clave para Argentina. Es algo que por lo general pasó desapercibido. Cavallo insertó una regla que fuera aprobada por el legislativo que establecía que los contratos en Dólar, las cláusulas en Dólares incluidas en los contratos, no serían consideradas válidas por los Tribunales. Esta cláusula en realidad iba dirigida a una eventual devaluación y a quienes pudieran, desde el Parlamento, conocer este hecho de antemano. Esto les permitiría realizar inmediatamente contratos en Dólares impunemente sin tener que pagar por ello. Ahora no podrán hacerlo. Cualquiera que tuviera activos en Pesos—bonos denominados en Pesos, etc.—sufriría de inmediato una enorme pérdida de capital. Es por ello que sería muy difícil modificar la tasa de cambio en Argentina.

Ahora piensen por un momento en el sistema europeo y cuan fácil hubiera sido crear una unión monetaria en 1969 ó 1970. Cuando visité la Comunidad en 1970 me hicieron la siguiente pregunta: “¿Cuándo sería la fecha más temprana en la cual podríamos poner en práctica su plan?” I yo respondí, en parte bromeando: “Bueno, tardaría por lo menos una semana”. Pues el hecho era que ya había convergencia. Había una mayor convergencia en las economías europeas en 1969/1970 que en 1998 y 1999, luego de 10 años de dura lucha para lograrlo, pues bajo el sistema de tasa de cambio fija los países se veían obligados a tener disciplina fiscal. La disciplina fiscal bajo cualquier sistema de tasa de cambio fija es un requisito previo absoluto. Si hay países con déficits presupuestales, especialmente países que no cuentan con demasiadas reservas, que tienen algún endeudamiento exterior, si no pueden equilibrar su presupuesto olvídense de cualquier tipo de sistema de cambio fijo. Olvídense de cualquier tipo de unión monetaria. Pues una unión monetaria no puede coexistir con un desequilibrio fiscal. Pero para que exista algo parecido a una unión monetaria, una moneda común o cualquier cosa similar,

entonces lógicamente tienen que existir tipos de cambio fijos, tasas de interés comunes y tasas de inflación comunes. El punto no debería ser -tal como lo he oído frecuentemente- “Oh, Mundell quiere tipos de cambio fijos, cree en tipos de cambio fijos”. Sea o no sea verdad, el hecho es que no es exactamente verdad. No digo que todos los países debieran tener tipos de cambio fijos. Me gustaría ver un mundo que tuviera un sistema monetario internacional basado en tipos de cambio fijos. Pero los Estados Unidos no pueden tener una tasa de cambio fija, pues no hay moneda alguna con la cual los Estados Unidos la puedan fijar. Los países grandes no pueden fijar sus tasas con los países pequeños pues dominarían las políticas de los países pequeños. De modo que todos los países no pueden tener tipos de cambio fijos. Pero los países pequeños, si se cuenta con una economía vecina estable, con un país grande, pueden tener las ventajas de las economías de tamaño, aislación contra *shocks* obteniendo así grandes ventajas de tener tipos de cambio fijos.

Sin embargo no se trata de comparar los tipos de cambio fijos contra los flexibles. Esto es casi un oxímoron, pues una tasa de cambio fija es una regla monetaria que brinda estabilidad en el sentido de la tasa de inflación del país con el cual se han anclado. Los tipos de cambio flexibles no constituyen una regla monetaria; son la ausencia de una regla monetaria. De manera que no se puede comparar una regla monetaria con la falta de una regla monetaria. Los tipos de cambio fijos conviven con la hiper inflación o con la hiper deflación o con la estabilidad de precios. Sirven para obtener lo que se desee. No es un juego cerrado. Lo que hay que comparar es tipos de cambio fijos contra otras reglas monetarias. ¿Existe una regla monetaria mejor que los tipos de cambio fijos? Bueno, obviamente en el caso de los Estados Unidos tiene que haberla pues Estados Unidos no puede fijar su tasa de cambio. La regla monetaria de los Estados Unidos es *inflation targeting*. Chile tiene algo

parecido al *inflation targeting* pero el experimento de Chile no ha tenido pleno suceso pues Chile tiene que tener controles de capital y su tasa de inflación no ha descendido al bajo nivel que, digamos, logró Argentina. Así que existe la opción de reglas monetarias.

