

CENTRO DE ESTUDIOS MONETARIOS LATINOAMERICANOS

BOLETÍN

VOLUMEN XLVII, NÚMERO 4

OCTUBRE-DICIEMBRE DE 2001

CENTRO DE ESTUDIOS MONETARIOS LATINOAMERICANOS

ASAMBLEA

Bancos Centrales Asociados (*vox et votum*) y Miembros Colaboradores (*vox*)

JUNTA DE GOBIERNO, 2001-2003

Presidente: Banco de México

Miembros: Banco Central de la República Argentina; Banco Central de Brasil; Banco de la República (Colombia); Banco Central de la República Dominicana; Banco Central de Trinidad y Tabago; Banco Central de Venezuela.

AUDITORÍA EXTERNA

Banco de México

PERSONAL DIRECTIVO

Director general
Kenneth Coates

Subdirector general
Carlos-Alberto R. Queiroz

Directora de Capacitación
Jimena Carretero Gordon

Directora de Estudios
Flavia Rodríguez Torres

Director de Relaciones internacionales
Juan-Manuel Rodríguez Sierra

Boletín es una publicación del Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, Durango nº 54, México, D. F., 06700. Aparece al fin de cada trimestre. ISSN 0186 7229.

CEMLA BOLETÍN

ÍNDICE

- 161 **Estrategias para una Cooperación/Unión Monetaria**
Roberto Zahler
- 184 **¿Por qué tiene importancia la política monetaria contracíclica?**
Satyajit Chatterjee
- 193 **¿Cómo funciona un sistema monetario dolarizado?**
Julio Héctor Estrada D.
- 210 **Autoridades de los bancos centrales latinoamericanos y otras instituciones miembros del CEMLA**
- 212 **Actividades del CEMLA durante septiembre-noviembre de 2001**
- 215 **Índice 2001**

Los trabajos firmados son responsabilidad exclusiva de los autores y no coinciden necesariamente con el criterio del CEMLA.

VOLUMEN XLVII

NÚMERO 4

OCTUBRE-DICIEMBRE DE 2001

Estrategias para una Cooperación/Unión Monetaria*

Roberto Zahler

I. Introducción

1) El entorno internacional y los desafíos regionales

La tendencia hacia una mayor integración comercial y financiera ha caracterizado la realidad internacional en las últimas décadas. Acuerdos de gran envergadura -como el Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN), el Mercado Común del Sur (Mercosur), la *Association of South East Asian Nations* (ASEAN) y la Unión Monetaria Europea (UME)- confirman la creciente presencia de bloques político-económicos en el mundo. Como resultado, se observa el desarrollo de un orden económico internacional de tendencia multipolar (Zahler [1997]). Lo anterior adquiere especial importancia para la estrategia de inserción de América Latina en la economía internacional, tanto en su dimensión comercial como en la financiera.

De un lado, la región debe estar preparada para enfrentar una posible mayor desincronización de los ciclos económicos entre los países industrializados, derivada de una visión más “hacia adentro” de bloques que adquieren mayor poderío e influencia, a la vez que se tornan menos dependientes del desarrollo de la economía mundial. Lo anterior permite esperar mayores fluctuaciones cambiarias entre las monedas internacionales así como una ma-

yor volatilidad de sus tasas de interés,¹ que responderían a factores internos de cada bloque por sobre consideraciones de estabilidad económica internacional.

De otro lado, los países de la región deben continuar con los procesos nacionales de estabilización y de reformas estructurales orientados a dar solidez y sustentabilidad en el tiempo al desarrollo de sus economías. La responsabilidad en el manejo macroeconómico doméstico, la promoción del ahorro interno y el cuidado por incrementar y financiar adecuadamente la inversión son condiciones ineludibles para el desarrollo económico de la región y su presencia en la economía mundial.

Por su parte, el creciente y profundo proceso de globalización refuerza la necesidad de consolidar los desarrollos que, con diferentes grados de compromiso e intensidad, se han ido produciendo en materia de apertura económica y de integración regional y sub-regional. En efecto, el mayor intercambio comercial y financiero así como la reciente similitud de los objetivos macroeconómicos individuales de los países no garantiza la estabilidad ni el crecimiento sostenido de la región. La elevada volatilidad de las economías ante choques de variables exógenas extrarregionales ha llevado a proponer estrategias de armonización de las políticas macroeconómicas en diversas subregiones de América Latina, de modo de lograr una complementación económica dinámica, que maximice su crecimiento.²

* Publica el CEMLA, con la debida autorización, el trabajo de R. Zahler, presidente de Zahler y Co. Aparecido en el nº 13, vol. 5 (enero-abril de 2001) de la revista *Integración y Comercio* de Intal, Buenos Aires. Este trabajo fue presentado en el Foro de Política “Coordinación de políticas macroeconómicas y cooperación monetaria en el Mercosur”, organizado por BID/INTAL-CEBRI, en Río de Janeiro, Brasil, los días 9-10 de octubre de 2000. El autor agradece la colaboración y asistencia de Susana Jiménez.

¹ En los veinte meses corridos desde comienzos de 1999, el coeficiente de variabilidad entre el euro (marco alemán) y el dólar ha sido más del doble, y el de las tasas de interés en EE.UU. y Alemania muy superior al registrado en los veinte meses corridos desde comienzos de 1997 hasta agosto de 1998.

² Muestra de ello han sido los recientes impulsos hacia la coordinación macroeconómica en el Mercosur y la Comunidad Andina.

2) *Beneficios de la coordinación de políticas macroeconómicas*

La coordinación macroeconómica se refiere al proceso mediante el cual los países adoptan políticas diferentes a las que habrían aplicado en la ausencia de negociaciones regionales o subregionales, con el objetivo de reducir el impacto de choques externos sobre el grupo como un todo. La convergencia macroeconómica puede considerarse un objetivo avanzado de la coordinación, y es una situación en la que los requerimientos de política son tan similares en los diferentes países que no inducen a conflictos de sus políticas nacionales.

La armonización de políticas es conveniente cuando permite que los países alcancen un mayor nivel de bienestar con relación a una situación no cooperativa. Este se vincula principalmente a la existencia de externalidades en la aplicación de las políticas individuales de los países, toda vez que los efectos de determinadas medidas no sólo se manifiestan en el país de origen sino también en aquellos que tienen algún grado de interdependencia económica con aquél. En particular, cuanto más simétricas sean las relaciones comerciales entre los países, las externalidades que provoca una decisión unilateral de políticas macroeconómicas demandan una mayor coordinación entre ellos. Es así como la interdependencia entre economías crea un potencial para la formulación conjunta de políticas, obteniéndose provecho comunitario de la cooperación mutua (Velarde [1998]).

Por otra parte, y asociado a los efectos de la volatilidad cambiaria sobre los flujos de comercio y el nivel de actividad económica de los países, la coordinación de políticas macroeconómicas permite reducir las fricciones derivadas de la incertidumbre sobre los precios relativos, al reducir el riesgo cambiario y/o la impredecibilidad de los tipos de cambios nominales y reales entre países socios.

El mayor desarrollo del mercado de servicios financieros se suma a los beneficios ya mencionados de la cooperación macroeconómica. En efecto, en una unión monetaria (UM), la versión más completa y definitiva de coordinación macroeconómica, cabe esperar un desarrollo acelerado de los mercados de bonos, fondos de pensiones y del mercado accionario³ y el aprovechamiento de economías de escala, las que no se manifiestan en presencia de varias monedas nacionales. Incluso se ha postulado que una moneda común puede promover una mayor simetría de choques externos sobre la región y que una mayor integración puede llevar a una cre-

³ Se refiere en particular al desarrollo de los mercados de servicios y financieros europeos derivados de la creación de la UME (De Cecco [1998]).

ciente convergencia de los ciclos económicos (Heymann y Navajas [1998]).

Sin embargo, la coordinación de políticas macroeconómicas también conlleva ciertas dificultades que se derivan, principalmente, de la pérdida de autonomía y flexibilidad que experimenta la política económica nacional al tener que respetar los compromisos acordados con los socios. En particular, la coordinación de políticas cambiarias limita el uso del tipo de cambio como instrumento de manejo económico, mientras que el objetivo anti-inflacionario (y en el extremo, el uso de una moneda común) limita (impide) el uso discrecional de la política monetaria. Del mismo modo, acuerdos para acotar el déficit y la deuda gubernamentales limitan drásticamente el uso de la política fiscal. Por último, la armonización de las políticas monetarias, cambiarias y fiscales tiene un mayor grado de complejidad en comparación con acuerdos del ámbito sectorial y microeconómico y, en consecuencia, su implementación es más lenta y difícil.

II. **Coordinación de políticas macroeconómicas**

1) *Prerrequisitos para la coordinación macroeconómica*

Por su complejidad política, institucional e instrumental, la coordinación de políticas macroeconómicas entre países es un proceso gradual que requiere de ciertas condiciones previas para desarrollarse en forma adecuada.

a) Voluntad política

La armonización de políticas macroeconómicas conlleva inevitablemente la subordinación de ciertos objetivos de políticas domésticas a los acuerdos alcanzados con los socios y/o la reducción de la independencia en el manejo del instrumental macroeconómico nacional. En el extremo, una UM obliga a un significativo traspaso de poder desde los Bancos Centrales nacionales a un instituto emisor de la moneda común. Y en general, cualquiera sea el grado de coordinación, los países interesados deben estar convencidos de sus bondades en términos de crecimiento y bienestar, por cuanto necesitarán implementar importantes reformas institucionales y económicas así como reorientar el instrumental de política de que dispongan para cumplir con los compromisos adquiridos con los otros países involucrados. En síntesis, se requiere de voluntad política para llevar a cabo las reformas que permitan alcanzar los objetivos establecidos en concordancia con los países socios.

Cabe destacar que la UME tuvo en su origen un

prioritario objetivo político, cual es el logro de “una aún más estrecha unión entre los pueblos de Europa”, como lo señala el Título I, Artículo A del Tratado de Maastricht. La traumática experiencia de las dos guerras mundiales del siglo XX, la creciente comunidad de intereses y la interdependencia económica entre buena parte de los países europeos promovió durante más de cuarenta años el desarrollo de instituciones y procedimientos favorables para la coordinación de políticas económicas. Lo anterior cobra especial relevancia en América Latina, que no ha registrado ni la historia de conflictos ni la perseverancia política e institucional de Europa y que, además, ha registrado varias descoordinaciones y faltas a los compromisos adquiridos con relación al proyecto de integración económica. En efecto, en la región ha sido común que choques externos deterioren el comercio regional mediante devaluaciones y/o expedientes proteccionistas, amplificando las consecuencias negativas de dichos choques a la región en su conjunto.

En la actualidad, junto al fortalecimiento de las democracias, a lo largo del continente también tiende a haber bastante coincidencia en las estrategias de desarrollo y en las políticas de liberalización del comercio. Lo anterior se ha traducido en un nuevo ímpetu regional, orientado a avanzar más decidida y ambiciosamente en el objetivo integracionista. Y eso hace más factible que exista un convencimiento profundo y compartido de los beneficios derivados de la cooperación monetaria, lo que contribuye a crear las condiciones políticas adecuadas de modo de implementar las reformas domésticas asociadas a dicho proceso y sobreponerse a las inevitables fricciones y diferencias que puedan surgir.

b) Condiciones iniciales

Existen consideraciones económicas que inciden en la deseabilidad de conformar áreas de coordinación macroeconómica.⁴ Ellas son la movilidad de trabajo y de capital, la flexibilidad de precios de bienes, servicios y factores y el intercambio comercial. Así, políticas dirigidas a promover dichos factores contribuyen a maximizar los beneficios de áreas monetarias coordinadas y disminuyen los costos de los procesos de ajuste asociados a una mayor integración económica. En particular, la aplicación de políticas orientadas a liberalizar los mercados y acrecentar la integración comercial son

⁴ Ellos se relacionan con el análisis económico de las áreas monetarias óptimas. El marco conceptual original fue desarrollado por Mundell [1961]; posteriormente, contribuyeron McKinnon [1963] y Kenen [1969].

pasos previos y convenientes para que existan fuertes incentivos económicos a favor de coordinar las políticas macroeco-nómicas entre países.

De otro lado, la estabilidad macroeconómica es un requisito necesario para el proceso de coordinación. Sólo en la medida que se obtengan y mantengan los equilibrios básicos nacionales es posible pensar en una coordinación eficiente de políticas macroeco-nómicas entre países. En efecto, los acuerdos alcanzados en el ámbito regional deben ser consistentes con los objetivos de política internos, que deben comprender el fuerte compromiso con la mantención de la estabilidad macroeconómica. Cabe destacar que en la creación de la UME, además de los avances políticos e institucionales de la Comisión Económica Europea (CEE), jugó un rol fundamental que haya habido un acuerdo en torno a un paradigma común de la política monetaria: el logro y la mantención de una muy baja tasa de inflación.

Nótese que el desafío para los países no es sólo generar las condiciones para lograr el equilibrio macroeconómico, sino para mantenerlo en el tiempo. Ello requiere especial preocupación en temas tales como el logro de cuentas fiscales estructuralmente equilibradas, un adecuado nivel de ahorro interno y el crecimiento sostenido de la productividad, para todo lo cual es necesario profundizar las reformas estructurales, la inversión en capital humano y la modernización del Estado.

Adicionalmente, para sentar las bases de la cooperación monetaria es conveniente la búsqueda de instrumentos que permitan moderar el efecto de factores exógenos sobre estas economías, en especial de aquellas más vulnerables a los vaivenes del comercio y las finanzas internacionales. Dicha vulnerabilidad puede ser de naturaleza individual en cada país, pero hay un interés colectivo en aminorarla. Los instrumentos de estabilización para enfrentar perturbaciones exógenas suelen permitir un mayor grado de flexibilidad a las economías y contribuir a reducir la magnitud de los problemas, al enfrentarlos en sus orígenes. Ello aminora el elevado sacrificio de medidas compensatorias basadas en instrumentos únicos. Cabe destacar aquí los fondos de estabilización de productos primarios y la utilización de instrumentos tributarios que posibiliten la ejecución de una política fiscal anticíclica.

c) Banco central independiente y regulación y supervisión del sistema financiero

La cooperación monetaria entre países se ve potenciada si es que comparten algunos aspectos institucionales, tales como bancos centrales indepen-

dientes y organismos de supervisión y regulación financiera similares en cuanto a su naturaleza, objetivos y procedimientos. Este tipo de arreglo institucional le otorga estabilidad a la gestión macroeconómica y contribuye a alcanzar los objetivos propuestos.

Los beneficios derivados de la coordinación macroeconómica se potencian si es que a un marco macroeconómico adecuado se le une un sector financiero sólido y sujeto a una regulación y supervisión acertada. Para ello es necesario orientar las políticas hacia la consolidación de un mercado financiero desarrollado y profundo, que presente variados instrumentos de cobertura de riesgos, así como aplicar mecanismos de regulación y supervisión eficientes, que contribuyan a una adecuada canalización del ahorro y eviten la generación de crisis financieras. El fortalecimiento de los sistemas financieros es particularmente importante en América Latina porque la región ha sufrido recurrentes crisis bancarias, las que generalmente han ido acompañadas de quiebres cambiarios, con el consiguiente impacto sobre el equilibrio macroeconómico global, lo cual atenta en contra de la cooperación monetaria entre los países.

Una estrategia exitosa para el fortalecimiento de los sistemas financieros nacionales debe empezar por establecer los elementos claves para consolidar un sistema bancario bien capitalizado y bien regulado. Pero, además, se requiere desarrollar y supervisar instituciones financieras no bancarias, parte esencial de cualquier sistema financiero. Estas instituciones usualmente financian a empresas sin historia, pequeñas y medianas, importantes generadoras de empleo. Crecientemente los fondos de pensiones, fondos mutuos, fondos de capital de riesgo y las compañías de *leasing* y *factoring* cumplen un rol importante en el mercado financiero cubriendo la brecha de intermediación prevaliente en el mercado y contribuyendo a financiar proyectos de inversión de largo plazo.

Desarrollar y fortalecer las instituciones reguladoras y supervisoras del sector financiero es un factor clave para consolidar su adecuado funcionamiento. Se debe propender a una supervisión y regulación que incorpore coherentemente a las nuevas instituciones así como a consolidar la supervisión de los conglomerados financieros. Adicionalmente, una adecuada y eficiente supervisión y regulación financiera debe profundizar en el cada vez más sofisticado tema de las operaciones con instrumentos derivados. La globalización de los mercados y la consecuente mayor interacción financiera ha llevado a un importante incremento de transacciones nuevas que eventualmente podrán poner en riesgo la solvencia de los sistemas fi-

nancieros. Lo anterior se refuerza por el hecho de que las operaciones con instrumentos derivados se efectúan fuera de balance, dificultando su fiscalización a través de las normativas tradicionales.

Pero, además, la integración financiera, pieza clave de la integración económica y de la cooperación monetaria, también requiere de sistemas financieros nacionales solventes y bien regulados y supervisados.⁵ Entre los importantes beneficios de bienestar asociados a la integración financiera externa se incluyen, entre otros, la reestructuración del sector financiero doméstico de acuerdo a sus ventajas competitivas, la promoción de la competencia del sector financiero -contribuyendo a una mayor eficiencia en el uso de recursos e incentivando la inversión y el ahorro-, el incremento de la eficiencia del resto del aparato productivo, la expansión de la tasa de inversión, la diversificación de los portafolios y la suavización del perfil del consumo (Corbo [1997], pp. 8-9).

Condiciones necesarias para una integración financiera externa exitosa son el logro y la mantención de estabilidad macroeconómica -que resulte en inflaciones bajas y predecibles y en una balanza de pagos sostenible- y la solidez del mercado financiero doméstico. Pero ambas condiciones no son suficientes, ya que además es básico coordinar esfuerzos para armonizar y mejorar la calidad y el intercambio de información y compartir principios básicos de regulación bancaria y financiera entre los países socios. Ello requiere avanzar hacia la uniformización de normas contables, los tratamientos legales y normativos y la frecuencia y transparencia de la información financiera, así como compartir criterios de gobierno corporativo y de gestión de la auditoría interna y externa de los entes financieros. También es muy importante uniformar la regulación y supervisión bancaria en lo que se refiere a criterios de clasificación de cartera, a exigir clasificación privada de los bancos y hacer efectiva la responsabilidad de los auditores externos. En la medida en que las regulaciones bancarias y financieras de los países socios compartan principios básicos se facilita el rol del mercado para evaluar a las instituciones financieras y asignar eficientemente los recursos.

d) Homogeneización de estadísticas y compatibilización de metodologías nacionales

En línea con lo anterior, la coordinación de políticas macroeconómicas entre países requiere acuer-

⁵ Para un análisis detallado de las lecciones que derivan de la experiencia europea en la integración regional del mercado financiero, ver Steil [1997].

dos con respecto a definiciones comunes de conceptos y mediciones. Esto implica avanzar hacia la homogeneización de las estadísticas y la estandarización de la metodología utilizada en su obtención, de modo que sea posible hacer comparaciones relevantes entre los países. Para ello es necesario que la información sea oportuna, confiable y comparable, a la vez que se deben generar instancias que promuevan el intercambio de información a nivel de las autoridades económicas y de los equipos técnicos encargados de la elaboración de estadísticas relevantes en cada país integrante (Corbo [1997], p. 15).

El desarrollo de estadísticas basadas en metodologías comunes es fundamental para avanzar hacia la coordinación macroeconómica. Sin embargo, la armonización de estadísticas enfrenta diversos obstáculos, que deben ser superados con antelación. En efecto, la dificultad para comparar indicadores entre países proviene no sólo de distintas definiciones sino también de diferencias en cuanto a la disponibilidad de la información relevante (como en las cuentas fiscales, en que no se dispone de información oportuna para todos sus componentes, en particular los municipios y el sector público no financiero) y su contabilización (base devengada *versus* base caja). Por su parte, variables como las tasas de interés no son fáciles de comparar internacionalmente, toda vez que la variedad de instrumentos o papeles financieros en los mercados es heterogénea y muchas veces específica al país de origen. En efecto, los instrumentos financieros varían no sólo en cuanto a sus denominaciones y plazos, sino también en su tratamiento tributario, modalidad de pago de amortización e intereses y profundidad y liquidez de los mercados en los que se transan, lo que dificulta hacer una correcta comparación de tasas de interés entre países.

Cabe destacar que tanto en la contabilidad nacional como en las estadísticas monetarias existe un importante avance en la homogeneización de cifras y metodologías de medición entre países, asociado al rol principal que han desempeñado las Naciones Unidas y el Fondo Monetario Internacional (FMI), respectivamente. Sin embargo, no siempre existe coincidencia en cuanto a la importancia relativa ni al significado sustantivo de las distintas variables en la evaluación y perspectivas de la política económica de los países. En efecto, el seguimiento de variables monetarias puede, por ejemplo, llevarse a cabo a través de la base monetaria o bien a través de otros agregados, como M_1 , M_2 , etc. Pero, adicionalmente, en algunos países la política monetaria puede basarse en una política de agregados monetarios mientras que en otros, en una de tasas de interés.

En síntesis, la cooperación monetaria -junto con la homogeneización de estadísticas macroeconómicas, que de por sí envuelve un importante esfuerzo técnico sobre todo en el área fiscal y del sector financiero- requiere también de un intenso y complejo trabajo analítico. En efecto, sólo un cabal entendimiento y acuerdo explícito de cuáles son las (eventualmente distintas) variables a considerar en la toma de decisiones de las políticas económicas nacionales permite interpretar correctamente la información relativa a la macroeconomía de los países del acuerdo sin necesidad de consultas previas. Esto permitiría llevar a cabo una “vigilancia cruzada” del desempeño macroeconómico de los países socios, generando mecanismos de alerta temprana y de consulta que funcionen ante la eventual ocurrencia de problemas.

2) *Armonización de políticas macroeconómicas*

La armonización de políticas macroeconómicas es un proceso de convergencia que va desde la simple consulta a la colaboración y, en una etapa superior, a la coordinación. En este último caso, se modifican las políticas nacionales con el fin de alcanzar un objetivo comunitario común. Este proceso tiene por tanto distintas etapas, en las cuales se debe avanzar progresivamente: intercambio periódico de información, cooperación en el manejo de crisis externas, evitar la fijación de objetivos contradictorios, acordar objetivos intermedios, lograr una coordinación parcial y, finalmente, alcanzar la coordinación total (Zahler y Budnevich [1998], pp. 3-4).

Además, la armonización de políticas macroeconómicas es un proceso gradual. Por consiguiente, es necesario sentar bases claras que permitan avanzar hacia una mayor coordinación. Una vez cumplida esta etapa inicial, es posible pensar en formas más avanzadas de armonización, como establecer metas cuantitativas o adoptar reglas estrictas de manejo de política macroeconómica.

a) Intercambio de información

Cualquiera sea el nivel de coordinación deseado, es fundamental implementar un mecanismo expedito y periódico de intercambio de información y formalizar un alto grado de consenso en torno a los objetivos macroeconómicos finales que debieran perseguir. Esta información debe referirse tanto a los objetivos como a las prioridades de los respectivos gobiernos, y a la forma en que se reaccionará ante perturbaciones externas y domésticas. Cabe anotar que en esta etapa las acciones de política económica de cada país siguen siendo manejadas en forma independiente.

En la medida que el intercambio de información se hace más periódico, es posible elaborar un calendario de avance hacia un nivel superior de cooperación, que sirva de estímulo a la integración y favorezca la convergencia macroeconómica. Para esto es importante fijar determinados compromisos que obliguen a tomar acciones en favor de la integración.

b) Objetivos e instrumentos

Para implementar con éxito una política de coordinación es necesario especificar los parámetros a utilizar, de modo de asegurar la sustentabilidad de la estrategia cooperativa en el mediano plazo. Entre dichos parámetros cabe definir los indicadores a utilizar, y si éstos se referirán a instrumentos u objetivos finales mediante los cuales se implementará el proceso cooperativo. Adicionalmente, se debe decidir si aquellos instrumentos u objetivos se especificarán y anunciarán como niveles o rangos, establecer el ritmo óptimo de convergencia de las variables macroeconómicas (velocidad o plazo exigido para el cumplimiento de los compromisos) y determinar los eventos o choques económicos que se aceptarán como causas justificadas para la suspensión temporal o el incumplimiento de los acuerdos entre los países socios. Por último, es necesario especificar la secuencia deseada para el logro de los acuerdos, en términos de priorizar en el tiempo algunos instrumentos u objetivos respecto de otros.⁶

La cooperación macroeconómica que impone menos rigidez a las políticas nacionales consiste en acordar objetivos finales de la política económica en forma comunitaria, tales como metas cuantitativas anuales similares -ya sean puntuales o dentro de un rango común- para los países participantes en el acuerdo. Para algunas variables se podría fijar metas trimestrales, de modo de asegurar una convergencia más pronta hacia los objetivos anuales establecidos, sin necesidad de tener que efectuar políticas de ajuste severas hacia finales del período acordado. Esto sería además consistente con los programas de estabilización que llevan a cabo aquellos países que han acordado programas con el FMI, ya que en ellos las metas se establecen para períodos trimestrales.

La coordinación sobre la base de objetivos finales es particularmente adecuada para avanzar gradualmente hacia la convergencia macroeconómica entre países que puedan tener inicialmente políticas cambiarias y monetarias muy diferentes. El

primer caso corresponde, por ejemplo, a países que privilegien alternativamente la flexibilidad cambiaria, las bandas cambiarias o la fijación del tipo de cambio nominal (incluyendo las “cajas de conversión”). El segundo caso corresponde, por ejemplo, a países que privilegien alternativamente políticas de agregados monetarios o de tasas de interés.

Formas más avanzadas de convergencia macroeconómica serán una realidad en la medida que se creen instancias de coordinación para definir las metas, con las consideraciones técnicas y el adecuado intercambio de información que permitan su verificación. A partir de dichas definiciones debe desarrollarse un calendario de compromisos para cumplir con los rangos o niveles fijados para las metas.

En todo caso, la fijación de metas vía instrumentos u objetivos finales guarda estrecha relación con el grado de avance alcanzado en el proceso de coordinación de políticas macroeconómicas. En efecto, el primer nivel de coordinación consistiría en fijar metas anuales por países, de forma que el rango dentro del cual cada país pueda fijar independientemente sus objetivos sea decreciente en el tiempo. Un segundo nivel, más exigente, sería la coordinación de metas intermedias. Esto consistiría en fijar un rango dentro del cual debe mantenerse un objetivo intermedio de la política monetaria y/o cambiaria; típicamente, el tipo de cambio nominal. En este caso se obligaría a una cierta convergencia de política cambiaria, a la que se pueden sumar otros elementos comunes, tales como los parámetros que regulan la política fiscal, limitando el déficit y/o el endeudamiento público en los países miembros. El grado más avanzado de coordinación exige el uso conjunto de instrumentos de política económica, que se destaca por la máxima coordinación cambiaria, que corresponde a la fijación irrevocable de tipos de cambio bilaterales, lo que en la práctica significa la total convergencia de las políticas cambiarias individuales en una política común.

En relación con la formulación de los objetivos, los países pueden optar por diseñar una estrategia de convergencia de variables macroeconómicas que inicialmente se restrinja a conos de convergencia y termine, en un plazo determinado, ya sea en una cifra puntual o un rango de amplitud predefinida. Los argumentos en favor de una cifra puntual se basan en proveer de mayor credibilidad a la política, mientras que anunciar un rango para el objetivo puede ser preferible si ello contribuye a aumentar los grados de libertad de la autoridad económica para acomodar desviaciones de la meta no atribuibles a la política. Con relación a la amplitud del

⁶ Véase Rojas y Jiménez [1996], con relación a la fijación de objetivos explícitos de inflación.

rango, existe un trueque entre la mayor probabilidad de lograr la meta a través de un rango amplio y la menor credibilidad debido a la inexistencia de un firme compromiso con la convergencia de las variables macroeconómicas entre los países involucrados. Una amplitud excesivamente grande provee poca disciplina a la política económica, pero una banda demasiado estrecha no da cabida a las oscilaciones en los indicadores que son parte de un ciclo económico normal.

La definición del horizonte temporal en que se enmarca la política de coordinación macroeconómica constituye uno de los principales parámetros a ser considerados. En particular, el anuncio público del horizonte de tiempo permite a los agentes económicos tener una concepción precisa sobre el período en que se espera obtener resultados de la política y clarifica el compromiso en el tiempo de las autoridades nacionales con la armonización de políticas.

De igual forma, es necesario evaluar la conveniencia de que los objetivos sean expresados en la forma de un horizonte de tiempo de varios años (metas multianuales) o que se definan de año en año, según las condiciones individuales y del conjunto de las economías involucradas. Lo anterior se relaciona con el ritmo óptimo de convergencia de las variables macroeconómicas. Si bien se sabe que existen rezagos importantes en la efectividad de las políticas económicas y que la experiencia indica que en ocasiones es conveniente favorecer estrategias graduales de convergencia, ello no debiera amparar actitudes que comprometan el estricto cumplimiento de los acuerdos en un plazo determinado ni la prioridad que se le asigne en las agendas económicas de los países individualmente considerados.

Una última consideración a tener presente en el diseño de una política de coordinación macroeconómica es definir la conveniencia de modificar o suspender temporalmente los objetivos y/o los instrumentos acordados ante choques económicos inesperados (*waivers*). En efecto, la presencia de choques aleatorios puede llevar ocasionalmente a desviar los indicadores económicos del objetivo establecido y a requerir modificar el instrumental preestablecido. Esto último puede suceder a pesar de que exista un grado importante de compromiso por parte de la autoridad económica respectiva con su política de convergencia. La presencia de choques externos significativos e inesperados, catástrofes climáticas u otros obligan a desviarse de los objetivos buscados, mientras que los rezagos en la respuesta de las variables que se quiere afectar con los instrumentos de política económica imposibilitan la reversión, en un tiempo breve, de los efectos adversos sobre las variables objetivo.

Las autoridades económicas de los países socios deben ser prudentes y previsoras al momento de especificar las circunstancias bajo las cuales se aceptarán desviaciones de los objetivos. Una definición muy amplia puede llevar al uso abusivo de las contingencias, de modo que cada país termina justificando cualquier desviación de sus variables respecto a los objetivos acordados. En este sentido los acuerdos en torno a las circunstancias que permitan desviarse temporalmente de los objetivos deben subordinar los intereses particulares al compromiso regional. Sólo de esta manera, considerar desvíos temporales del objetivo ante la presencia de ciertos choques particulares de cierta magnitud permite lograr un adecuado balance entre el grado de compromiso comunitario de la política y su flexibilidad.

c) Variables objetivo de la convergencia macroeconómica

El diseño de una política de convergencia macroeconómica es bastante extensivo.⁷ Parece razonable que el primer objetivo final en un acuerdo de cooperación monetaria se centre en la estabilidad de precios, por ser éste un buen indicador resumido del equilibrio macroeconómico global. El avance gradual o rápido hacia dicho objetivo plantea la fijación de metas para la tasa anual de inflación. La variable meta puede definirse de diversas formas, por ejemplo utilizando simplemente la variación porcentual del índice de precios al consumidor (IPC), sin modificaciones. Alternativamente, es posible definir la meta empleando una modificación de ese índice, de modo que se elimine el efecto de choques transitorios de carácter aleatorio sobre los precios, los que no responden directamente a las políticas aplicadas ni a las condiciones macroeconómicas. De esa forma se genera un indicador que represente la inflación subyacente (*core inflation*), la que sí es afectada por las políticas macroeconómicas y no es el resultado de eventos fortuitos cuyo efecto se diluye y anula en el tiempo. Lo importante a este respecto es que la forma de medir el cumplimiento del objetivo sea transparente y conocida, pueda implementarse en forma homogénea en los distintos países que formen parte del acuerdo y no esté sujeta a manipulaciones que pudiesen generar sospechas en cuanto a su debida aplicación.

Cada país puede fijar su propia meta anual de

⁷ Los criterios de convergencia de Maastricht, aplicados a la creación de la UME, se refieren a la tasa de inflación, el déficit fiscal, la deuda pública interna y externa, la paridad cambiaria y las tasas de interés.

inflación y darle diferente importancia en su definición de políticas, siempre que se respete el rango del acuerdo. Dicho rango debería tener un mínimo en torno a la inflación de los países industrializados más estables así como una trayectoria declinante para el nivel máximo de la meta anual de inflación. Este esquema permitiría a los países decidir, de acuerdo a sus circunstancias, su propia trayectoria hacia la estabilidad de precios, con la sola restricción de ajustarse a la disminución del “techo” fijado para el rango meta. Esto permitiría, además, definir metas plurianuales de inflación en cada uno de los países, las que a lo largo del tiempo van convergiendo a una cifra común. Se definiría así un “cono” para la meta de inflación, que favorecería la convergencia en el tiempo del ritmo de crecimiento de los precios entre los países pertenecientes al acuerdo y proveería las bases para una mayor estabilidad entre las paridades de sus monedas.

En un contexto de amplia movilidad internacional de capitales, la coordinación mediante objetivos inflacionarios puede no ser suficiente garantía de estabilidad macroeconómica. En efecto, son conocidas las experiencias de reducción rápida pero no sostenible de la tasa de inflación, las que han sido realizadas sobre la base del control del tipo de cambio al costo de generar otros desequilibrios, particularmente déficit excesivos de las cuentas corrientes de las balanzas de pagos. Detrás de ese desequilibrio hay un exceso de gasto interno que tiene su origen en débiles finanzas públicas, políticas crediticias excesivamente expansivas y/o una inadecuada apertura financiera al exterior. Dichos desequilibrios requieren la necesidad de un ajuste posterior, el que suele incluir una fuerte devaluación de la moneda doméstica, que echa por tierra los avances logrados en materia de estabilización de precios.

En consecuencia, un complemento adecuado a la coordinación sobre la base de un objetivo inflacionario común es la utilización de un objetivo coordinado respecto del déficit de cuenta corriente de la balanza de pagos, el endeudamiento externo o los pasivos netos con el exterior. La idea de este objetivo conjunto es promover políticas sostenibles en el tiempo, evitando la acumulación de desequilibrios externos que pueden y suelen hacer imposible mantener la estabilidad alcanzada (Milesi-Ferreti y Razin [1996]). Además, la preocupación por la solvencia externa y la mantención de sus indicadores en niveles controlados contribuye a reducir la percepción de riesgo de los países, lo cual favorece no sólo la obtención de crédito foráneo a bajo costo y los flujos de inversión extranjera para el país en cuestión, sino que además genera una ex-

ternalidad positiva para el conjunto de los países del acuerdo. En síntesis, es necesario determinar la meta anual (puntual o en rango) para el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos. Desde luego que para el cumplimiento conjunto de ambos objetivos, la estabilidad de precios y el equilibrio externo, se requiere de una activa colaboración de la política fiscal.

El objetivo del equilibrio externo podría presentar problemas debido a la dificultad de convenir cuál es el déficit en cuenta corriente o el nivel de pasivos netos con el exterior que serían sostenibles en el tiempo. Estos pueden variar en cada país dependiendo de su situación financiera inicial, su crecimiento esperado futuro y la rentabilidad de la inversión, sus riesgos y la composición del financiamiento externo que obtiene. En particular, el déficit en cuenta corriente está sujeto a choques transitorios como, por ejemplo, el efecto de los términos de intercambio, que pueden modificar significativamente su valor para un año en particular, sin que se altere la posición efectiva de solvencia externa del país. En ese caso, intentar cumplir el objetivo para el déficit en cuenta corriente anual puede ser muy complicado y obliga a sobrerreacciones para compensar choques transitorios de corta duración. Surge como alternativa fijar la meta utilizando variables de acervo, que representen la acumulación de los déficit externos en el tiempo, como son los pasivos netos sobre el exterior. Esta variable es más representativa de la condición de solvencia externa de un país, pero es más difícil de medir y su reacción en el tiempo es más lenta, por lo que puede no informar oportunamente respecto de la aparición de un desequilibrio externo. Lo anterior sugiere que puede ser necesario desarrollar mediciones del déficit de cuenta corriente que no se vean afectadas por el efecto de choques transitorios y que lo midan sobre una base estable, de tendencia. Así, el cumplimiento del objetivo relacionado con la estabilidad externa podría relacionarse con una meta dual: un nivel máximo para el déficit efectivo y otro para el déficit subyacente en la cuenta corriente de la balanza de pagos.

En último término, sobre todo considerando la tradicional vulnerabilidad externa que han presentado los países de la región, lo determinante es al menos fijar límites máximos, o techos a los déficit en cuenta corriente u otra variable meta de acervo, tal como la deuda externa o dicha deuda de corto plazo, y que cada país pueda determinar su trayectoria temporal para la(s) variable(s) acordada(s). Así, lo fundamental es acordar la relevancia del equilibrio externo, explicitarlo y monitorear las variables definidas.

d) Hacia la unificación de la política monetaria

Formas más perfeccionadas de coordinación monetaria pueden llevarse a cabo a través de objetivos intermedios comunes, típicamente mediante un sistema cambiario común entre un subgrupo de países. En el extremo, se fijan irrevocablemente las paridades entre las monedas de los países miembros del acuerdo, aunque existen otras alternativas de coordinación mediante objetivos intermedios, como la fijación de una banda de fluctuación cambiaria en torno a una determinada paridad central (Zahler [1999], pp. 41-44).

Si existiera una moneda nacional fuerte dentro de la región (como lo fue el marco alemán en la UME), ésta podría desempeñar el papel de moneda central en un sistema cambiario regional. Si no existe tal moneda, la región se vería obligada a definir un régimen cambiario común sobre la base de un referente monetario externo, en torno al cual se fijarían las paridades centrales para cada una de las monedas de los países participantes del acuerdo. En consecuencia, surge el desafío de resolver la selección de la(s) moneda(s) de referencia respecto de la(s) cual(es) se realiza la fijación de las paridades.

Hay dos tipos de criterios respecto a la moneda de referencia para la fijación de la paridad central. Uno se refiere a la estabilización de los tipos de cambio efectivos, que hace recomendable seleccionar el referente que minimice la volatilidad, expresada en moneda doméstica, de los precios de los bienes sujetos al comercio extrarregional. Para esto es útil usar una canasta de monedas cuyas ponderaciones reflejen la composición de ese comercio internacional, más que en términos de origen y destino geográficos, en términos de la moneda en la que se facturan los precios de los bienes transados. El segundo criterio corresponde a la estructura de los pasivos netos con el exterior de los residentes en el país. Se debería estabilizar entonces el tipo de cambio cuya variación altere mayormente el valor de los pasivos externos netos de los residentes, si bien una parte significativa del total de las reservas internacionales de los países puede estar denominada en otras monedas.

El avance en la convergencia sobre la base de objetivos finales puede generar condiciones que permitan la fijación de bandas o “zonas objetivo” para los tipos de cambio de los países integrantes de un acuerdo subregional. Y a su vez, una cooperación basada en la coordinación de objetivos intermedios contribuye al referido avance. Dicha contribución será mayor cuanto menor sea la amplitud de las bandas cambiarias acordadas, ya que en ese caso la coordinación monetaria y la con-

vergencia de las principales variables macroeconómicas subregionales es más estrecha. En el extremo, la coordinación por esta vía se maximizaría en la medida que las bandas colapsaran en tipos de cambio fijos con respecto al referente y, por tanto, tipos de cambio bilaterales entre los países miembros del acuerdo también fijos. En ese caso los países participantes del acuerdo de integración tendrían de hecho una política monetaria unificada, aunque mantuvieran signos monetarios independientes y carecieran de una moneda única.

Cabe recordar las limitaciones que los flujos de capitales imponen sobre la coordinación cambiaria. En efecto, todos los arreglos cambiarios para la coordinación subregional, excepto la unificación monetaria, suponen algún grado de rigidez y la explicitación de alguna regla cambiaria que puede ser atacada por los especuladores.⁸ Para que aquellos arreglos sean exitosos se necesita que la coordinación cambiaria esté respaldada por políticas fiscales y crediticias coherentes y compatibles con aquella coordinación.

En un nivel avanzado de coordinación cambiaria es posible considerar la alternativa de utilizar una moneda común, con los beneficios que ello conlleva en términos de disminuir costos de transacción, hacer transparente los diferenciales de precios y anular la incertidumbre cambiaria al interior de los países miembros del acuerdo, entre otros. Cuando la moneda común es extrarregional, el señoreaje lo percibe el emisor de esa moneda. En ese caso la política monetaria es llevada a cabo desde fuera de la región, lo que trae aparejada la discusión en torno a las zonas monetarias óptimas y a las dificultades derivadas de ciclos económicos dispares entre el país emisor de la moneda y uno, varios o todos los países miembros del acuerdo.⁹ Cuando esa moneda común es nueva, involucra la transferencia de la política monetaria y cambiaria nacional hacia un organismo supranacional comunitario y autónomo: un banco central regional, que debe tener por objetivo la estabilidad de precios, y así contribuir a la estabilidad y al desarrollo económico de los países. Además, el señoreaje se mantiene dentro de los países miembros del acuerdo. Sin embargo, en ese arreglo institucional también se presenta la discusión sobre zonas monetarias óptimas y el efecto intrarregional de la política monetaria y cambiaria comunitaria.

⁸ El colapso del sistema monetario europeo de 1992 ejemplifica este problema.

⁹ Cabe destacar, por ejemplo, lo ocurrido en 2000 cuando EE.UU. incrementó sus tasas de interés para enfrentar el sobrecalentamiento de su economía mientras que en algunos países de la región, en particular Argentina, Brasil y Chile, se necesitaba de políticas monetarias expansivas.

e) El punto de partida

Cabe mencionar la importancia que adquieren las condiciones iniciales para el éxito de la coordinación macroeconómica. En efecto, países de una misma región pueden presentar diferencias importantes en cuanto a su tamaño económico, la profundidad de sus sistemas financieros, su integración comercial con el resto de la región, sus marcos legales y su infraestructura de información, regulación y supervisión, entre otras. Estas diferencias deben converger paulatinamente hacia denominadores comunes para obtener los mayores beneficios de la integración y su distribución equitativa entre los países socios.