Pero si se está transitando en la dirección de una unión monetaria, resulta difícil lograrlo mediante el uso de la tasa cambiaria para la contención inflacionaria únicamente. Observen lo que sucedió a las tres grandes economías. En el mundo actual, luego de la creación del Euro, éste se convirtió instantáneamente en la segunda moneda más importante del mundo. Desde la creación del Euro han existido tres zonas de estabilidad monetaria: el área del Dólar, el área del Euro y el área del Yen. Estas tres zonas cubren el 60% de la producción mundial. Y en cada una de estas áreas hay estabilidad. La tasa inflacionaria en la totalidad de las tres áreas es inferior al 2.5%. Por lo tanto se obtiene considerable convergencia. Olvidemos por un minuto la tasa de interés japonesa que se basa en otra serie de problemas. Con tres zonas de estabilidad monetaria se debería poder tener tipos de cambio estables. Pero en la práctica los tipos de cambio se han visto afectados por violentas oscilaciones. Esto sale de lo común. Y es antiproductivo. Y demuestra que los Bancos Centrales están cometiendo un error. Si hubiera un argumento a favor de tipos de cambio flexibles, éste sería que las tasas de inflación pueden diferir y lo mismo pasa con los niveles de precios. Pero si no lo hacen, si son iguales, entonces se pueden tener tipos de cambio fijos.

Sin embargo observen lo que sucedió con el Dólar/Yen durante los último 10/15 años. En 1985 el Dólar era equivalente a 250 Yen; diez años después el Dólar equivalía a 79 Yen. Los niveles de precios no habían cambiado mucho entre estas dos áreas, pero a partir de 1995 el Dólar había descendido a 79 Yen. En 1998, en Junio, subió a 148 Yen y los especuladores pensaron

que iba a subir hasta los 200 Yen. En lugar de eso bajo hasta unos 105/108 Yen, más o menos su precio actual. Ocurrieron grandes fluctuaciones en la tasa Dólar/Yen (y probablemente estuvieron en la raíz del problema que llevó a la crisis Asiática). Los países que tenían sus monedas vinculadas (unas vinculaciones no muy buenas pero vinculaciones al fin) al Dólar encontraron que sus monedas se revalorizaban contra el Yen y ya habían tenido un problema cuando la devaluación de la moneda china en 1994. Los tipos de cambio fueron la probable causa de esto.

Tenemos pues, como saldo final que, en mi opinión el *inflation targeting* nunca va a llegar a una unión monetaria, ni a una moneda del MERCOSUR ni ningún otro tipo de moneda latinoamericana.

Hay que concentrarse en la contención de las tasas cambiarias y creo es preciso centrar estos esfuerzos alrededor del Dólar. Y no debe ser una tasa de cambio vinculada sino una tasa de cambio fija. Algo parecido a una caja de conversión, algún tipo de *currency board*. Los países pequeños deben tener cajas de conversión rigurosas, los países grandes no requieren cajas de conversión al 100%, sino que pueden adoptar diversas modificaciones de éstas; pero es la forma mejor y lo mejor para el MERCOSUR—siempre centrandó el ejemplo en esos cuatro países—que cada uno de los países estuviera anclado al Dólar. Argentina ya lo está. Paraguay y Uruguay fijarían sus tipos de cambio luego de haberse asegurado la estabilización de su tasa de inflación—no debe confundirse estabilización con fijación—y luego de lograr la estabilización, fijarlas. Entonces esos tres países tendrían una tasa de cambio estable y, esperemos, tasas de interés bastante similares y deberían también tener tasas de inflación comunes; pero nada funcionaría si cada uno de ellos no tiene un presupuesto equilibrado. Este es un requisito previo.

Y luego la gran pregunta sería el país grande. BRASIL. Estuve en el Brasil en 1993 y la tasa de inflación era de **35% mensual!** Cuando volví el otro día era del **6% anual**, según las mediciones realizadas. Un logro excepcional en materia de estabilización. Estaban muy felices y piensan haber ya logrado la estabilidad. Y luego yo dije: “Bueno, si quieren ustedes una moneda común, ahorren al oro para el último tramo y hagan bajar la inflación al 4% y al 2% y luego fijen en el Dólar norteamericano. Y si quieren una moneda MERCOSUR, por razones políticas -siempre tiene que haber un componente político así como un componente económico—entonces se requiere la convergencia. Es la forma mejor. Creo que la única forma de obtener de hecho convergencia sería una convergencia sobre el Dólar y así se podría fácilmente crear una moneda MERCOSUR. El nombre de la misma sería, obviamente “Merc” [risas] y luego crearían el Banco Central Merc y así sucesivamente.”