Aun cuando el proceso de convergencia se lleve a cabo con éxito entre los países, existe un riesgo adicional. En efecto, en un grado más avanzado de coordinación macroeconómica, la existencia de una regla cambiaria acordada conlleva la fijación de paridades iniciales que es determinante en la relación competitiva de los países respecto a sus socios y al resto del mundo, y puede afectar seriamente sus cuentas externas. De igual modo, diferencias en las regulaciones y los grados de liberalización de los mercados financieros pueden llevar a movimientos indeseados de capitales entre países, los que suelen incrementar la vulnerabilidad de algunos países socios ante choques externos.

Lo anterior refuerza la necesidad de evitar una estrategia apresurada de coordinación macroeconómica y llevar a cabo este proceso en forma gradual y prudente, de modo de obtener de éste los mayores beneficios para el conjunto de la región. La inercia que caracteriza al funcionamiento de las instituciones y la necesidad de que los mercados tengan el tiempo suficiente como para que sus agentes se convenzan plenamente de los beneficios derivados de una mayor coordinación económica y, por tanto, colaboren con la voluntad política de llevar a cabo reformas en sus economías domésticas, son factores fundamentales a la hora de asegurar el éxito de una política de armonización macroeconómica en el ámbito regional.

Además, el grado de coordinación deseado entre países no necesariamente es el mismo para los distintos subgrupos. En efecto, las diversas realidades llevan a que el grado de coordinación buscado pueda también ser diferente. Aun más, es posible que existan subregiones que prioricen grados de armonización de sus políticas mayores o menores entre ellos dependiendo de su actual nivel de integración y de otras razones político/económicas que escapan de los argumentos aquí planteados.

f) Monitoreo del desempeño macroeconómico de los países

La homogeneización de estadísticas y metodologías, el intercambio continuo y fluido de información, el establecimiento de indicadores para la convergencia y la definición de contingencias que permitan desviarse temporalmente de los objetivos establecidos conforman el marco de referencia para la evaluación y el monitoreo del desempeño de los países y su nivel de compromiso con la armonización de las políticas macroeconómicas.

El seguimiento acucioso del desarrollo de las economías individuales es básico para prevenir la aparición de obstáculos que pongan en riesgo el proceso de coordinación. En efecto, no basta con establecer criterios de convergencia para los indicadores macroeconómicos si es que no se cuenta con mecanismos que incentiven su cumplimiento. En el caso de la UME, por ejemplo, el Pacto de Estabilidad y Crecimiento no solo fijó el tamaño máximo de los déficit fiscales (3% del PIB) y las contingencias bajo las cuales puede existir una desviación de ese objetivo (recesión significativa), sino que también estableció los procedimientos que permiten una respuesta oportuna ante déficit presupuestarios puntuales e impuso severas multas en caso de no ser corregidos en un tiempo restringido (Townsend [1998], pág. 4).

Un punto de mayor importancia con relación al monitoreo del cumplimiento de los acuerdos tiene relación con la naturaleza, objetivo, composición, facultades y responsabilidades de la(s) institución(es) comunitaria(s) acordada(s) para ese objetivo. En el caso de América Latina no existe una institución como la Comisión de la CEE en Bruselas, el Banco Internacional de Pagos (*Bank for International Settlements* - BIS) de Basilea o el Instituto Monetario Europeo, precursor del Banco Central Europeo, en Francfort. La región tampoco cuenta con la larguísima historia de acuerdos, pactos y convenios, con atribuciones sobre supervigilancia, disponer la publicidad de recomendaciones, autorizar *waivers* e imponer sanciones por incumplimiento, como los que hubo en Europa durante los últimos cuarenta años en materia de cooperación monetaria y convergencia macroeconómica (Ghymiers [1999], Russo [1998] y De Cecco [1998]). En efecto, en el caso europeo destacan la larga y no siempre exitosa experiencia del Consejo de Ministros de Finanzas (Ecofin), el Comité Monetario (compuesto por dos representantes de cada país miembro, típicamente uno del Ministerio de Finanzas y uno del banco central), el Comité de Gobernadores de Bancos Centrales (establecido en 1964), el Comité de Política Económica (establecido en 1974), el Sis-

tema Monetario Europeo (establecido en 1979) y las consiguientes consultas periódicas al nivel de técnicos así como de autoridades de los bancos centrales y, más recientemente, el Pacto de Crecimiento y Estabilidad (1997), al amparo del Tratado de Maastricht (1993). Los anteriores constituyen un referente empírico interesante sobre la interacción entre técnicos y autoridades, los procedimientos para establecer las velocidades y las secuencias en la cooperación monetaria, las dificultades operativas, normativas, contables y legales y demás modalidades en los avances institucionales de la cooperación y coordinación macroeconómica europea, todo lo cual puede ser muy aleccionador para América Latina.

En consecuencia, cada acuerdo debe definir qué instancia adoptará -si una supranacional, varias de carácter académico, u otro arreglo institucional- y de qué atribuciones y facultades se le dotará para obtener y procesar la información de los países, asegurar su homogeneización, hacer su seguimiento y supervigilar el cumplimiento de los acuerdos. Los procedimientos concretos de la supervigilancia son de la mayor importancia, ya que dicha supervigilancia se correlaciona estrechamente con la coordinación de políticas. El monitoreo de las políticas de los países miembros debe llevarse a cabo de modo de asegurar su consistencia mutua. Y la experiencia indica que dicho monitoreo y supervigilancia deben vincularse con informes periódicos que contengan los lineamientos de las políticas comunitarias. La divulgación frecuente y transparente de dicho seguimiento así como la definición de instancias que permitan incorporar *wavers* son también de la mayor importancia para afianzar en el tiempo el proceso de convergencia y reforzar la voluntad política de llevar a cabo las reformas necesarias en los distintos sectores de las economías de los países individualmente considerados.

III. La realidad latinoamericana

1) ¿Es conveniente la coordinación macroeconómica en América Latina?

El encuentro del *World Economic Forum* sobre el Mercosur, realizado a mediados de mayo de 2000 en Río de Janeiro redobló su compromiso de avanzar hacia la convergencia macroeconómica, anunciado en los tratados originales de Asunción, Paraguay, en 1991 y de Ouro Preto, Brasil, en 1994. La estrategia de coordinación y convergencia macroeconómica fue posteriormente ratificada en la reunión que se efectuara en Buenos Aires entre los

países miembros y sus asociados, Bolivia y Chile, en junio de 2000.

Entre los acuerdos alcanzados se destaca el establecimiento de un mecanismo de alto nivel en materia de coordinación macroeconómica (ministros de Hacienda y presidentes de bancos centrales). Específicamente, se reforzó el objetivo de la estabilidad macroeconómica, estableciendo un calendario de convergencia en metas fiscales e inflación, con el compromiso de comenzar a publicar regularmente los indicadores fiscales a partir de setiembre de 2000. Considerando que contar con estadísticas basadas en metodologías comunes constituye un requisito esencial para la definición de metas tendientes a lograr una coordinación macroeconómica, se decidió comenzar por la armonización de estadísticas referidas a resultados fiscales, deuda del sector público consolidado, deuda neta del gobierno central e inflación. Y hubo, además, un compromiso de seguir avanzando en temas de convergencia financiera, bursátil y de mercado de capitales bajo la directa tuición de los titulares de Hacienda y respectivos bancos centrales del Mercosur, Bolivia y Chile. Está pendiente, y es de gran importancia, la definición de una institucionalidad encargada del monitoreo de la coordinación macroeconómica.

En cuanto a la Comunidad Andina, los gobernantes de sus cinco países miembros celebraron a mediados de junio de 2000 la XII Cumbre Presidencial en Lima. Allí se ratificó lo acordado en reuniones anteriores, en el sentido de llevar a cabo trabajos con miras al acopio y sistematización de evidencia empírica y los estudios necesarios para el establecimiento de sistemas de intercambio de información que comprendieran no sólo indicadores básicos del desempeño económico de los países sino también información sobre las metas y prioridades de sus programas económicos, y los instrumentos empleados.¹⁰ Por su parte, los países de América Central han tenido avances importantes en su proceso de integración y, en la creciente tendencia a negociar proyectos de integración a nivel de subregiones en América Latina, se enmarcan los avances con miras a la instauración del Área de Libre Comercio de las Américas (ALCA).

La creación de la UME, enmarcada en la constitución de grandes y poderosos bloques subregionales y/o regionales, implica haber avanzado a la etapa superior y más perfeccionada de convergencia macroeconómica así como a disminuir el número de monedas y homogeneizar normativas, regulaciones e incluso instituciones entre sus países miembros. El proyecto de avanzar hacia la coope-

¹⁰ Véase FLAR [1998].

ración monetaria en los procesos de integración de la región se ha visto impulsado por la creación de la UME. Cabe preguntarse, sin embargo, si en América Latina se dan las condiciones económicas requeridas para justificar la creación de una UM una vez que se haya avanzado con más fuerza y efectividad en las otras dimensiones de su proceso de integración. La literatura económica se ha ocupado de analizar las condiciones bajo las cuales una región geográfica podría utilizar eficientemente una misma moneda y someterse a las mismas condiciones de política monetaria. Estas han sido llamadas las condiciones de optimalidad para un área monetaria óptima (AMO) y guardan directa relación con el grado de movilidad de la mano de obra y del capital entre los diferentes países, la flexibilidad de precios y salarios y la existencia de perturbaciones similares en variables macroeconómicas claves o choques que afecten a los países del área.

Considerando estos elementos, diversos estudios indican que no están dadas las condiciones para que América Latina sea considerada un AMO. En particular, los choques que enfrentan los distintos países de la región son asimétricos (quizás el ejemplo más típico sea el impacto en los países de cambios en el precio internacional del petróleo) y la movilidad internacional de bienes y factores es escasa, a la vez que existe abundante evidencia empírica que apunta a que en la región ha subsistido una importante tendencia a la rigidez de precios y salarios. No obstante lo anterior, las condiciones de optimalidad tienden a cumplirse, aunque bastante débilmente, para agrupaciones de países donde la integración y la movilidad factorial parecen moderar en parte los efectos de los choques asimétricos en los precios de los bienes y factores. Así, la opción por una integración monetaria más efectiva aparece segmentada por grupos de países (Zahler [1999], pp. 17-27).

Tampoco apunta a favor de una UM en América Latina el hecho de que la apertura comercial de sus países varía en un amplio rango y que la integración comercial intrarregional es más bien moderada. A su vez, si bien ha aumentado la convergencia macro-económica entre los países de la región, aún debe comprobarse la sustentabilidad de los procesos de estabilización macroeconómica. Por último, en América Latina no existe una moneda de referencia que cumpla el rol que le cupo al marco alemán en Europa, de modo que la convergencia hacia una moneda común regional no aparece como una alternativa viable en el futuro previsible.

Aún considerando que las condiciones para la UM en este momento no están dadas y que América Latina dista bastante de poseer las condiciones que

la calificarían como un AMO, la coordinación macroeconómica y la cooperación monetaria son políticas que pueden ayudar a potenciar la integración económica y el crecimiento sostenido de la región. En efecto, la inconsistencia de las políticas macroeconómicas nacionales ha sido un importante obstáculo para el proceso de integración en América Latina, al estimular políticas proteccionistas que han sido fuente de represalias y conflictos, que han deteriorado los avances y postergado los compromisos de los acuerdos.

Incluso en fases más avanzadas del proceso de integración, en las cuales se dan por superadas las condiciones que llevan a vaivenes de las políticas comerciales, la inestabilidad macroeconómica genera costos a la integración, derivados de los efectos negativos de dicha inestabilidad en los distintos mercados, particularmente el cambiario. En efecto, el impacto de los desequilibrios macroeconómicos en los países participantes de un acuerdo de integración puede resultar en inestabilidad cambiaria, la que suele dañar severamente la rentabilidad de las actividades de bienes transables y, por esa vía, reducir el grado efectivo de integración. La inexistencia de cooperación en el ámbito macroeconómico puede implicar, en suma, que una parte importante de los beneficios asociados al intercambio comercial y a la integración económica no llegue a realizarse.

La cooperación monetaria se justifica entonces como un paso más en el proceso de integración y particularmente, aunque no únicamente, en favor de la liberalización comercial. Como resultado de dicha cooperación se reducen los riesgos de inestabilidad cíclica y cambiaria la que afecta directamente el intercambio comercial y en casos más extremos pueden incluso obligar a acciones de política contrarias a la integración. Una vez que aumenta el intercambio y la interdependencia económica entre los países quedan más en evidencia los beneficios de la coordinación macroeconómica por sobre una situación donde no hay cooperación mutua. Por último, la experiencia indica que las afinidades de tipo político han jugado un rol mayor en los avances hacia la UM entre los países, por sobre los criterios relativos a las AMO, fenómeno al que no parece estar ajena América Latina.

2) *Convergencia macroeconómica en América Latina*

La región está compuesta por economías de muy diferente producto per cápita, con bastante heterogeneidad estructural y con políticas económicas que, aunque más similares que en el pasado, siguen siendo bastante diferentes entre sí por lo que la demanda de cooperación monetaria es con-

siguientemente asimétrica. Sin embargo, con posterioridad a la crisis de la deuda externa de comienzos de los años ochenta, los países han demostrado un creciente interés en acotar el grado de inestabilidad macroeconómica y por lo general han formulado y aplicado políticas fiscales, monetarias y cambiarias con una clara orientación hacia la estabilidad de precios. Y además, en una perspectiva de mediano plazo, en la mayor parte de la región se han llevado a cabo reformas estructurales, principalmente comerciales, tributarias, financieras, de liberalización de precios, del sistema de pensiones, de gestión del Estado y de privatizaciones. Si bien la experiencia de los países latinoamericanos en cuanto a la extensión y profundidad de las transformaciones de sus mercados ha sido heterogénea, lo cierto es que se observó una fuerte ola de reformas en el ámbito regional en el transcurso de las últimas dos décadas. Esto ha colaborado a una creciente integración comercial entre los países de la región y, en consecuencia, a una mayor interdependencia de sus economías.

Consecuente con lo anterior, se ha tendido a crear mayor conciencia sobre la importancia de la estabilidad macroeconómica para el conjunto de la región. En particular, el avance de la integración y la fuerza del “efecto contagio”, este último asociado a crisis internacionales, han reforzado la percepción de que la previsibilidad macroeconómica es un “bien público” regional. Esto implica que disminuir la incertidumbre respecto de una determinada economía genera externalidades positivas para el resto de los países, por lo que existen beneficios conjuntos derivados de algún tipo de arreglo que aumente la probabilidad de que los países miembros mantendrán un comportamiento macroeconómico ordenado (Heymann y Navajas [1998], p. 19).

Para evaluar el grado de cumplimiento de equilibrios macroeconómicos básicos en economías orientadas a conformar una UM en algún plazo futuro, puede ser ilustrativo analizar la experiencia de la UME. Cabe tener en cuenta que no obstante haber llevado a cabo un proceso de integración más avanzado y de más larga data que el de la región, y con un extenso e intrincado desarrollo institucional, la coordinación macroeconómica entre países de Europa no fue un proceso exento de retrocesos en distintos puntos del tiempo. Con todo, en esta sección se analiza el grado de cumplimiento de los criterios de convergencia macroeconómica de Maastricht en la región,¹¹ los que junto a la in-

¹¹ Esto no significa que la región debiera copiar acríticamente dichos criterios. Ello por cuanto en América Latina el número de países que optarían por acuerdos subregionales de

dependencia de los bancos centrales nacionales, son determinantes para la incorporación de los países del viejo continente a la UME.

Específicamente, en el caso de la UME los países debieron estar dispuestos a lograr una convergencia de sus resultados económicos sobre la base de cuatro criterios principales: *a*) estabilidad de los tipos de cambio, en términos de haber participado en el sistema monetario europeo en el marco de bandas normales y no haber realizado realineamientos cambiarios durante un mínimo de dos años; *b*) diferenciales de tasas de inflación, en términos que el ritmo de aumento de precios al consumidor no haya superado en más de 1.5 puntos porcentuales, como máximo, al promedio de la tasa de inflación de los tres países que registraron las inflaciones más bajas de entre los países miembros; *c*) diferenciales de tasas de interés, en términos que la tasa de interés nominal promedio de largo plazo no haya superado en más de 2 puntos porcentuales el promedio de los tres países en que se registraron las tasas de inflación más bajas; y *d*) limitación del déficit fiscal y de la deuda pública, en términos que el déficit gubernamental general debía ser inferior al 3% del PIB y que la relación deuda pública bruta al PIB debía ser menor que 60% (este último criterio con excepciones, en caso que el déficit “excesivo” se defina como temporal, o si éste y/o la razón deuda/PIB se reducen a un ritmo “satisfactorio”).

Analizado el grupo de países de América Latina antes indicado (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Venezuela) en 1999 la tasa media de inflación de los tres países con más baja inflación fue inferior a 2.5%, lo que significa que aún con el margen de 1.5% adicional (criterio de Maastricht), cuatro de los seis países no cumplían con dicho criterio. Los datos confirman que en las últimas dos décadas una minoría de los países analizados habría cumplido con el criterio de Maastricht y eso sólo en algunos años.

No obstante, la exigencia se ha hecho cada vez más estricta, producto de la positiva convergencia de tasas de inflación a niveles cada vez más bajos. En efecto, actualmente todos los países han iniciado un proceso de convergencia hacia niveles de inflación menores a 20% o incluso de un dígito; unos con una estrategia más gradual, como Chile y México (este último después de la crisis de 1994), y

convergencia macroeconómica es muy inferior al universo de países potencialmente miembros de la UME. Y además, por las diferencias con Europa en cuanto a niveles de las variables macroeconómicas. A efectos de ilustrar el grado de cumplimiento de los criterios de Maastricht en la región en 1999, la información cuantitativa es la de Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Venezuela.

Cuadro 1

INFLACIÓN (TASA DE VARIACIÓN PROMEDIO ANUAL), 1980-99

	1980-	1985-	1990-	1996	1997	1998	1999
Argentina	322.63	583.82	32.23	0.16	0.53	0.92	-1.17
Brasil	146.25	673.01	736.85	15.76	6.93	3.20	4.86
México	60.68	69.65	17.56	34.38	20.63	15.93	16.59
Chile	21.05	19.59	13.83	7.36	6.14	5.11	3.34
Colombia	22.33	25.00	24.92	20.24	18.86	20.35	11.21
Venezuela	10.96	36.86	44.34	99.88	50.04	35.78	23.57
Maastricht	19.61	28.65	20.27	9.26	6.03	4.58	3.84
Promedio	97.32	234.66	144.96	29.63	17.19	13.55	9.73
Máximo	322.63	673.01	736.85	99.88	50.04	35.78	23.57
Mínimo	10.96	19.59	13.83	0.16	0.53	0.92	-1.17

FUENTE: CEPAL, 1999.

NOTA: En cursiva países que cumplirían con el criterio de Maastricht durante ese año.

otros más aceleradamente, como Argentina y Brasil (este último con un retroceso a raíz de la devaluación de comienzos de 1999). Así, mientras que a mediados de la década de los años ochenta se registraban tasas de inflación que alcanzaban 2, 3 e incluso 4 dígitos, en 1985-1990 el promedio de la inflación fue de 235% anual, en 1990-1995 cayó a 145%, en 1996 a 30% para seguir reduciéndose y registrar en 1999 menos de 10%. Además, mientras el rango entre la inflación máxima y la mínima en el primer quinquenio de los años noventa superaba los 700 puntos porcentuales, se redujo a 25% en 1999 (cuadro 1).

En consecuencia, si bien ha habido avances muy significativos en un área históricamente "rebelde" en América Latina, se requiere reforzar la política antiinflacionaria para asegurar un mayor grado de convergencia y evaluar la sustentabilidad de la caída de la inflación a la que está convergiendo la región, por ser éste un desarrollo relativamente reciente, sobre el que está por verse su permanencia en el tiempo.

En 1999 la mitad de los países analizados cumplen con el criterio fiscal de Maastricht. Venezuela se situaba levemente por encima del déficit fiscal máximo permitido (3% del PIB), mientras que Colombia estaba bastante más arriba y Brasil más que lo duplicaba (en 2000 se observa un vuelco muy favorable). El único país que mostró un superávit sostenido por más de una década, hasta 1998, fue Chile, el que en 1999 cumplió holgadamente con dicho criterio.¹² Argentina y México, hace más de cinco años y de manera sistemática, han cumplido también de año en año con los criterios establecidos para los déficit presupuestarios. Colombia

¹² Si bien en Chile existe un importante déficit cuasi-fiscal del banco central, el balance consolidado con el Fisco cumple el criterio respectivo de Maastricht.

cumplió rigurosamente con los criterios de déficit fiscal hasta 1996 y lo superó levemente en los años 1997 y 1998, mientras que Venezuela ha mostrado un comportamiento más errático durante la década (cuadro 2).

Cuadro 2

BALANCE FISCAL (GOBIERNO GENERAL, EXCLUIDO EL BANCO CENTRAL), 1996-99

	1996	1997	1998	1999 ^a
Argentina	-2.20	-1.30	-1.80	-2.70
Brasil	-5.90	-6.10	-8.10	-9.50
Chile	2.30	2.00	0.40	-1.50
Colombia	-1.80	-3.30	-3.70	-6.30
México	0.00	-0.70	-1.30	-1.20
Venezuela	7.50	-2.00	-7.00	-3.10
Maastricht	-3.00	-3.00	-3.00	-3.00
Promedio	-0.02	-1.90	-3.58	-4.05
Máximo	7.50	2.00	0.40	-1.20
Mínimo	-5.90	-6.10	-8.10	-9.50

FUENTE: JP Morgan, julio de 2001.

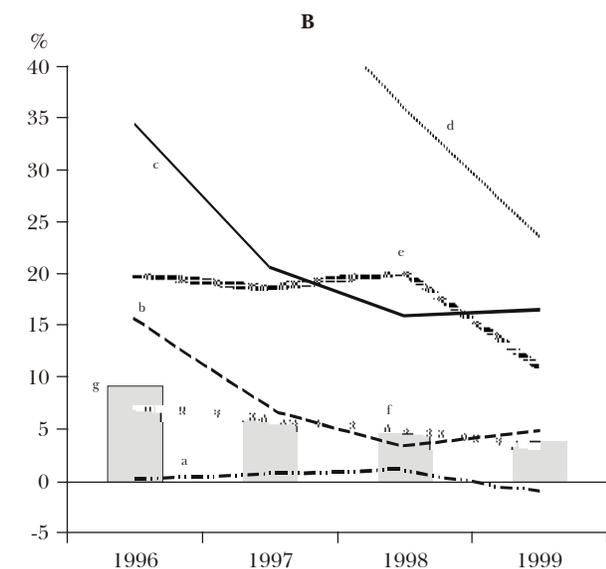
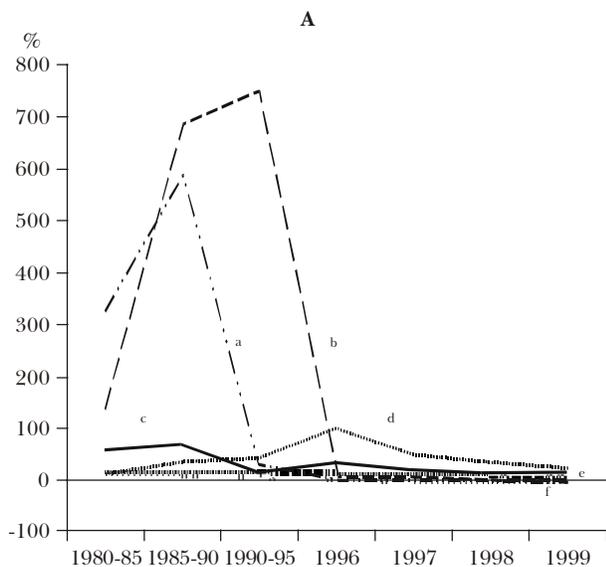
NOTA: véase nota de cuadro 1.

^a Estimado.

Al igual que con la reducción de la inflación, la mayor responsabilidad fiscal que se observa en buena parte de los países de la región, en comparación a la que prevalecía con anterioridad a los años noventa, es digna de elogio. Sin embargo, los países muestran bastante variabilidad de sus balances fiscales en el tiempo, por lo que aún es prematuro asegurar que exista una fortaleza estructural en el manejo de las finanzas públicas.¹³ Cabe ano-

¹³ La devaluación de Brasil a comienzos de 1999 estuvo muy asociada a un déficit fiscal cercano al 10% del PIB. La compleja coyuntura económica de Argentina en 2000 está muy aso-

GRÁFICA I. INFLACIÓN, 1980-99 (en porcentajes)



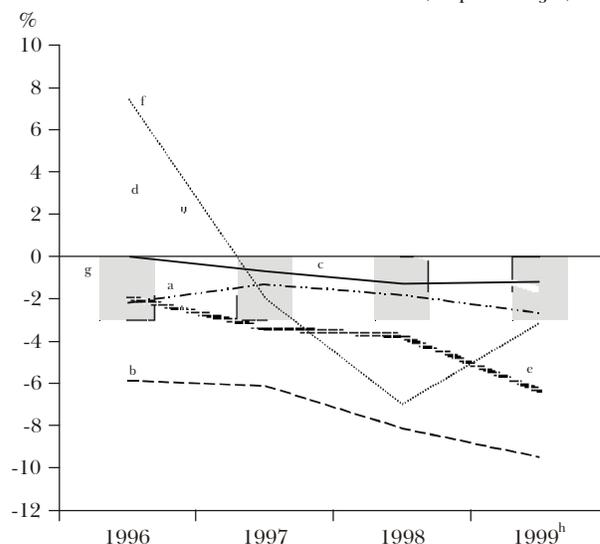
NOTAS: ^a Argentina. ^b Brasil. ^c México. ^d Venezuela. ^e Colombia. ^f Chile. ^g Maastricht.

tar que en varios países de la región hay una base tributaria pequeña, ya sea por evasión o por la existencia de una significativa economía informal. Incluso, en algunos casos, parte del financiamiento está expuesto a alta volatilidad cíclica asociada a los ciclos económicos internos o externos. De adoptarse un criterio tipo Maastricht, algunos países con déficit fiscales en torno al límite máximo verían seriamente afectadas sus posibilidades de efectuar una política fiscal contracíclica.

En cuanto a la deuda pública como porcentaje del PIB, ésta se ha mantenido en niveles inferiores

ciada al cumplimiento de las metas fiscales acordadas con el FMI.

GRÁFICA II. BALANCE FISCAL, 1996-99 (en porcentajes)



NOTAS: ^a Argentina. ^b Brasil. ^c México. ^d Venezuela. ^e Colombia. ^f Chile. ^g Maastricht. ^h Estimado.

al 60% durante el último quinquenio. Cabe destacar, que en el caso de Chile, al igual que México, la deuda pública considerada incorpora los pasivos financieros del banco central. En el primer caso, el banco central constituye la principal fuente de endeudamiento del sector público por cuanto el Fisco prácticamente no ha tenido requerimientos de financiamiento producto de los sistemáticos superávit presupuestarios alcanzados en la última década (cuadro 3).

Cuadro 3

DEUDA PÚBLICA, 1996-99

(En porcentaje del PIB)

	1996	1997	1998	1999 ^a
Argentina	35.69	34.35	37.50	43.06
Brasil	33.29	34.60	42.40	47.00
Chile	38.80	37.56	35.28	39.04
Colombia	28.87	30.73	35.25	41.75
México	40.87	32.71	33.06	45.91
Venezuela	49.07	35.10	32.465	32.55
Maastricht	60.00	60.00	60.00	60.00
Promedio	37.76	34.18	35.99	41.55
Máximo	49.07	37.56	42.40	47.00
Mínimo	28.87	30.73	32.46	32.55

FUENTE: Santander (2000).

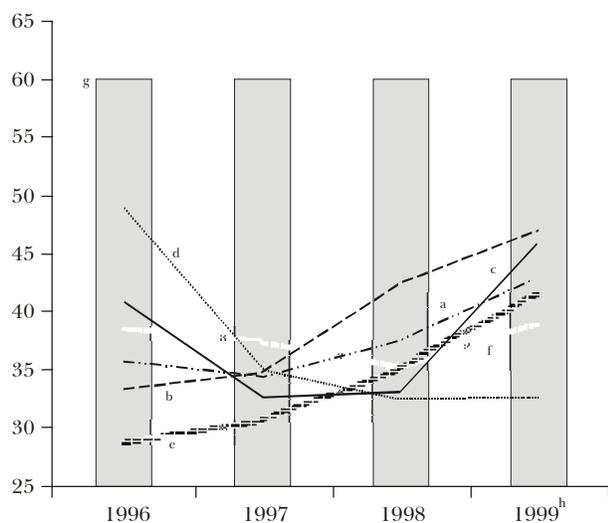
NOTA: véase nota de cuadro 1.

^a Estimado.

En relación con los tipos de cambio, considerando al dólar estadounidense como referente, varias de las monedas latinoamericanas se han devaluado en más de 10% en menos de un año, incluso

alcanzando tasas de devaluación superiores al 20%, como fue el caso de Colombia en 1998 y 1999 y Brasil en 1999 (cuadro 4). La mayoría de los países han tenido fuertes fluctuaciones nominales de sus tipos de cambio, las que en un lapso de dos años exceden el 15% establecido también como criterio de convergencia en Maastricht. Argentina es el único que cumple con dicho criterio en el último quinquenio, como consecuencia de su “caja de conversión” con el dólar estadounidense.

GRÁFICA III. DEUDA PÚBLICA, 1996-99



NOTAS: a Argentina. b Brasil. c México. d Venezuela. e Colombia. f Chile. g Maastricht. h Estimado.

Como se mencionó anteriormente, mientras que en el sistema monetario europeo el “ancla” fue el marco alemán, en América Latina no existe una moneda regional pivote o ancla, la que debe contar con una larga tradición de estabilidad. Si bien el dólar estadounidense es el referente empírico de uso más común en la región, la inexistencia de una moneda local con las características del marco, junto a las fuertes diferencias en las políticas cambiarias de los países, impide definir una moneda “única” de referencia. Es preciso también recordar que no hay en América Latina unidades de cuenta como el ECU ni un sistema de bandas cambiarias como el que caracterizó al sistema monetario europeo.

Con la excepción de Chile,¹⁴ los otros países de la región no presentan un desarrollo relevante de

¹⁴ Debido a la generalizada indexación, al dinámico desarrollo de los inversionistas institucionales (fondos de pensiones) y a la existencia de un mercado profundo y líquido de letras hipotecarias de largo plazo. Sin embargo, Chile tampoco cuenta con un mercado financiero de largo plazo en que se transen instrumentos a tasas de interés nominales, ya que las tasas de interés de largo plazo están indexadas a la inflación pasada.

sus mercados de capitales a un plazo de más de un año. Esto dificulta la medición del criterio de tasas de interés nominales de largo plazo establecido en Maastricht. Si este criterio fuera aplicado para las tasas nominales de corto plazo, como las interbancarias o las de depósitos, se concluiría que ha habido un importante proceso de convergencia a nivel regional, sobre todo considerando las altas tasas de interés observadas en la década de los ochenta en países como Argentina y Brasil. No obstante, aún queda bastante por avanzar en cuanto a la profundización de los mercados financieros y la reducción de tasas de interés si se quisiera cumplir con los criterios de Maastricht.

En cuanto a la necesidad de monitorear algún indicador representativo de un eventual desequilibrio externo, después de la crisis de México de fines de 1994 y hasta 1998, hubo una leve tendencia a incrementar los déficit de cuenta corriente de los países de la región, si bien éstos no alcanzaron en general niveles preocupantes. En 1999 se corrigió la tendencia anterior, al reducirse el déficit promedio a 2.6% del PIB. Si se acordara exigir que anualmente los déficit de cuenta corriente no superen un 4% del PIB, sólo México habría cumplido con este requerimiento en forma sostenida a lo largo de los últimos cinco años. Cabe destacar, sin embargo, que en 1999 sólo Argentina y Brasil superaron el 4% del PIB, mientras el resto de los países cumplieron con holgura tal restricción (cuadro 5).

Por su parte, la deuda externa como porcentaje del PIB se mantuvo en niveles cercanos o inferiores a 50% en los países de la región. Si se acordara, por ejemplo, exigir niveles de deuda externa inferiores al 40% del PIB, surgiría que la mayoría de los países han estado cerca de los límites exigidos. Sólo en el caso de Argentina y Chile se observa una tendencia creciente en su razón deuda externa a PIB en los últimos años. En 1999 sólo Brasil, México y Venezuela cumplirían con el criterio (cuadro 6).¹⁵ Alternativamente, se podría considerar la deuda externa neta (de reservas internacionales). Si un 30% del PIB se utilizara como la meta a no sobrepasar, en 1999 cuatro de los seis países considerados cumplirían con ese criterio (cuadro 7).

Un indicador asociado al equilibrio externo, entendido como capacidad de pago, que podría complementar a los dos anteriores, es el riesgo país de los países de la región. En efecto, cabría esperar que a medida que aumenta la convergencia macroeconómica ese indicador debiera reducir su amplitud. Sin embargo, el cuadro 8 muestra que en-

¹⁵ Recuérdese, sin embargo, que en relación al equilibrio externo seguramente se utilizaría un indicador compuesto del déficit en cuenta corriente y del endeudamiento externo.

Cuadro 4

TIPO DE CAMBIO NOMINAL (TASA DE VARIACIÓN PROMEDIO ANUAL), 1980-99

	1980-85	1985-90	1990-95	1996	1997	1998	1999
Argentina	404.73	504.95	15.44	-01.01	0.00	0.00	0.00
Brasil	159.48	543.34	719.44	9.53	6.93	7.41	56.90
Chile	32.76	13.64	5.41	3.91	1.71	9.77	10.53
Colombia	24.66	28.69	12.69	13.57	10.41	24.54	23.49
México	62.10	61.39	17.94	18.38	3.95	16.46	4.35
Venezuela	11.81	44.29	30.40	135.98	16.61	12.22	10.58

Variaciones bianuales			
	1997	1998	1999
Argentina	0.00	0.00	0.00
Brasil	17.12	14.85	68.52
Chile	5.68	11.65	21.34
Colombia	25.40	37.51	53.80
México	23.05	21.05	21.52
Venezuela	175.18	30.86	24.10
Maastricht	15.00	15.00	15.00
Promedio	41.07	19.32	31.55
Máximo	175.18	37.51	68.52
Mínimo	-0.01	0.00	0.00

FUENTES: FMI, 1999; y Santander (2000).

NOTA: véase nota de cuadro 1.

tre 1997 y 1999 tanto el riesgo país promedio de la región como la diferencia entre su máximo y mínimo fue aumentando, aunque en 2000, ambos disminuyeron.

Por último, cabe destacar, en el aspecto institucional, que algunos de los países de la región aún no cuentan con bancos centrales autónomos, lo que in-

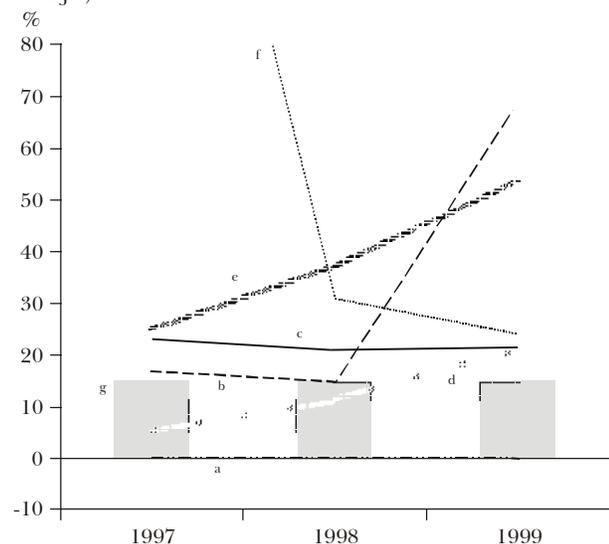
ternacionalmente es considerado muy relevante como un arreglo institucional adecuado, cuando no imprescindible, para el logro de la estabilidad macroeconómica.

3) Complementos de la convergencia macroeconómica en la región

En materia de integración comercial cabe destacar el avance que se ha registrado en América Latina en la desgravación arancelaria. Sin embargo, una integración comercial más profunda y avanzada requiere de la eliminación de barreras al comercio internacional todavía existentes en los subsectores. Este proceso debe considerar tanto las restricciones arancelarias y para-arancelarias así como avanzar en procedimientos más expeditos y transparentes para la solución de controversias en materia comercial.

Para avanzar en el proceso de integración económica es necesario ir más allá de la dimensión comercial. En efecto, la integración de los mercados de servicios latinoamericanos aparece como determinante para profundizar las ganancias de bienestar en la región. Esto incluye, entre otras, la integración en el transporte (directamente ligado al comercio de bienes, respecto de la cual no se han logrado avances significativos) y en las redes energéticas. Por su parte, la integración de servi-

GRÁFICA IV. TIPO DE CAMBIO NOMINAL, 1997-99 (en porcentajes)



NOTAS: ^a Argentina. ^b Brasil. ^c México. ^d Venezuela. ^e Colombia. ^f Chile. ^g Maastricht.

Cuadro 5

DÉFICIT DE CUENTA CORRIENTE DE LA BALANZA DE PAGOS, 1980-99

(En porcentaje del PIB)

	1980	1985	1990	1995	1996	1997	1998	1999 ^a
Argentina	2.31	1.08	-3.22	1.93	2.40	4.08	4.79	4.29
Brasil	5.41	0.13	0.82	2.58	3.00	3.80	4.36	4.38
Chile	7.15	8.58	1.60	2.07	5.12	4.92	5.67	0.12
Colombia	0.62	5.18	-1.35	5.00	4.97	5.46	5.17	1.09
México	5.35	-0.43	2.84	0.55	0.70	1.86	3.79	2.94
Criterio	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00
Promedio	4.17	2.91	0.14	2.43	3.24	4.02	4.76	2.56
Máximo	7.15	8.58	2.84	5.00	5.12	5.46	5.67	4.38
Mínimo	0.62	-0.43	-3.22	0.55	0.70	1.86	3.79	0.12

FUENTES: FMI, 1999; CEPAL, 1999; y Santander (2000).

NOTA: véase nota de cuadro 1.

^a Estimado.

Cuadro 6

DEUDA EXTERNA, 1980-99

(En porcentaje del PIB)

	1980	1985	1990	1995	1996	1997	1998	1999 ^a
Argentina	13.13	55.96	44.03	38.18	40.32	42.60	47.10	51.10
Brasil	26.97	49.74	26.51	22.62	23.22	24.90	31.37	43.10
Chile	40.64	123.93	61.26	33.33	33.80	34.50	43.44	51.20
Colombia	20.37	40.30	44.68	26.93	29.70	29.40	33.10	37.70
México	26.03	53.01	40.62	59.30	47.20	37.10	38.40	33.40
Venezuela	45.54	50.41	73.11	49.75	48.80	35.70	34.50	32.00
Criterio	40.00	40.00	40.00	40.00	40.00	40.00	40.00	40.00
Promedio	28.78	62.22	48.37	38.35	37.17	34.03	37.99	41.42
Máximo	45.54	123.93	73.11	59.30	48.80	42.60	47.10	51.20
Mínimo	13.13	40.30	26.51	22.62	23.22	24.90	31.37	32.00

FUENTES: CEPAL, 1999; y Santander (2000).

NOTA: véase nota de cuadro 1.

^a Estimado.

Cuadro 7

DEUDA EXTERNA NETA DE RESERVAS INTERNACIONALES, 1980-99

(En porcentaje del PIB)

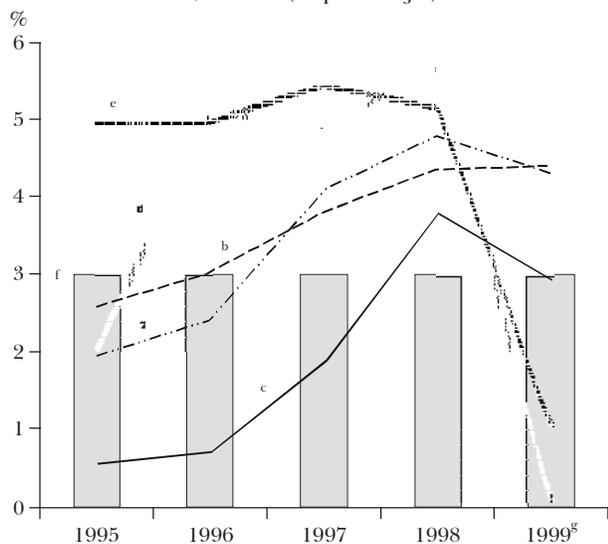
	1980	1985	1990	1995	1996	1997	1998	1999 ^a
Argentina	9.88	52.24	40.78	32.65	33.67	34.98	38.80	41.83
Brasil	24.53	44.72	24.91	15.56	15.69	18.56	25.88	36.85
Chile	29.31	109.05	41.25	10.63	11.23	10.96	21.52	29.05
Colombia	5.91	35.73	34.22	18.17	19.82	20.68	25.00	29.35
México	24.51	50.35	36.87	53.41	41.35	29.92	30.84	26.83
Venezuela	34.38	33.87	55.98	41.63	32.09	19.44	21.96	20.07
Criterio	30.00	30.00	30.00	30.00	30.00	30.00	30.00	30.00
Promedio	21.42	54.33	39.00	28.68	25.64	22.42	27.33	30.66
Máximo	34.38	109.05	55.98	53.41	41.35	34.98	38.80	41.83
Mínimo	5.91	33.87	24.91	10.63	11.23	10.96	21.52	20.07

FUENTES: CEPAL, 1999; y Santander (2000).