Otra posibilidad sería la creación de una moneda Latinoamericana, una moneda mucho más amplia, en lugar de tener una moneda MERCOSUR. Pero el proceso sería el mismo: no la dolarización sino la estabilización de una tasa de inflación común. Cada país deberá tener presupuestos equilibrados; y estabilidad monetaria en ese sentido y luego un Banco Central Latinoamericano y una moneda Latinoamericana y un Dólar latinoamericano de alguna clase—al fin y al cabo el Dólar es una especie de moneda española si nos atenemos a su origen: La primera moneda norteamericana se creó en base a dos Dólares españoles en 1776. La moneda Norteamericana se basó, fue creada, sobre el Dólar español, de manera que el Dólar latinoamericano sería definitivamente factible.

¿Cuales serían los beneficios? Bueno, acarrearía el beneficio de estabilidad monetaria siempre que el Banco Central funcionara de manera estable. Podría continuar anclada al

Dólar, podría vincularse al Euro, vincularse a una mezcla de ambos, podría ser independiente, hay toda una serie de posibilidades. Sea cual fuere la posibilidad siempre deberá estar condicionada a que haya una política estable y en el largo plazo esto aumentaría el poder de Latinoamérica y en base a esto se podría comenzar un proceso de Fondo Monetario Latinoamericano y regionalizar parte del FMI y todo esto ayudaría a que funcionaria realmente este tipo de sistema.

En el largo plazo considero que la necesidad de estas grandes monedas regionales surge en gran parte porque no hay un sistema monetario internacional y recientemente escribí - no recuerdo bien la fecha pero creo que fue en abril—un artículo sosteniendo que la mayor amenaza actual a la tasa de estabilidad la constituye la volatilidad de las tasas cambiarias entre los países y las fluctuaciones de la tasa de interés que crean inestabilidad en los mercados de capital y constituyen una gran amenaza potencial a la estabilidad. Pero, visto que los tres grandes países ya tienen convergencia de las tasas de inflación, sería más fácil para el Japón, los Estados Unidos y Europa tener una unión monetaria, que para los once países de Europa. Y éstos ya lo lograron. Solo hay que seguir por la misma senda y se puede lograr la unión monetaria de esos tres países.. Ciertamente, nunca van a lograr tener una unión monetaria con una moneda única para Japón, los Estados Unidos y Europa. Los Estados Unidos han tenido la moneda más importante del siglo XX y no van a eliminarla en aras de otra moneda. No lo preveo, por lo menos en el futuro previsible; y a Europa le tomó treinta años de duras negociaciones el crear la moneda europea, y no van a eliminar el Euro; pero se podría tener una unión monetaria de tres monedas que unificaría la tasa de cambio porque hay convergencia económica en el sentido de tasas de interés muy bajas.

De modo que el punto principal para las Américas no radica tanto en las opciones puramente económicas, pues todo lo que se propone es crear una moneda común en un sentido económico, una tasa de inflación común y una tasa de inflación **bien baja** que lleve a la estabilidad monetaria. Eso, en mi opinión, bien valdría la pena. Pero la división de los acuerdos sobre áreas monetarias dependería de los intereses políticos y de cuales metas políticas se quiere lograr. Latinoamérica siempre ha tenido algún tipo de conjunción y hubo una época en la cual Latinoamérica estaba bastante unida culturalmente bajo España y Portugal, aun cuando hubo grandes divisiones. Pero salvo por la división del español y el portugués, tiene suficientes lazos en común para hacer que una moneda común en Latinoamérica y otra unidad más circunscrita en el MERCOSUR, sean posibles. Pero recuerden que la opción del MERCOSUR tiene un pequeño problema. Y no sé si alguna vez lo van a poder resolver ... el control. Siempre hay un problema cuando se tiene un país que tiene un tamaño tanto mayor en relación con los demás países, los países más pequeños: 60 millones de habitantes. Resulta difícil encontrar un sistema que sea satisfactorio para el Brasil y al mismo tiempo para los países pequeños. Encuentro que hay mucho interés en una moneda del MERCOSUR en Brasil en particular debido al Real. [risas] Sería muy fácil tener el Real en Brasil si los demás países dijeran: "Bueno, adoptemos el Real" y lo podemos llamar el Merc. Podemos cambiar el nombre del Real al Merc. Y esta sería una solución factible desde el punto de vista del Brasil, pero resulta difícil imaginar que Argentina lo aceptase. Y no sé qué harían Uruguay y Paraguay. En este aspecto pues, el elemento político tendría que ser tomado en consideración.