NOTA: véase nota de cuadro 1.

^a Estimado.

GRÁFICA V. DÉFICIT DE CUENTA CORRIENTE DE LA BALANZA DE PAGOS, 1995-99 (en porcentajes)



NOTAS: ^a Argentina. ^b Brasil. ^c México. ^d Chile. ^e Colombia. ^f Maastricht. ^g Estimado.

cios laborales es un complemento indispensable para una eficiente cooperación monetaria, sobre todo considerando las mencionadas características de la región en cuanto a no constituir un AMO. Así, lograr avances en la homologación de regímenes previsionales, correspondencia de títulos técnicos y profesionales, en las leyes de inmigración para facilitar el movimiento de trabajadores entre países y la reducción de barreras para el ejercicio de actividades laborales entre los países latinoamericanos son elementos que apuntan en la dirección correcta.

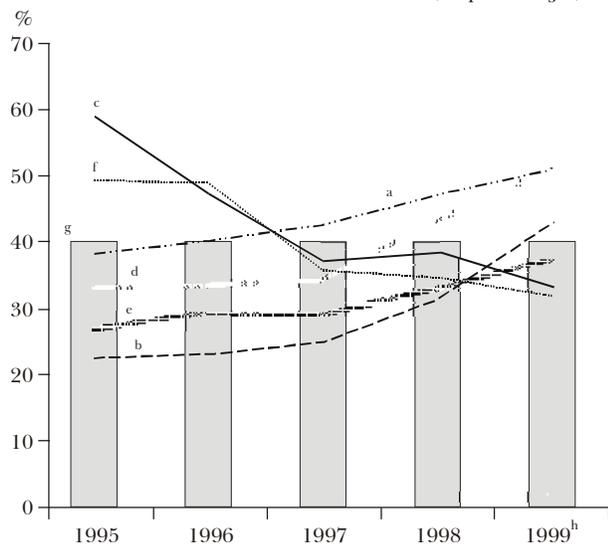
La integración financiera y bursátil, por su par-

te, contribuye a la movilidad del factor capital. Para avanzar en esta forma de integración es necesario crear las bases institucionales que ayuden a establecer condiciones para el comercio de servicios e inversiones financieras, que si bien existe, es todavía incipiente. La integración financiera requiere de la liberalización y profundización de los sistemas financieros domésticos, el desarrollo más profundo y líquido del mercado de capitales (incluyendo acciones, pensiones y seguros) y una eficiente y adecuada regulación y supervisión bancaria y financiera, cuya aplicación sea homogénea por parte de los países miembros del acuerdo regional.

A pesar que los avances recientes se han dado principalmente en el ámbito bancario, América Latina continúa estando poco integrada en esa dimensión (Zahler y Budnevich [1998], pp. 23-27). En efecto, se observan significativas diferencias en indicadores representativos de la dimensión de los mercados bancarios domésticos. Por su parte, los indicadores de solidez, gestión y competencia en la industria bancaria son difíciles de comparar debido a que las diferencias en los tratamientos contables, tributarios y regulatorios también muestran discrepancias importantes entre los países de la región. Finalmente, el estímulo a la integración financiera y la fuerza de ésta también han diferido, debido principalmente a la distinta situación que enfrentan los países en materia de sobreendeudamiento externo y/o de un sistema bancario débil o incluso insolvente.

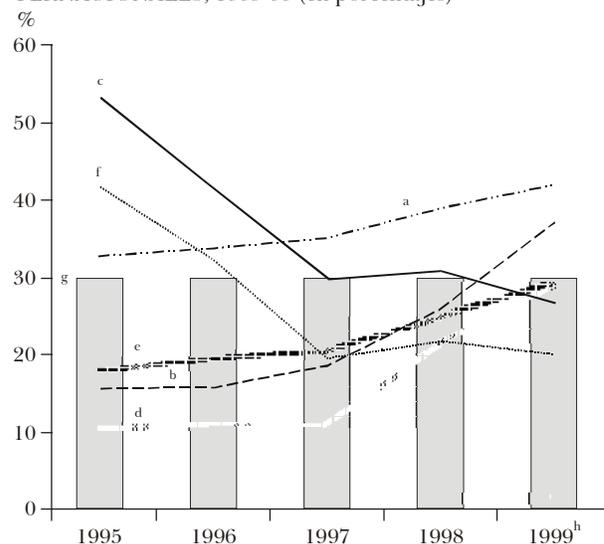
Lo que sí se observa recientemente en América Latina es una situación de hecho, que apunta hacia una paulatina integración financiera no institucio-

GRÁFICA VI. DEUDA EXTERNA, 1995-99 (en porcentajes)



NOTAS: ^a Argentina. ^b Brasil. ^c México. ^d Venezuela. ^e Colombia. ^f Chile. ^g Criterio. ^h Estimado.

GRÁFICA VII. DEUDA EXTERNA NETA DE RESERVAS INTERNACIONALES, 1995-99 (en porcentajes)



NOTAS: ^a Argentina. ^b Brasil. ^c México. ^d Venezuela. ^e Colombia. ^f Chile. ^g Criterio. ^h Estimado.

nalizada. En efecto, desde la segunda mitad de los años noventa se ha venido dando un importante flujo de capitales al interior de la región. Aquí cabe destacar la inversión directa, que incluye tanto en el origen como en el destino a empresas del sector productivo y a instituciones financieras, tales como bancos y fondos de pensiones. Dichos flujos se han visto estimulados por la apertura económica y las privatizaciones en que se han embarcado en la última década la mayor parte de los países de América Latina.

En el caso de la mayoría de los bancos de la región, debido a restricciones legales y a la inexistencia de adecuada supervisión consolidada, este proceso se ha materializado a través de sus accionistas, sean éstos personas naturales o conglomerados. Adicionalmente, y en forma muy significativa, se ha observado una creciente tendencia a la creación de redes regionales de servicios bancarios, tanto de grupos financieros latinoamericanos como especialmente de fuera de la región.

El sector financiero (banca, fondos de pensiones, compañías de seguros) no es el único que ha recibido la llegada de empresas y conglomerados extranjeros, particularmente de España. En efecto, empresas españolas han invertido en otros diversos sectores, destacándose el de telecomunicaciones, petróleo, generación y distribución de energía, transporte y servicios sanitarios, entre otros. Lo anterior confirma la creciente tendencia de parte de grandes conglomerados extranjeros de invertir en diversos países de la región. Esto significa, en la práctica, una mayor homogeneización en las operaciones y una profundización del proceso de integración, que avanza a una velocidad significativamente mayor que la de los acuerdos y negociaciones llevadas a cabo en el ámbito gubernamental.

Por último, cabe destacar dos procesos recientes que tienden a reforzar la globalización e internacionalización de las transacciones de la región. De un lado, un mayor número de empresas, financieras y no financieras de la región, están emitiendo instrumentos como acciones, bonos y bonos convertibles en acciones, y colocándolos en los mercados de capitales internacionales más avanzados, profundos y líquidos que los existentes en América Latina. De otro lado, la fuerte incorporación de Internet en el ámbito latinoamericano, cuya creciente penetración es quizás la muestra más evidente del proceso de globalización e internacionalización que experimentan los países de la región. Estos desarrollos van a intensificar la globalización y el comercio regional y mundial, reduciendo aún más sus barreras, y seguramente van a requerir de los países de la región la revisión de sus políticas tributarias, crediticias y de comercio exterior, entre otras.

IV. Una propuesta de coordinación macroeconómica para América Latina

Considerando el análisis desarrollado en las secciones anteriores y las condiciones en que se desenvuelven las economías de la región hacia fines del año 2000, lo más realista y adecuado en un comienzo es diseñar una estrategia de cooperación monetaria en que se plasmen acuerdos basados en una visión comunitaria compartida sobre aspectos básicos de la política macroeconómica común. Ello debiera traducirse en el compromiso de mantener y profundizar, por parte de los miembros del acuerdo, ciertas pautas básicas de consistencia macroeconómica. Además, parece razonable que dicha estrategia se base en un esquema que en un comienzo no signifique compromisos estrictos en materia coyuntural de instrumentos. En particular, en su etapa inicial el acuerdo debiera respetar los regímenes existentes de política macroeconómica de cada país.

Si bien esta estrategia puede parecer poco exigente, representa un mecanismo apropiado para enfrentar circunstancias cambiantes y heterogéneas entre los países de un eventual acuerdo, especialmente cuando ellos no cuentan con experiencia en la práctica de la cooperación monetaria y coordinación macroeconómica, ni en el monitoreo y capacidad de forzar el cumplimiento de compromisos. En la medida que aumente la interacción entre las autoridades, como muy especialmente entre los técnicos responsables de homogeneizar estadísticas, transmitir y compartir información y analizar e interpretar los desarrollos de las políticas económicas de los países, se afianzarán la confianza y credibilidad entre los países participantes. Y la experiencia indica que esto último contribuye decisivamente a generar situaciones que demuestren la verdadera convicción y compromiso con el proceso de armonización de políticas macroeconómicas.

A partir de ese momento cabría avanzar hacia una estrategia más rigurosa y ambiciosa, que finalmente puede alcanzar grados de integración tan superiores como una UM. Cabe recordar que en la UME se necesitaron más de cuarenta años de sólidos avances en la integración comercial y el desarrollo institucional, y de varias décadas de estrecha cooperación monetaria y cambiaria, para lograr los niveles de coordinación macroeconómica de una UM.

Avanzar en la profundización del proceso de apertura recíproca de los mercados, tanto de bienes como de factores, es un pre-requisito para que existan beneficios significativos derivados de la coordinación macroeconómica. Mientras tanto, es importante afianzar las instancias y la frecuencia de

intercambio de informaciones y opiniones entre los responsables de las políticas y sus equipos, y que éstos dispongan de un conjunto suficiente de estadísticas homogéneas con una metodología común de análisis. Sólo a través del intercambio periódico de opiniones fundadas es posible definir con mayor precisión los puntos de coincidencia e identificar las oportunidades específicas de formas más avanzadas de cooperación y coordinación.

Cuadro 8

RIESGO-PAÍS (*SPREADS* SOBRE BONOS DEL TESORO DE ESTADOS UNIDOS), 1996-99

	1996	1997	1998	1999
Argentina	794.45	437.88	674.91	867.70
Brasil	694.43	451.26	819.69	1 099.6
Chile	n. d.	n. d.	482.11	590.99
Colombia	n. d.	95.29	195.41	193.23
México	741.50	419.11	694.55	776.74
Venezuela	955.21	413.82	1 107.0	1 203.1
Promedio	796.40	363.47	662.29	788.58
Máximo	955.21	451.26	1 107.0	1 203.1
Mínimo	694.43	95.29	195.41	193.23

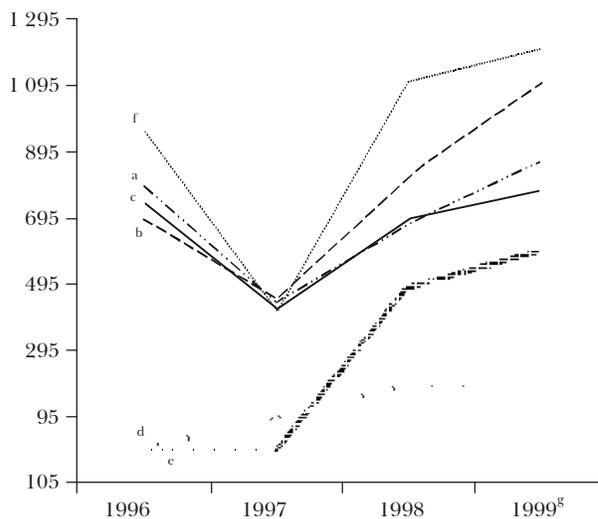
FUENTE: JP Morgan.

Un aspecto de gran relevancia es acordar la definición, localización y dependencia institucional del órgano responsable del seguimiento y monitoreo del cumplimiento de los acuerdos y de los compromisos adquiridos. A este respecto, y a diferencia de Europa, en la región existe un importante vacío institucional al no disponer de instancias como la Comisión de la CEE ni como las reuniones mensuales de los gobernadores de los bancos centrales europeos en el BIS, las cuales, junto al mencionado cúmulo de otros arreglos institucionales, fueron determinantes para los continuos avances en el proceso que condujo a la UME.

En cuanto a la estrategia de coordinación, el análisis desarrollado sugiere que una vía de estímulo a la integración y que favorece la convergencia macroeconómica sería establecer algún acuerdo de cooperación monetaria. Esta cooperación debería ser un complemento a un proceso de integración económica vigente entre los países participantes del acuerdo. Es importante que el acuerdo fije determinados compromisos en el tiempo, cuyo cumplimiento sea obligatorio y adecuadamente monitoreado. Esos compromisos podrían ser de distinta índole, siendo más fuerte aquel que establezca un calendario de avance hacia una moneda común. Si bien esto puede parecer ambicioso, un compromiso de esa naturaleza, que por cierto sería de largo plazo (considérese los años que tomó este

proceso en Europa), bien definido, y con las secuencias y ritmos adecuados, puede generar un ambiente y condiciones favorables para la convergencia macroeconómica en forma más rápida y realista que la inexistencia de algún acuerdo que cumplir. En efecto, es probable que la discusión en común de una estrategia de armonización de políticas macroeconómicas sirva de por sí para mejorar la capacidad de previsión de los países de la región respecto de la evolución económica de sus socios, y para precisar más las posibilidades de obtener beneficios mutuos a través de comportamientos macroeconómicos coordinados.

GRÁFICA VIII. RIESGO-PAÍS, 1996-99



NOTAS: ^a Argentina. ^b Brasil. ^c México. ^d Venezuela. ^e Colombia. ^f Chile. ^g Estimado.

Una primera fase de la cooperación monetaria es compartir e intercambiar información. Una tarea previa, muy importante, es acordar la convergencia (definición homogénea y comparable) de estadísticas y la compatibilización de metodologías nacionales de contabilidad y presentación, en formato y frecuencia, de la información acordada.

La modalidad de cooperación que impone menos rigideces a las políticas individuales de los países es fijar algún(os) objetivo(s) final(es) de la política macroeconómica en forma común; por ejemplo, metas cuantitativas anuales similares de una o varias de las siguientes variables: inflación, balance fiscal, deuda pública, déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos y/o deuda externa. Dichas metas pueden ser puntuales o dentro de un rango, y pueden ser trimestrales, anuales y/o plurianuales. En este último caso lo más consensual en un comienzo puede ser que el rango dentro del cual cada país fije independientemente sus objetivos sea decreciente en el tiempo.

La convergencia macroeconómica se verá reforzada, en una suerte de círculo virtuoso con otras dimensiones del proceso de integración económica, si es que se acompaña, en paralelo, de una gradual convergencia financiera y bursátil. Respecto de la primera cabe avanzar hacia la homogeneización de las prácticas de supervisión y regulación financiera de carácter prudencial, siguiendo los estándares de Basilea. Ello debiera contribuir a intensificar la competencia y a mejorar la calidad de los servicios financieros, incentivando el ahorro y la inversión en la región. En el ámbito bursátil es conveniente iniciar la convergencia hacia normas comunes de “governabilidad corporativa”, orientada, entre otros elementos, a homogeneizar la difusión, transparencia y frecuencia de la información bursátil, impedir conflictos de interés y proteger a los pequeños accionistas. Ello debiera contribuir a mejorar la profundidad y liquidez de los mercados de capitales de los países miembros del acuerdo, al favorecer inversiones de agentes institucionales (actualmente impedidos de efectuarlas) y estimular nuevas fuentes de financiamiento, hacia pequeñas y medianas empresas y hacia modalidades de capital de riesgo, factores determinantes para la innovación tecnológica y que prácticamente no existen en los mercados de capitales de la región. Adicionalmente, cabría iniciar acciones de convergencia de las bolsas de valores de países de la región, lo que mejoraría su presencia competitiva, en un contexto mundial de crecientes fusiones entre las principales bolsas de valores.

La referida convergencia financiera y bursátil es fundamental si es que los países miembros de un acuerdo quieren reducir eficientemente la vulnerabilidad de las economías frente a choques financieros externos y enfrentar coordinadamente los peligros derivados del “efecto contagio”, característica de las actuales crisis financieras internacionales.

Un nivel superior y más exigente de cooperación es la coordinación por metas intermedias, como el tipo de cambio nominal o alguna modalidad de política monetaria común. Como la experiencia indica que el proceso de integración puede y suele verse seriamente afectado por desalineamientos significativos de los tipos de cambio entre los países miembros, considerando la amplia gama de regímenes monetarios y cambiarios existentes en la región, no parece conveniente apurar la cooperación monetaria por la vía de la coordinación directa de instrumentos. Con todo, la supervigilancia de las políticas fiscales y monetarias contribuiría decisivamente a prevenir la ocurrencia de los mencionados desalineamientos. Y en lo fundamental, la supervigilancia sólo requiere que haya un acuerdo en torno a un paradigma de políticas que sustenten el

(los) objetivo(s) acordado(s). En el caso de la región, éstos debieran ser inicialmente el control de la inflación y un límite a algún indicador de desequilibrio externo.

En síntesis, las distintas etapas de la cooperación monetaria pueden ser consideradas grados alternativos de coordinación o pasos secuenciales hacia la convergencia macroeconómica. El avance hacia una etapa superior significa exigencias crecientes de coordinación para los países del acuerdo. Lo positivo es que la convergencia macroeconómica es un proceso que puede desarrollarse gradualmente, de manera que los obstáculos que en el presente pueden parecer insalvables lo serán menos cuando llegue el momento de enfrentarlos. En todo caso, en la actualidad la cooperación monetaria se ve factible sólo al nivel de subgrupos dentro de la región. Si alguna subregión optara por avanzar en la cooperación monetaria, en el futuro previsible cabría considerar primero una convergencia sobre la base de objetivos finales, dejando para etapas posteriores, y después de alcanzado un estado superior de coordinación macroeconómica, el uso de objetivos intermedios comunes, y eventualmente instrumentos comunes, para finalizar en una UM.

Bibliografía

- Banco Interamericano de Desarrollo, “Financial Reform”, en *Economic and Social Progress in Latin America, 1996 Report*, cap. 6, noviembre de 1996.
- Banco Mundial, “Building Financial Markets” en *World Development Report 1996. From Plan to Market*, cap. 6, 1996.
- CEPAL, *Anuario Estadístico de América Latina y el Caribe 1999*.
- Corbo, Vittorio, *Integración financiera en América Latina y el Caribe: temas centrales*, presentado en el Seminario Integración y Armonización de los Mercados Financieros en las Américas. Santiago de Chile, diciembre de 1997.
- De Cecco, Marcello, *Macroeconomic Convergence in the EMU after May 1998*, 1998.
- Dooley, Michael, *Financial Liberalization and Policy Challenges*, presentado en el Seminario Integración y Armonización de los Mercados Financieros en las Américas, Santiago de Chile, diciembre de 1997.
- Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR). *Informe final primera reunión técnica sobre armonización de políticas macroeconómicas*, Santafé de Bogotá, junio de 1998.
- Fondo Monetario Internacional, *Anuario Estadístico 1999*.

- Ghymiers, Christian, *The macroeconomic policy coordination in the Euro area: origins, development and present challenge, with some possible conclusions for Latin America*, Brasil, enero de 1999.
- Heymann, Daniel y Fernando Navajas, *Coordinación de políticas macroeconómicas en el Mercosur: algunas reflexiones*, presentado en el Seminario Internacional Coordinación de Políticas Macroeconómicas en el Mercosur. Hacia una Moneda Unica, organizado por la Fundación Gobierno y Sociedad y la Secretaría de Planeamiento Estratégico de la Presidencia de la Nación. Buenos Aires, junio de 1998.
- Kenen, P., "The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View", en R. Mundell y Swoboda (eds.), *Monetary Problems in the International Economy*, University of Chicago Press, Chicago, 1969.
- McKinnon, R., "Optimal Currency Areas", *American Economic Review*, vol. 53, septiembre de 1963, pp. 717-24.
- Milesi Fereti, G. M. y A. Razin, *Current Account Sustainability*, octubre de 1996 (Princeton Essays in International Finance, nº 81).
- Mundell, R., "A Theory of Optimum Currency Areas", *American Economic Review*, vol. 51, septiembre de 1961, pp. 657-64.
- Rojas, Patricio y Susana Jiménez, "Objetivos de Inflación, Consideraciones Teóricas y Evidencia Empírica", *Revista Centro de Estudios Públicos*, CEP, Chile, 1996.
- Rojas-Suárez, Liliana y Steven R. Weisbrod, "Towards an Effective Financial Regulatory and Supervisory Framework for Latin America: Dealing with the Transition", en Liliana Rojas-Suárez (ed.), *Safe and Sound Financial Systems. What Works for Latin America*, BID, Washington, D. C., 1997.
- Rojas-Suárez, Liliana, *How Integrated are Latin American and the Caribbean Financial Markets?*, presentado en el Seminario Integración y Armonización de los Mercados Financieros en las Américas, Santiago de Chile, diciembre de 1997.
- Russo, Massimo, *Policy Coordination in the European Union (from the EMS to EMU)*, presentado en el X Seminario de Finanzas Públicas, CEPAL, Santiago de Chile, 28 de enero de 1998.
- Santander Central Hispano, *Strictly Macro*, 10 de agosto de 2000.
- Steil, Benn, *Regional Financial Markets Integration: Learning from the European Experience*, presentado en el Seminario Integración y Armonización de los Mercados Financieros en las Américas, Santiago de Chile, diciembre de 1997.
- Summers, Lawrence, "Strengthening Financial Systems in Emerging Markets: An Agenda for Action", en Liliana Rojas-Suárez (ed.), *Safe and Sound Financial Systems. What Works for Latin America*, BID, Washington, D. C., 1997.
- Townsend, Malcolm, *TME EMS, EMU and Convergence in the European Union*, presentado en la Conferencia Coordinación de Políticas Macroeconómicas en el Mercosur. Hacia una Moneda Unica, organizado por la Fundación Gobierno y Sociedad y la Secretaría de Planeamiento Estratégico de la Presidencia de la Nación, Buenos Aires, junio de 1998.
- Velarde, Julio, *Armonización de políticas económicas en la comunidad andina*, presentado en la Reunión Técnica sobre Armonización de Políticas Macroeconómicas. Santafé de Bogotá, junio de 1998.
- Villamizar, Helena y Mauricio Pareja, *Armonización de políticas macroeconómicas en la comunidad andina: una primera aproximación*, febrero de 1998.
- Zahler, Roberto, *El euro y su efecto sobre la economía y la integración en América Latina*, presentado en la 40ª Asamblea de Gobernadores del BID, Seminario El Euro y su Impacto Internacional, París, marzo de 1999.
- Zahler, Roberto, "La unión monetaria europea y la creación del euro: relevancia e impacto en América Latina", *Integración & Comercio*, Año 1, nº 2, BID-INTAL, Buenos Aires, mayo-agosto de 1997.
- Zahler, Roberto, y Carlos Budnevich, *Integración Financiera y Coordinación Macroeconómica en el Mercosur*, presentado en el Seminario Internacional Coordinación de Políticas Macroeconómicas en el Mercosur. Hacia una Moneda Unica, organizado por la Fundación Gobierno y Sociedad y la Secretaría de Planeamiento Estratégico de la Presidencia de la Nación, Buenos Aires, junio de 1998.

¿Por qué tiene importancia la política monetaria contracíclica?*

Satyajit Chatterjee

I. Introducción

Las economías capitalistas modernas usan políticas de estabilización para minimizar las fluctuaciones en las tasas de desempleo e inflación. En Estados Unidos, el Comité de Mercado Abierto Federal (FOMC) rebaja la meta de tasa de interés para los préstamos interbancarios, a medida que la actividad económica se desacelera o cuando la crisis financiera se asoma (como en el otoño de 1998) y la eleva cuando la inflación amenaza con acelerarse (como a fines de 1999 y principios del 2000).

Esa política monetaria contracíclica es un ejemplo de la política de estabilización. Otros ejemplos de política de estabilización en Estados Unidos son el seguro federal de los depósitos bancarios (y la concomitante supervisión y regulación de la banca), y los programas de mantenimiento de ingresos, tales como el seguro de desempleo.

La macroeconomía ha dedicado un gran esfuerzo a la comprensión de cómo la política monetaria contracíclica afecta la volatilidad de las tasas de desempleo e inflación. En contraste, los macroeconomistas han dirigido un esfuerzo mucho menor a la comprensión de por qué la política monetaria contracíclica es benéfica. Este olvido refleja el hecho de que, hasta hace poco, los macroeconomistas, incluso de muy diferentes corrientes, estaban de acuerdo en que las políticas destinadas a reducir la volatilidad del desempleo y la inflación son deseables. Claro que, los economistas diferían

en cuanto a la forma que esas políticas debían adoptar, aunque nadie ponía en tela de juicio la premisa de que un ambiente macroeconómico menos volátil constituía un objetivo de política deseable.

Ese ya no es el caso. Durante la última docena de años más o menos, una influyente minoría de macroeconomistas han puesto en entredicho los supuestos beneficios de reducir la volatilidad y, por implicación, los supuestos beneficios de una política monetaria contracíclica.

El origen de esta evolución es el mismo que el subyacente en la mayor parte de los acontecimientos macroeconómicos en el último medio siglo, o sea, el deseo de basar la macroeconomía en sólidos fundamentos teóricos. Al igual que en otras ciencias, “sólidos fundamentos teóricos” significa explicar fenómenos macroeconómicos en términos de fenómenos de nivel micro; por ejemplo, mediante el uso de teorías sobre el comportamiento de los hogares y empresas, a fin de explicar el comportamiento de, digamos, el gasto del consumo agregado o de la inversión empresarial agregada.

El deseo de microfundaciones también significa que las políticas de nivel macro (tales como la política monetaria contracíclica) tienen que justificarse en términos de efectos de nivel micro, o sea, en qué forma esas políticas benefician en último término a los hogares o unidades familiares. En forma sorprendente, el vínculo entre la menor volatilidad macroeconómica y la mejoría del bienestar de los hogares ha demostrado ser más débil de lo que muchos macroeconomistas hubieran supuesto.

Las preocupaciones por los beneficios de la política monetaria contracíclica (y las políticas de estabilización en general) son obviamente de mayor importancia para el Sistema Federal de Reserva. Mi propósito en este artículo consiste en realizar dos tareas: establecer claramente la opinión prin-

* Traduce y publica el CEMLA, con la debida autorización, el artículo de S. Chatterjee, asesor económico, en el Departamento de Investigación del Banco Federal de Reserva de Filadelfia, aparecido originalmente en inglés en el número correspondiente al segundo trimestre de 2001 de *Business Review*. Las opiniones expresadas no son necesariamente las del Banco Federal de Reserva de Filadelfia o las del Sistema Federal de Reserva.

principal de los supuestos beneficios de la política monetaria contracíclica y el desafío que le plantea la reciente investigación orientada a las microfundaciones; y considerar cómo este reto puede alterar nuestras opiniones acerca de los beneficios que trae la política monetaria contracíclica.

II. Manual sobre la corriente principal macroeconómica y sus implicaciones políticas

Empezaremos con un breve recuento acerca de la manera en que la principal corriente macroeconómica otorga sentido a la política monetaria contracíclica.¹ En opinión de la corriente principal, la actual tasa de desempleo puede desviarse de la tasa de desempleo *natural* o a largo plazo. Esta tasa natural está determinada por factores que cambian lentamente, tales como la tecnología, demografía, las leyes y reglamentaciones, así como las costumbres sociales. Dado que los mercados no funcionan a la perfección, pueden ocurrir extensos períodos en los que la tasa de desempleo real excede la tasa natural. Durante tales épocas, la teoría macroeconómica de la corriente principal predice que la tasa de inflación caerá, puesto que la demanda agregada de bienes y servicios tenderá a quedarse por debajo de la oferta agregada. En otras ocasiones, la tasa de desempleo puede quedar por debajo de la tasa natural, y en esos períodos, la teoría predice que la tasa de inflación se elevará, ya que la demanda agregada tenderá a superar la oferta agregada. Según la corriente principal macroeconómica, los ciclos económicos son una manifestación de estas desviaciones entre las tasas de desempleo real y natural.

Esta opinión de la corriente principal sobre los ciclos económicos nos proporciona las razones para una política monetaria contracíclica. Supongamos que la autoridad monetaria usa la política monetaria, a fin de eliminar la brecha entre las tasas de desempleo real y natural. En la práctica, la autoridad monetaria rebajaría las tasas de interés a corto plazo cada vez que el desempleo real amenazase con exceder la tasa natural, y las elevaría cuando ocurriera lo opuesto. Si esta política tuviera éxito, la tasa de desempleo real seguiría de cerca el curso de la tasa de desempleo natural. Como el cambio

¹ Algunos libros de texto describen esta teoría como un enfoque Nekeynesiano o *IS-LM* para abordar la macroeconomía, pero las etiquetas pueden resultar engañosas; por ejemplo, Bradford De Long llama a la misma teoría una subespecie del monetarismo. Para evitar la confusión la he llamado "opinión o corriente principal", puesto que es la opinión que caracteriza a un amplio sector de la macroeconomía académica y virtualmente a toda la macroeconomía políticamente orientada.

de la tasa de desempleo natural ocurre sólo gradualmente a lo largo del tiempo, el resultado sería una tasa de desempleo real menos volátil. Si no existieran las persistentes brechas entre las tasas de desempleo real y natural, la tasa de inflación también sería menos volátil. Hablando en general, los hogares y las empresas no se sienten cómodos con la volatilidad en la tasa de desempleo o de la inflación, de modo que dicha política contribuiría a mejorar el bienestar público.

Sin embargo, la opinión de la corriente principal reconoce ciertos límites importantes en el propósito de la política monetaria contracíclica. Primero, la política monetaria contracíclica no puede cambiar el nivel de la tasa de desempleo natural directamente. Como se hizo ver anteriormente, la tasa de desempleo natural está determinada por factores como la tecnología, demografía, las leyes y reglamentaciones, y las costumbres sociales. Una política monetaria contracíclica efectiva puede proporcionar un ambiente que conduzca a la innovación (y por vía de consecuencia al avance de la tecnología), pero no tiene un efecto directo sobre la tasa de desempleo natural.

Segundo, la tasa de desempleo natural no es directamente observable; tiene que ser inferida con base en las tendencias a largo plazo de la economía. De esta manera, los formuladores de política juzgarán que un cambio en la tasa de desempleo es una desviación de la tasa natural cuando, en realidad, refleja un cambio en la propia tasa natural, o viceversa. En tales situaciones, la política monetaria contracíclica hará que la tasa de inflación sea más volátil, no menos. Por ejemplo, una tentativa persistente de revertir un decremento en la tasa de desempleo natural conducirá a la deflación, y una persistente tentativa de revertir un incremento en la tasa de desempleo natural conducirá a la inflación, cosas ambas que reducen el bienestar público. Así, una mala percepción acerca de la tasa natural puede conducir a errores de política.

Tercero, esa macroeconomía de corriente principal reconoce que los efectos de las acciones de política monetaria se dejan sentir con demoras prolongadas y variables. La incertidumbre sobre el período de tiempo que transcurre antes de que la política ejerza su efecto sobre la economía es otra fuente potencial de errores de política.

III. El nivel de vida como criterio para evaluar la política monetaria

El hecho de que la política monetaria contracíclica tenga costos y beneficios sugiere que es importante averiguar si los beneficios superan a los costos, a

fin de determinar si vale la pena continuar con dicha política. El economista de la Universidad de Chicago y laureado con el Nobel Robert E. Lucas, Jr., fue el primero que exploró esta cuestión en el contexto de la economía de Estados Unidos. Lucas observó que de por sí, la volatilidad cíclica en las tasas de desempleo e inflación no son importantes para la gente. Lo que en realidad importa es la volatilidad cíclica resultante en los niveles de vida de la gente. Dado que el gasto de consumo o gasto del consumidor es uno de los índices del nivel de vida más comúnmente usados, Lucas planteó la siguiente pregunta: “¿Cuánto pagaría una persona promedio en Estados Unidos para evitar toda volatilidad cíclica en el gasto de consumo agregado en su país?” Desde la perspectiva de la corriente principal macroeconómica, la respuesta a esta pregunta ofrece una estimación del máximo beneficio potencial que se puede derivar de la prosecución por el Sistema Federal de la Reserva de una política monetaria contracíclica.²

Como sería de esperar, la respuesta depende de la magnitud del descontento de los hogares con las fluctuaciones aleatorias de su nivel de vida (es decir, de su grado de aversión al riesgo), y Lucas experimentó con una variedad de estimaciones, unas más plausibles que otras. Lo que encontró fue que una persona estaría dispuesta a pagar más bien pequeñas cantidades, a fin de evitar toda fluctuación en el nivel de vida agregado. Una estimación, basada en una magnitud plausible de aversión al riesgo, implica que una persona no pagaría más de 23 dólares anuales para obtener ese beneficio! La cantidad es tan mezquina que prácticamente no tiene caso establecer una política monetaria contracíclica.

Claro está, el hallazgo por Lucas de que la volatilidad cíclica no es muy dolorosa resultó (y lo sigue siendo) controvertido. De una parte, los economistas no tardaron en hacer notar que el grado de aversión al riesgo puede ser juzgado de muy diversas formas, y algunas de estas formas alternativas sugieren que las ganancias que se obtendrían de la eliminación de toda volatilidad cíclica en el gasto de consumo son varios centenares de veces más grandes que la estimación hecha por Lucas. Asimismo, como Lucas mismo lo hizo notar, sus cálculos daban por supuesto que todos los hogares comparten la carga de los ciclos económicos por

² La respuesta no ofrece más que una estimación del máximo beneficio potencial por dos razones. Primero, ignora los costos de los errores de política. Segundo, ignora el hecho de que cierta porción de la volatilidad del gasto de consumo deberá ser excluida del cálculo del beneficio, ya que tiene su origen en las fluctuaciones de la tasa natural de desempleo y no puede ser eliminada mediante la política monetaria contracíclica.

igual. En realidad, la carga recae de manera desproporcionada sobre la gente que se convierte en desempleada durante las recesiones. Tomando esto en cuenta, resulta probable el alza de las estimaciones del beneficio potencial máximo que se deriva de la política monetaria contracíclica.

Sin embargo, tales críticas pasan por alto un aspecto más profundo: la insistencia de Lucas en que los beneficios de la política monetaria contracíclica deben juzgarse por los efectos que tales políticas tienen en el bienestar de los hogares individuales. Como él mismo dijo: “Un sistema económico es una colección de personas, y una seria evaluación de la política económica implica investigar retrospectivamente las consecuencias de las políticas sobre el bienestar de los individuos que resultan afectados”. Esta cita, sucintamente expresa uno de los principios básicos de la investigación orientada a las microfundaciones: la volatilidad en las tasas de desempleo e inflación no deben preocupar a los formuladores de política más que si tiene por consecuencia una inaceptable volatilidad en los niveles de vida. Como lo explico en el resto de este artículo, la evaluación de las políticas basadas en el nivel de vida tiene sorprendentes implicaciones para los beneficios de la política monetaria contracíclica.

IV. El autoseguro como sustituto de la política monetaria contracíclica

Pasemos a examinar cómo la reducción de la volatilidad de la tasa de desempleo afecta la volatilidad del gasto de consumo. Las fluctuaciones en la tasa de desempleo afectan a los miembros de un hogar de dos maneras: probabilidad de pérdida de trabajo para los miembros empleados y probabilidad de obtención de trabajo para los miembros desempleados. Por ejemplo, durante una recesión, cuando la tasa de desempleo es relativamente alta, la probabilidad de pérdida de trabajo para los empleados es también relativamente elevada, y la probabilidad de obtención de trabajo para los individuos desempleados resulta relativamente baja. Por lo tanto, todos los individuos corren un riesgo mayor de pérdida de ingresos. A la inversa, durante una expansión económica, la probabilidad de pérdida de trabajo para los empleados es relativamente baja, y la probabilidad de obtención de trabajo para los desempleados es relativamente alta. En consecuencia, todos los individuos corren menor riesgo de pérdida de ingresos. Si la política monetaria contracíclica tiene éxito en mantener la tasa de desempleo igual a la tasa natural en el tiempo, la probabilidad de pérdida de trabajo para los individuos empleados y la probabilidad de ob-

tención de trabajo para los individuos desempleados sería menos variable. En consecuencia, una política monetaria contracíclica reduce la volatilidad de los ingresos del hogar al reducir las fluctuaciones en el riesgo de desempleo.

¿En qué medida una reducción en la volatilidad de los ingresos afecta las fluctuaciones en el nivel de vida del hogar? Supongamos que el hogar siempre gasta la cantidad total de sus ingresos mensuales y no pide prestado ni ahorra. En este caso, las fluctuaciones en el gasto de consumo equivaldrán exactamente a las fluctuaciones en los ingresos del hogar, y una reducción políticamente inducida en la volatilidad de los ingresos del hogar tendrá un efecto directo e igual en la volatilidad del gasto de consumo.

Empero, ¿qué pasa si los hogares ahorran o piden prestado? Entonces, puede que el gasto de consumo no fluctúe tanto como los ingresos. Si un miembro del hogar se queda temporalmente desempleado, el hogar puede recurrir a un fondo de ahorro (creado a lo largo de los años para esa clase de eventualidad), a fin de proteger su nivel de vida. En consecuencia, el gasto de consumo no caerá en la misma medida que los ingresos. Cuando el miembro en cuestión recupere un empleo, el gasto de consumo del hogar no se elevará tanto como los ingresos, porque una porción de esos ingresos se utilizará para reponer los ahorros retirados durante el período de desempleo. La creación y el mantenimiento de una cantidad de ahorros para protegerse temporalmente durante los períodos de desempleo o bien de gastos no anticipados se llama *auto-seguro*.³

Una sorprendente implicación del auto-seguro es que debilita la capacidad de la política monetaria contracíclica de mejorar el bienestar público porque, desde el punto de vista del hogar, el auto-seguro es un *sustituto parcial* de la política monetaria contracíclica. Para comprobarlo, supongamos que la autoridad monetaria introduce una nueva política contracíclica que reduce la volatilidad de los ingresos del hogar. Ante el hecho de la menor volatilidad de los ingresos, el hogar tendrá un incentivo para disminuir la cuantía de sus ahorros. Recuerdese que estos ahorros fueron acumulados, en parte, a fin de proteger el nivel de vida de las caídas de ingreso; sin embargo, una menor volatilidad de los ingresos significa que esas situaciones se presentan con menos frecuencia.

En esta forma, una perfeccionada política contracíclica tendrá dos efectos: reducirá la volatilidad

³ La creación de ahorros incluye el caso de pago de deuda, a fin de mantener abierta la opción de volver a pedir prestado en el futuro.

de los ingresos del hogar, e inducirá a los hogares a reducir los ahorros creados, a fin de protegerse contra dicha volatilidad. Estos dos efectos tienen consecuencias *opuestas* para la volatilidad del gasto de consumo. El primer efecto reduce la volatilidad del gasto de consumo, mientras que el segundo lo eleva.⁴ ¿Cuál será el efecto combinado de todo esto? La teoría predice que el primer efecto será el dominante y la volatilidad del gasto de consumo declinará. Sin embargo, la teoría también sugiere que esta declinación será menor. En otras palabras, los fondos de ahorro privados son un sustituto parcial para los efectos benéficos de las políticas contracíclicas: una perfeccionada política contracíclica sustituye en parte las acciones que un hogar puede tomar para contrarrestar los nocivos efectos de la volatilidad de ingresos.⁵

La significación del auto-seguro para evaluar los beneficios de la política contracíclica fue reconocida por primera vez en un artículo publicado en 1989 por la señora Ayse Imrohorglu. Imrohorglu simuló una economía en la que los individuos podían solicitar préstamos y ahorrar para proteger sus niveles de vida frente a temporales intervalos de desempleo. Sus simulaciones mostraron que aun si las políticas contracíclicas hacían constante la tasa de desempleo y aseguraban que cada individuo enfrentara una probabilidad constante (en lugar de fluctuante) de pérdida de trabajo, la ganancia en bienestar sería de alrededor de 69 dólares por persona anualmente.⁶ Aunque mayor que la estimación de Lucas, la ganancia seguía siendo muy pequeña.⁷ Como la señora Imrohorglu hizo

⁴ Elevará la volatilidad del gasto porque, si todo lo demás permanece igual, una menor cuantía de ahorros significa que un hogar será menos capaz de proteger sus niveles de vida en caso de pérdida de ingresos.

⁵ Dicho esto, es importante reconocer que algunos hogares pueden no estar en posición de autoasegurarse. Por ejemplo, un hogar pobre que vive al día no podrá autoasegurarse y se beneficiará sustancialmente de un entorno macroeconómico menos volátil. Sin embargo, ese tipo de hogares no constituyen la mayoría. Lo que es más, se han establecido programas sociales que tratan directamente con las muchas causas y consecuencias de la pobreza. Teniendo en cuenta estos programas, el objetivo apropiado de la política monetaria consiste en concentrarse en mejorar el bienestar de los hogares típicos.

⁶ Incluso si la política monetaria contracíclica logra mantener la tasa de desempleo constante, los ingresos de un individuo pueden no obstante fluctuar en el tiempo, dada la posibilidad de que un individuo pierda su trabajo. En consecuencia, aun en el caso de una política monetaria perfecta, los hogares deben autoasegurarse contra temporales intervalos de desempleo.

⁷ En su artículo, Imrohorglu presentó los resultados de diferentes simulaciones. El resultado que se ofrece aquí es para una simulación en la que los individuos solicitan un préstamo a una tasa de interés real anual de 8% y ahorran a una tasa de interés real de 0%. Al igual que Lucas, los cálculos de Imrohorglu

notar en su artículo, sus hallazgos reflejan el hecho de que los individuos en la economía artificial que presenta se autoaseguran muy bien contra los temporales intervalos de desempleo. Como resultado, aunque una política contracíclica efectiva reduce la volatilidad del gasto de consumo, la resultante ganancia en bienestar fue menor.⁸

¿Qué diremos de la volatilidad en la tasa de inflación? Desde el punto de vista de un hogar, la volatilidad de la inflación puede ser importante, ya que afecta la volatilidad del rendimiento real de los activos financieros, activos que los hogares usan para autoasegurarse contra la temporal pérdida de ingresos. Si el rendimiento real esperado de estos activos es muy bajo, mitigará el incentivo para asegurarse. Como secuela de su primer artículo, Ayse Imrohoroglu y Edward Prescott utilizaron técnicas de simulación para investigar el impacto de la volatilidad de la inflación en el bienestar público. Dando por supuesto que las fluctuaciones en la tasa de inflación esperada conducían a fluctuaciones opuestas en el rendimiento real esperado de los activos, averiguaron que la volatilidad de la inflación virtualmente no tenía efectos adversos en el bienestar.⁹ Como lo hicieron notar en su artículo, lo que más importaba a la gente en su modelo era el rendimiento real promedio esperado de sus activos financieros, no la volatilidad del rendimiento real esperado.

En resumen, tanto la teoría como los resultados de la simulación sugieren que el autoseguro actúa

glu ofrecen una estimación del beneficio potencial máximo derivado de la política monetaria contracíclica. Asimismo, ignora los costos potenciales de la política monetaria contracíclica y supone que una política contracíclica plenamente efectiva corresponde a que no haya fluctuaciones en la tasa de desempleo.

⁸ Una política contracíclica mejorada permite a los hogares una inferior suma de ahorros. El incremento adicional único en el gasto de consumo, permitido por la declinación en los ahorros es otro beneficio de la política contracíclica mejorada. Sin embargo, un incremento único en el gasto de consumo no puede mejorar *permanentemente* el bienestar. Para lograr una mejoría permanente, es preciso observar cómo una mejorada política contracíclica afecta la volatilidad del gasto de consumo, si bien, dicho efecto, como ya se hizo notar, es menor.

⁹ El rendimiento real de los activos financieros depende de la diferencia entre el rendimiento (o tasa de interés) de estos activos y la tasa de inflación. Según la corriente principal macroeconomía, el rendimiento real de los activos financieros es contracíclico. El rendimiento de los activos financiero no se eleva en la misma medida que la tasa de inflación cuando el desempleo cae por debajo de la tasa natural, y tampoco cae en la misma medida que la tasa de inflación cuando la tasa de desempleo se eleva por encima de la tasa natural. El artículo de Imrohoroglu y Prescott examinó el caso extremo en que la tasa de interés de los activos financieros permanece constante, de modo que cualquier cambio en la tasa de inflación esperada conducía a un cambio opuesto igual en el esperado rendimiento real.

como sustituto parcial de las políticas contracíclicas efectivas. Los hogares pueden proteger su nivel de vida a pesar de los bajos ingresos temporales, recurriendo al fondo de ahorro creado para tales eventualidades. Si no tienen ahorros, pueden pedir prestado y rembolsar la deuda cuando sus ingresos tornan a lo normal. En tal situación, las mejoras en la política contracíclica en parte sustituyen las acciones privadas que la gente adopta para contener la volatilidad en sus niveles de vida. En consecuencia, el efecto neto en el bienestar público no es tan grande como de otro modo se podría suponer.

Claro que la declinación en el ingreso del hogar a causa de la pérdida de empleo es a menudo mitigada por los programas estatales de seguro de desempleo y la progresiva naturaleza del código impositivo federal (las obligaciones por impuestos disminuyen más rápidamente que el ingreso ganado). Desde la perspectiva del hogar, el autoseguro es también un sustituto para los programas de seguro social, lo que plantea asimismo perturbadoras interrogaciones acerca de los beneficios netos de estos programas. Sin embargo, Ayse Imrohoroglu y Gary Hansen han demostrado que incluso si los hogares se autoaseguran, los programas de seguro al desempleo son generalmente muy benéficos, al menos mientras los programas no afecten adversamente el deseo de la gente de buscar trabajo.

Antes de tomar seriamente las implicaciones de la política de autoseguro, debemos preguntarnos si, haciendo a un lado teoría y simulaciones, los hogares realmente se autoaseguran. Afortunadamente disponemos ahora de un conjunto de testimonios acerca de esta cuestión.¹⁰ Primero, el autoseguro concuerda con el sentido común. Por ejemplo, una guía de planificación financiera recomienda que los hogares acumulen un fondo de ahorro para hacer frente a épocas incertidumbre: “Se da generalmente por hecho que sus activos líquidos deben igualar aproximadamente a seis meses de ingreso por empleo. Si usted se encuentra en una situación de empleo inestable la cantidad probablemente tendrá que ser mayor” (Touche Ross, 1989, p. 10). Tal vez a causa de este aspecto de sentido común, las encuestas sobre las finanzas de los hogares muestran que el ahorro para emergencias es la razón más importante que se cita en favor del ahorro. Estas encuestas también revelan que el fondo de recursos financieros del hogar es muy volátil, aun en períodos cortos. Asimismo, diversos estudios muestran que los hogares que encaran una mayor incertidumbre acerca de los in-

¹⁰ Esta discusión se apoya considerablemente en el artículo de 1997 de Christopher Carroll sobre el tema.

gresos son los que tienden a acumular un mayor volumen de recursos financieros.

Todos estos hallazgos son consistentes con el uso por el hogar de sus recursos financieros como amortiguador de choques aleatorios contra el ingreso y los gastos. Además, el autoseguro es responsable de que ocurran sorprendentes patrones en el gasto de consumo. Nos llevaría demasiado lejos comentarlos todos aquí, pero uno merece mencionarse. Los investigadores saben ya desde hace tiempo que un hogar típico no comienza a ahorrar para la jubilación o retiro sino hasta un período tardío en la vida. Este comienzo tardío a fin de prepararse para la jubilación ha dejado perplejos a los economistas, pues parece inconsistente con un comportamiento previsor. Sin embargo, las simulaciones han mostrado ahora que el autoseguro no predomina sobre otros motivos para ahorrar sino hasta que el individuo, mujer u hombre, llega a sus últimos años cuarenta. No es sino hasta llegar a las postrimerías de la edad mediana, cuando las consideraciones relacionadas con la jubilación se presentan como principal determinante del comportamiento hacia el ahorro. En esta forma, el autoseguro puede ejercer mucho peso en las consideraciones de por qué existe esa tardanza desconcertante en prepararse para la jubilación.¹¹

Desde el punto de vista teórico, el autoseguro es una consecuencia básica del comportamiento previsor, y la idea jugó un papel clave en el trabajo sobre la teoría del gasto de consumo que le hizo ganar el Premio Nóbel a Milton Friedman.¹² Resulta digno de notar que si bien los macroeconomistas han estado al tanto del autoseguro desde los años de la década de 1950, su significado para la política monetaria contracíclica permaneció ignorada hasta fines de los años ochenta. Con toda probabilidad, esto se debe a que durante mucho tiempo, el criterio para evaluar las políticas contracíclicas no hacía mención directa de los niveles de vida. Cuando Lucas insistió en que los macroeconomistas utilizaran los niveles de vida como criterio para la evaluación de la política, la significación del autoseguro se tornó de inmediato evidente.

¹¹ Este resultado tiene su origen en que el autoseguro requiere que los hogares ahorren en activos financieros con poco o ningún riesgo, cuyo rendimiento usualmente es bajo. El bajo rendimiento desalienta el ahorro para la jubilación hasta fines de la edad mediana.

¹² La idea también llamó la atención de economistas teóricos, particularmente de Truman Bewley, de la Universidad de Yale. En una serie de artículos publicados en los años 70, Bewley ofreció un amplio panorama de las implicaciones del autoseguro. Aún más recientemente, varios macroeconomistas han continuado la tarea donde los teóricos la dejaron. Los artículos influyentes de macroeconomistas incluyen los de Mark Hugget y S. Rao Aiyagari.

V. Entonces, ¿cuál es la razón de que importe la política monetaria contracíclica?

El autoseguro suscita dudas acerca de los objetivos de la política monetaria contracíclica, tal como se la concibe por la corriente principal macroeconómica. Dado que los hogares pueden autoasegurarse contra los efectos adversos de la volatilidad de ingresos e inflación, y las pruebas sugieren que así ocurre, se predice que las reducciones políticamente inducidas en la volatilidad de ingresos e inflación apenas redundarán en mejoras del bienestar público. De estos hallazgos se podría concluir que el perfeccionamiento de la política monetaria contracíclica no vale lo que cuesta; las autoridades monetarias deberían dejar de esforzarse por reducir la volatilidad y concentrarse en otras metas de política monetaria, por ejemplo, en mantener baja la tasa de inflación. Sin embargo, esta conclusión pasa por alto un efecto colateral potencialmente devastador del autoseguro: sin estar *bien controlado*, el autoseguro puede ser una *f fuente* de inestabilidad macroeconómica. Un simple ejemplo permitirá ilustrar cómo puede ocurrir esto.

Imaginemos una pequeña comunidad atendida por un solo banco. El banco acepta depósitos de los hogares locales y usa dichos depósitos para otorgar préstamos a las empresas locales. Imagínense también que no existe seguro federal que cubra los depósitos bancarios ni tampoco seguro de desempleo. El depósito bancario es un activo financiero que los hogares usan para autoasegurarse; el otro es el dinero en efectivo. En circunstancias normales, el depósito bancario es el activo financiero preferido como autoseguro, puesto que reditúa intereses, mientras que el dinero en efectivo no.

Ahora, imagínense que un choque afecta adversamente a muchos negocios en esta comunidad. Algunas empresas cierran; cierto número de personas quedan desempleadas; y los que todavía conservan sus trabajos se enfrentan a una mayor probabilidad de perderlos. La lógica del autoseguro nos dice que los que tienen empleo incrementarán sus ahorros para compensar la acrecentada probabilidad de perder su trabajo. A medida que los hogares reducen sus gastos, los negocios en la comunidad experimentarán una consecuyente caída más pronunciada en sus ventas. Esta declinación en las ventas hará que un mayor número de negocios queden fuera de servicio, lo que incrementará el desempleo y determinará que los hogares se sientan más decididos a autoasegurarse.

Si las quiebras de empresas continúan, los hogares comenzarán a pensar que la próxima quiebra será la del banco, y se registrará una corrida o pánico de la gente para convertir sus ahorros en di-

nero en efectivo. Es posible que el banco sea sólido, pero los retiros de depósitos en gran escala serán la causa de su bancarrota. La quiebra del banco privará a los negocios locales de su fuente de crédito y, en consecuencia, hará que más empresas tengan que cerrar sus puertas. Este ciclo de caída de la demanda, aumento del desempleo, incremento del ahorro, y nueva declinación de la demanda es lo que recibe el nombre de crisis económica. La secuencia de hechos en esta comunidad hipotética puede, y así sucede, ocurrir en mucho mayor escala. En realidad, es lo que ocurrió a muchas comunidades de Estados Unidos durante la Gran Depresión.

Este ejemplo subraya el punto de que ciertas acciones en sí mismo benéficas desde el punto de vista del individuo, pueden resultar contraproducentes cuando las toman muchos simultáneamente. El efecto de un solo hogar que acrecienta sus ahorros para autoasegurarse contra la incrementada posibilidad de perder el trabajo, es muy diferente de los efectos producidos por *todos* los hogares cuando hacen lo mismo. Un incremento simultáneo en el deseo de autoasegurarse puede resultar contraproducente, porque a veces hace más probable el suceso contra el cual busca autoasegurarse. John Maynard Keynes observó hace mucho tiempo que una economía en la que las decisiones de inversión y ahorro son llevadas a cabo por diferentes series de gente, es susceptible de caer en la *paradoja del ahorro*: si todos los individuos tratan de ahorrar más dinero en efectivo (de modo que los ahorros adicionales no conducen a un correspondiente incremento en la inversión por parte de las empresas), la demanda agregada declinará, al igual que el ingreso y el ahorro.¹³

Una vez reconocido que el incremento simultáneo del deseo de autoasegurarse puede desestabilizar la economía, las actuales disposiciones de la política en Estados Unidos cobran más sentido; el autoseguro es sólo *parte* de la solución para reducir la volatilidad de los ingresos. Algo del peso que acarrea proporcionar seguro contra la pérdida de ingresos es soportado por el gobierno a través de otras dos prominentes políticas de estabilización mencionadas al principio: el seguro federal de los depósitos bancarios y los programas de seguro de desempleo a cargo del Estado. El seguro de depósito elimina la necesidad para los hogares de autoasegurarse bajo la forma de dinero en efectivo, mientras que el seguro de desempleo permite a los

¹³ La posibilidad de que las acciones individualmente racionales puedan tener consecuencias sociales es un tema recurrente en la economía. Para una amplia y muy legible discusión de este tema, véase el libro de Thomas Schelling.

hogares hacer frente a una mayor probabilidad de pérdida de trabajo con adecuada ecuanimidad. Ambos programas atenúan los potenciales efectos desestabilizadores de la respuesta de los hogares a una incrementada inseguridad económica.

Los beneficios de la política monetaria contracíclica también pueden ser entendidos en estos otros términos. Al tratar de reducir la volatilidad de la tasa de desempleo, la política monetaria contracíclica reduce la probabilidad de que los hogares tengan que hacer frente a un gran incremento simultáneo de la probabilidad de perder el trabajo. En otras palabras, la política monetaria contracíclica ayuda a suprimir en germen el problema de la inestabilidad macroeconómica. Podría pensarse que con el establecimiento de esas otras dos políticas de estabilización, resulta innecesario que la política monetaria intente reducir las fluctuaciones en la tasa de desempleo. Sin embargo, los dos programas de seguro proporcionan solamente una protección parcial, no completa. La garantía federal de los depósitos bancarios protege cada cuenta individual hasta por 100 000 dólares, de modo que las cuentas grandes no están plenamente protegidas. La mayor parte de los programas estatales de seguro de desempleo remplazan entre la mitad y los dos tercios de la paga de un trabajador en la última semana, pero solamente por un máximo de 28 semanas. Como ni el seguro de depósito ni el de desempleo son completos, subsiste la posibilidad de que un importante incremento en la tasa de desempleo conduzca a un deseo de autoseguro lo suficientemente acrecentado como para desestabilizar la economía.

Que existan políticas de estabilización como protección contra la inestabilidad no debe causar sorpresa. Lo que parece extraño es que la corriente principal macroeconómica en realidad no acepte el punto de que las políticas de estabilización son necesarias para prevenir la inestabilidad. La opinión de la corriente principal es que las economías de mercado se autorregulan: si un choque impulsa la tasa de desempleo por encima de la tasa natural, eventualmente las fuerzas del mercado hacen que retroceda de nuevo la tasa de desempleo a la tasa natural. Se da por supuesto que el ciclo de creciente desempleo, más ahorro, y mayor desempleo, destacado anteriormente, es imposible que ocurra.¹⁴ Debe decirse, sin embargo, que ninguna teo-

¹⁴ El libro de texto neokeynesiano o modelo *IS-LM* no admite la posibilidad de crisis económica. Aunque una declinación en la demanda agregada puede originar un incremento temporal del desempleo, el modelo predice que las fuerzas del mercado (en ausencia de nuevos choques contra la demanda agregada) eventualmente harán retroceder de nuevo la tasa de desempleo a su tasa natural.

ría presupone que las economías de mercado necesariamente se autorregulan. Es posible construir modelos macroeconómicos en los que las fuerzas de autorregulación son tan débiles que los choques adversos pueden precipitar las crisis económicas.¹⁵ Saber si se debe depender de que las fuerzas de autorregulación pueden evitar las crisis en las economías actuales es cuestión controvertida.

Si los verdaderos beneficios de la política monetaria contracíclica residen en evitar las crisis económicas, ¿cuáles son sus efectos en los niveles de vida? La respuesta depende de la probabilidad de que ocurran las crisis económicas en ausencia de una política monetaria contracíclica. Aunque no existe una estimación aceptada de esa probabilidad, parte de mi investigación sugiere que si la política contracíclica elimina aun la más pequeña probabilidad de que ocurra una Gran Depresión, la ganancia resultante en los niveles de vida puede ser muy significativa. Se estima que una persona pagaría hasta 1 380 dólares anuales para eliminar la posibilidad de tener que vivir la experiencia de pasar una sola vez en 83 años a través de un suceso como la Depresión.¹⁶ En consecuencia, aunque la política monetaria contracíclica no haga nada más que prevenir las crisis económicas, ese beneficio por sí solo constituye adecuada justificación para continuarla.

VI. Sumario

Los macroeconomistas típicamente consideran la reducción de la volatilidad cíclica de las tasas de desempleo e inflación como el objetivo que se debe fijar la política monetaria contracíclica. Hablando en general, macroeconomistas y formuladores de política no se han mostrado muy explícitos acerca de por qué tales reducciones incrementan el bienestar. Este artículo comentó algunas de las investigaciones que trataron esa cuestión. En particular, expuso las implicaciones de opinar que los beneficios de la política monetaria contracíclica, en último término, se derivan del efecto que esa misma política tiene sobre los niveles de vida de la gente.

El criterio basado en el nivel de vida tiene inesperadas implicaciones en la evaluación de los beneficios de la política monetaria contracíclica. Si el objetivo de la política monetaria contracíclica consiste en reducir la volatilidad en el nivel de vida,

¹⁵ El profesor del ITM, Peter Diamond, demostró esta posibilidad en una serie de influyentes artículos a principios del decenio de los 80. Sus opiniones se hallan resumidas en su libro de 1982.

¹⁶ Véase mi documento de trabajo con Dean Corbae para mayores detalles.

parece poco probable que dicha política sea muy benéfica. El problema es que si las autoridades monetarias consiguen reducir la volatilidad de las tasas de desempleo e inflación, este éxito se constituirá parcialmente en sustituto de las acciones privadas tomadas para salvaguardar los niveles de vida (autoseguro). En consecuencia, a causa del autoseguro, la reducción global en la volatilidad del nivel de vida no será tan grande como de otro modo sería de suponer.

Por otra parte, el autoseguro puede resultar un beneficio a medias. Los incrementos repentinos en el deseo de autoasegurarse pueden originar una inestabilidad macroeconómica. Esta posibilidad que se toma en cuenta sugiere que un importante beneficio de la política monetaria contracíclica (junto con el seguro de depósito y de desempleo) consiste en reducir la probabilidad de un repentino salto en la tasa de desempleo. Ese salto podría desencadenar una alza desestabilizadora en el deseo de autoasegurarse y ser causa de una crisis económica. Si la política monetaria contracíclica elimina aunque no sea más que en pequeña medida la probabilidad de crisis económica, el beneficio para el nivel de vida de las personas en promedio será lo suficientemente grande como para justificar los costos potenciales de esa política.

Referencias bibliográficas

- Aiyagari, S. Rao, "Uninsured Idiosyncratic Risk and Aggregate Saving", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 109, 1994, pp. 659-84.
- Bewley, Truman, "Permanent Income Hypothesis: A Theoretical Formulation", *Journal of Economic Theory*, vol. 16, 1977, pp. 252-92.
- Carroll, Christopher, "Buffer Stock Saving and the Life Cycle/Permanent Income Hypothesis", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 112, 1997, pp. 1-55.
- Chatterjee, Satyajit, y Dean Corbae, *On the Welfare Gains of Reducing the Likelihood of Economic Crises*, Banco Federal de Reserva de Filadelfia (documento de trabajo, nº 00-14).
- Diamond, P., *Search-Equilibrium Approach to the Micro Foundations of Macroeconomics*, Cambridge, ITM (Ma.), 1982.
- Friedman, M., *A Theory of the Consumption Function*, Universidad de Princeton, Princeton, 1957.
- Hugger, Mark, "The Risk-Free Rate in Heterogeneous-Agent, Incomplete Insurance Economies", *Journal of Economic Dynamics and Control*, vol. 17, 1993, pp. 953-69.
- Imrohroglu, Ayse, "Cost of Business Cycles with

- Indivisibilities and Liquidity Constraints”, *Journal of Political Economy*, vol. 97, 1989, pp. 1364-83.
- Imrohoroglu, Ayse, y Gary D. Hansen, “The Role of Unemployment Insurance in an Economy with Liquidity Constraints and Moral Hazard”, *Journal of Political Economy*, vol. 100, 1992, pp. 118-42.
- Imrohoroglu, Ayse, y Edward C. Prescott, “Evaluating the Welfare Effects of Alternative Monetary Arrangements”, *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 23, 1991, pp. 462-75.
- Keynes, John M., *The General Theory of Employment, Interest and Money*, reimpression, Macmillan, Londres, 1967.
- Long, J. Bradford de, “The Triumph of Monetarism”, *Journal of Economic Perspectives*, invierno de 2000, pp. 83-94.
- Lucas, Robert E., Jr., *Models of Business Cycles*, Basil Blackwell, Oxford, 1987.
- Schelling, Thomas C., *Micro Motives and Macro Behavior*, W. W. Norton & Company, Nueva York, 1978.
- Touche Ross, *The Touche Ross Personal Financial Management and Investment Workbook*, 1989.

¿Cómo funciona un sistema monetario dolarizado?*

Julio Héctor Estrada D.

I. Introducción

En el presente capítulo se analiza el funcionamiento y los detalles de una de las alternativas a un sistema con banco central, más precisamente de la dolarización, que es la alternativa propuesta por este estudio. Este capítulo explica cómo opera un sistema monetario dolarizado y las diferencias en relación a un sistema con banco central.

II. Qué se entiende bajo el término dolarización y su relación con una unión monetaria unilateral

1) El término dolarización

Según criterios técnicos, la dolarización se da cuando los ciudadanos de un país utilizan una moneda de otro país para llenar alguna de las tres funciones básicas del dinero: medio de intercambio, unidad de cuenta y reserva de valor. Dolarización es un término general para el uso de cualquier moneda extranjera no específicamente el dólar de Estados Unidos, aunque en la práctica es la moneda más utilizada. Es algo así como el término Eurobono.

La dolarización se puede dar de manera oficial o no oficial. La dolarización no oficial existe a pesar de prohibiciones legales. Por ejemplo, en Rusia actualmente el 60% de los billetes en poder de personas individuales son dólares de Estados Unidos (Schuler, 1998, p. 12). Una dolarización no oficial se da a menudo después de muy malos desempe-

ños por parte del banco central de un país, como ha sido el caso de Rusia después de la caída del comunismo. Otro país con cifras similares a las de Rusia es Bolivia, donde la gente utiliza el peso Boliviano casi exclusivamente para transacciones menores. Pero también en Guatemala podríamos decir que hay cierto grado de dolarización no oficial, principalmente en las funciones de reserva de valor y unidad de cuenta. Si bien no existen estadísticas exactas, es sabido que la mayoría de contratos de arrendamiento están hechos en dólares al igual que el precio de bienes con un valor alto, como lo son los bienes raíces o automóviles. En los últimos meses hasta bienes de menor precio aparecen cotizados en dólares.¹ La mayoría de comerciantes tiene una lista de precios en quetzales, pero detrás del mostrador tienen una lista de costos en dólares. Los productores y comerciantes aumentan el precio de sus productos proporcionalmente al aumento en el precio del dólar aún cuando en su estructura de costos los productos relacionados directamente con el precio del dólar únicamente sumen, por decir algo, un 25% del costo total. La mayoría de comerciantes no se da a la compleja tarea de calcular el efecto de un aumento en el precio de su bien proporcional a su componente en dólares, sino que sube el precio del bien proporcional al aumento en el tipo de cambio. Esto se da porque las personas empiezan a tener una expectativa de utilidades en dólares.

Se podría decir entonces que Guatemala vive una dolarización no oficial en un grado regular,²

¹ *Revista Crónica*, julio de 1999, artículo de portada.

² Un criterio utilizado para medir el nivel de dolarización de un país es el porcentaje de depósitos bancarios en moneda extranjera con relación al total de depósitos. Así por ejemplo en Bolivia el 82.3% de los depósitos está en moneda extranjera (Banguat, 1999, 3). Pero en Guatemala no es permitido tener depósitos en moneda extranjera y por lo mismo no hay estadís-

* Reproduce el CEMLA, con la debida autorización, el capítulo II del artículo de J. H. Estrada D., economista guatemalteco, "Dolarización en Guatemala: análisis y una propuesta formal", aparecido en la revista *Banca Central* (del Banco de Guatemala), n° 38, enero-junio de 2001, pp. 54-70. (Nota del editor: las adaptaciones editoriales son responsabilidad nuestra.)

no tanto por haber tenido un desempeño terrible en su economía como por ser una economía pequeña y abierta, con un desempeño de la moneda que si bien no ha sido el peor, tampoco pasa de malo.

2) La dolarización oficial

Se da cuando el gobierno retira cualquier restricción a usar otra moneda como medio de pago y se da en su máxima expresión cuando el gobierno retira la moneda local de circulación y la reemplaza con la moneda extranjera. El gobierno puede reemplazar la moneda nacional por una determinada moneda extranjera, pero al mismo tiempo dejar que circulen otras monedas libremente para realizar cualquier tipo de transacciones a modo que sean los ciudadanos quienes elijan qué moneda desean utilizar para qué propósitos. Lo importante es que dado el poder monopólico con que cuenta la moneda oficial del gobierno, hay que sacarla de circulación y entonces dejar que las monedas compitan. La esencia de un sistema monetario dolarizado es que la creación de dinero se da fuera de las fronteras y fuera del alcance de cualquier influencia que el gobierno o los grupos de presión quisieran poner sobre la misma. En sí, no hay política monetaria discrecional. No se toman decisiones basadas en determinadas condiciones. Lo que es más, simplemente no se toman decisiones. La creación de moneda y política monetaria queda a cargo de un ente fuera de la jurisdicción del gobierno central, y fuera de sus fronteras. La dolarización oficial suele darse mediante una unión monetaria. Otra manera que puede darse una dolarización sin una unión monetaria, es si un país decide usar algún “*commodity*” como moneda (el oro podría considerarse un *commodity* hoy en día).

Hay tres tipos de uniones monetarias:

- Unión monetaria unilateral: se da cuando un país toma la moneda de otro país y la utiliza como moneda de curso legal. Ejemplo: si Guatemala decide utilizar el yen como moneda de curso legal, puede ser con o sin el aval del gobierno de Japón.
- Unión monetaria bilateral: se da cuando dos países se ponen de acuerdo para crear una nueva moneda y utilizarla como moneda de curso legal. Ejemplo: si El Salvador y Guatemala deciden crear el “colotzal” y utilizarlo como moneda de curso legal en ambos países.

tica alguna. Estimaciones privadas calculan el nivel de depósitos en el sistema *off-shore* del 40% del nivel de M_2 .

- Unión monetaria multilateral: en esta varios países se ponen de acuerdo para crear una moneda común. Ejemplo: la iniciativa de moneda común Centroamericana que nunca se concretó o el ejemplo actual del euro, que ya entró en vigencia.

De las tres la que más garantías de total independencia por parte del ente emisor suele ofrecer, es la unión monetaria unilateral, que es la que se trata en este trabajo, aunque esta unión monetaria unilateral no es ortodoxa, porque se acompaña de una libertad de uso de otras monedas. O sea que los agentes económicos son libres de utilizar la moneda que deseen para realizar sus transacciones. Se abandona el concepto de moneda de curso legal, porque ninguna moneda está excluida de ser utilizada legalmente. Funciona como unión monetaria unilateral por motivos prácticos porque de cualquier manera el dólar de Estados Unidos es la moneda dominante en la región.

Una unión monetaria multilateral, como la de la Unión Monetaria Europea, suele ofrecer casi las mismas garantías, sobre todo en los países más pequeños que toman parte en la alianza, como Portugal, Irlanda o Luxemburgo. Estos países prácticamente no tienen ningún peso en las decisiones tomadas para toda la zona euro por parte del Banco Central Europeo.

En el trabajo se hace constantemente referencia a dolarización o sistema monetario dolarizado; al hacer esto se está hablando de una unión monetaria unilateral con Estados Unidos acompañada de una libertad de uso de monedas. Por motivos prácticos se usa el término dolarización o dolarizado.

III. Cómo funciona un sistema monetario dolarizado: diferencias en la micro y macroeconomía

El dinero aparece en virtualmente todas las acciones y actividades económicas que existen. La base de las acciones económicas es el intercambio y en una economía moderna prácticamente todas las transacciones se llevan a cabo con dinero (la alternativa es el trueque que casi ha desaparecido). Para ilustrar esto se tendría que describir cómo funciona una economía dolarizada en prácticamente todos los temas y fenómenos del estudio económico: la inversión, los precios, el ahorro, la inflación, el monopolio, la tasa de interés, las expectativas, el comercio internacional, etc. Sin embargo, el hecho de cambiar de una moneda a otra no tiene ningún efecto en casi todas las áreas del estudio económico. En sí no difiere mucho de hacer transacciones

con billetes de cinco quetzales, o billetes de veinte quetzales. O como el caso de la reciente introducción del euro en Europa, las monedas europeas como el marco Alemán o el franco francés siguen circulando y siendo utilizadas por las personas. Pero desde el 1 de enero de 1999, estas monedas han pasado a ser denominaciones del euro, algo así como sencillo del euro. El marco y el franco en sí ya no existen, el marco es por decir 0.55 de euro, o un franco francés es un 0.1257 de euro, de igual manera que una moneda de 25 centavos de quetzal (una “choca”) es 0.25 de un quetzal. La introducción del euro no cambia la mayoría de aspectos de la economía y las acciones de los agentes económicos. Es decir en la microeconomía no hay cambio. El cambio está en la política monetaria, la posibilidad de poder ejercer una política monetaria discrecional y así influir o afectar la oferta y demanda de dinero a través de los cambios en la base monetaria: la inflación y los precios; el tipo de cambio; la tasa de interés, y el financiamiento de déficit del gobierno.

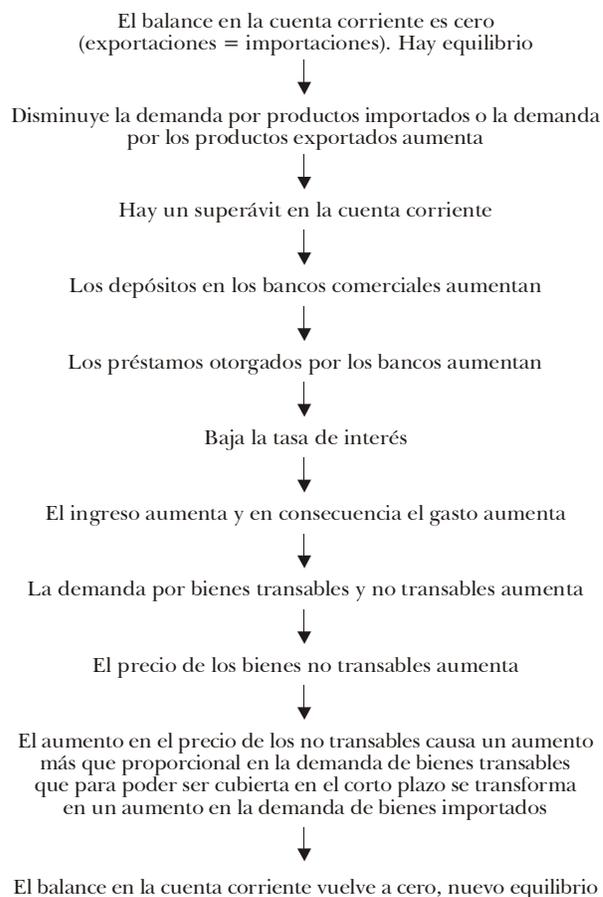
1) La oferta y demanda de dinero

En un sistema monetario dolarizado oficialmente la oferta de dinero funciona de manera muy parecida a como funciona dentro de un país. Panamá, por ejemplo, tiene una relación muy similar con la parte continental de Estados Unidos que la que tienen Hawaii o Puerto Rico. La base monetaria está determinada por la balanza de pagos, que a su vez refleja arbitraje de precios de un país a otro así como la preferencia local por poseer dinero. La base monetaria en un sistema con banca central la componen los billetes y monedas, más las reservas de los bancos comerciales en el banco central. En un sistema dolarizado la conforman los dólares de Estados Unidos en circulación, más los encajes o reservas obligatorias de los bancos. Recordemos que por definición, la balanza de pagos (que en un sistema dolarizado equivale al cambio en reservas en dólares) es igual a la cuenta corriente (intercambio de bienes y servicios) más la cuenta de capital (intercambio de activos financieros). Un país dolarizado no necesita tener un superávit en la cuenta corriente para acumular dólares; un superávit en la cuenta de capital, que resulta cuando la gente trae más capital para invertir en un país que el capital que sacan del país, puede más que compensar un déficit en la cuenta corriente (que es el caso de Guatemala), permitiendo así que la cantidad de dólares en circulación aumente. Lo mismo sucede en un sistema de banca central, como le ha ocurrido a Guatemala en los últimos 8 años.

Lo que pasa con la base monetaria bajo un sis-

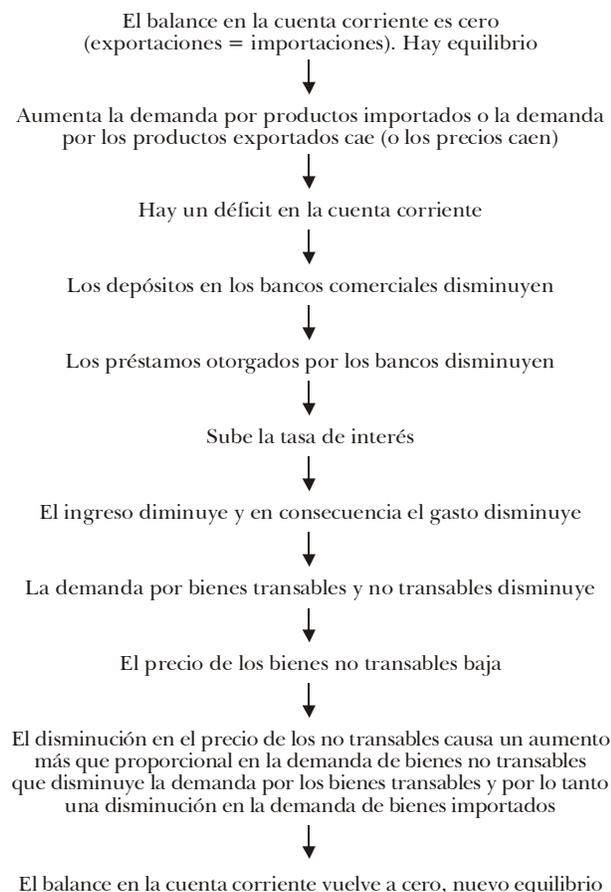
tema dolarizado es muy similar a lo que pasa con un tipo de cambio fijo (ver figuras 1 y 2). Éstas ilustran los cambios que se dan y que auto-regulan la masa monetaria en un sistema dolarizado cerrado. Por cerrado entiéndase que la balanza de pagos depende exclusivamente de la cuenta corriente y no está sujeta a variaciones en la cuenta de capital. Más adelante, al analizar el papel de la banca en la dolarización se puede observar la misma figura modificada a un sistema dolarizado abierto.

FIGURA 1. AUMENTO EN LA OFERTA DE DINERO SIMPLIFICADO EN UN SISTEMA DOLARIZADO CERRADO



La oferta de dinero en un sistema dolarizado es determinada por el mercado y no por el banco central local. La dolarización en forma eficiente ajusta la oferta de dinero a la demanda de dinero. Para comprender por qué, consideremos que la demanda de dinero es al final una demanda por una cantidad real de dinero. Esto no quiere decir que la gente siempre perciba la inflación correctamente o que la demanda real de dinero sea estable; simplemente significa que a la gente lo que le importa al fin de cuentas es el poder adquisitivo del dinero con que cuenta, más que el valor nominal del dinero que tiene (el número nominal de unidades sin relación con al poder adquisitivo). Si el

FIGURA 2. AUMENTO EN LA DEMANDA DE DINERO SIMPLIFICADO EN UN SISTEMA DOLARIZADO CERRADO



quetzal es reemplazado a una tasa de Q 7.50 por un dólar, alguien que hasta ahora guardaba Q7,500 bajo el colchón, querrá guardar US\$ 1,000 bajo el colchón. Alguien que cuando andaba en camioneta andaba con 30 quetzales en el bolsillo, ahora andará con 4 dólares. La demanda real del dinero tiende a estar siempre al nivel que las personas consideran óptimo según las circunstancias del momento. La demanda fluctúa, eso sí, y en ningún lugar del mundo los economistas han sido capaces de diseñar un modelo que les permita predecir estos cambios con exactitud. La única manera de averiguar si una oferta particular de dinero iguala una demanda particular de dinero es dejando a las fuerzas del mercado hacer los ajustes correspondientes.

He aquí un ejemplo típico del accionar de los economistas de bancos centrales: por determinado modelo matemático se predice un aumento en la demanda de dinero (hoy en día está de moda el término demanda de liquidez), el banco central aumenta la oferta de dinero, digamos, dejando vencer algunos bonos, y ¿qué pasa? Pues que en efecto se da un aumento en la demanda de dinero, aunque mucho menor a lo pronosticado ante lo

cual es EL *mercado* el que se ajusta, a través de una baja en las tasas de interés a corto plazo.

La oferta real de dinero es el poder adquisitivo de un quetzal o dólar, multiplicado por la oferta nominal (la cantidad de dólares o quetzales en existencia). Cuando la demanda real de dinero está en su nivel óptimo, pero la oferta de dinero no coincide con ella, la más rápida y más eficiente manera de que ocurra el ajuste en la oferta real del dinero es a través de variaciones en el tipo de cambio. Si es un tipo de cambio variable; o cambios en la oferta nominal de dinero (cambios en la tasa de interés regulan los cambios en la oferta de dinero), si es que el tipo de cambio es fijo. Una manera más lenta de ajustarse sería mediante un cambio en la producción de bienes y servicios. Si los consumidores no quieren que la producción cambie, los ajustes a través de la producción serán menos eficientes que ajustes a través del tipo de cambio o de la oferta nominal de dinero.

En una economía de mercado, el banco central controla directamente únicamente la base monetaria (M_0 o B). Los agregados monetarios más amplios que la base monetaria (M_1 , M_2 , M_3 , etc.) que se componen de varios tipos de crédito emitido por la banca comercial y otras instituciones financieras, están determinados por las actividades lucrativas desarrolladas por esas instituciones, que en general son las mismas bajo cualquier sistema monetario en una economía de libre mercado. Típicamente, una mayor base monetaria nominal permite a los bancos comerciales expandir el crédito nominal que otorgan, mientras que una menor base monetaria los induce a reducir el crédito nominal otorgado.

Lo que el banco central le hace a la base monetaria es la clave de la diferencia entre un sistema de banca central y un sistema dolarizado. El banco central puede crear ya sea un permanente exceso o una permanente deficiencia en la oferta real de dinero, cuando realiza intervenciones esterilizadas: un tipo de intervención en el que no permite que cambie ni la base monetaria nominal ni el tipo de cambio cuando hay cambios en las reservas internacionales. Un exceso constante en la oferta nominal de dinero genera un auge artificial e inflacionario, seguido de un doloroso ajuste correctivo; una deficiencia consistente, por el otro lado, genera una contracción del crédito y una subsecuente recesión.

La intervención esterilizada³ involucra al banco central apuntando a la base monetaria para a tra-

³ La intervención esterilizada se da cuando la autoridad monetaria contrarresta sus operaciones en el mercado de divisas con operaciones en el mercado de crédito doméstico, de-

vés de ésta afectar los agregados monetarios de la oferta real de dinero, en vez de dejar a las fuerzas del mercado ajustar la oferta real de dinero a la demanda real. Los errores al apuntarle a la oferta real de dinero crean oportunidades para arbitraje en los mercados locales e internacionales de cambio y derivados (en Guatemala esto no se da porque la moneda prácticamente no se negocia en el mercado internacional y el mercado bursátil local es muy incipiente y no cuenta con productos derivados); mientras más grande el error, más grande la oportunidad. El banco central al no permitir que la oferta real de dinero disminuya cuando la demanda real disminuye promueve presión especulativa sobre la moneda. La presión se acumula como sucedió en Guatemala al acumular presión durante 1988 y 1989 para, finalmente, ceder a una devaluación de casi 100% en 1990, durante la cual los especuladores realizan espectaculares ganancias. O como sucedió con la mayoría de los países asiáticos involucrados en la crisis de 1997.

La intervención esterilizada causa problemas. Pero de todos los bancos centrales del mundo el único que no lleva a cabo este tipo de intervenciones es el Banco de Reserva de Nueva Zelanda (no lo ha hecho desde 1985). La mayoría de bancos realizan las intervenciones bajo presiones políticas; otros pocos para afectar y reducir fluctuaciones por ciclos económicos, sin una evidencia real y consistente de haber tenido algún éxito decisivo. Las presiones políticas muchas veces se disfrazan bajo la bandera de estar evitando choques económicos temporales. Más adelante veremos como en un sistema dolarizado se pueden combatir los choques económicos de una manera mucho más transparente, descentralizada y eficiente en el largo plazo.

Un sistema monetario dolarizado no lleva a cabo intervenciones esterilizadas simplemente porque no existe un banco central a cargo del nexo entre las reservas internacionales y la base monetaria. En un sistema dolarizado las reservas internacionales son la base monetaria. Por lo que una disminución en la demanda por la base monetaria inmediatamente disminuye las reservas en dólares y pone en marcha los cambios adecuados en flujos de capital, tasas de interés y precios. Las reglas bajo las que opera un sistema monetario dolarizado no le dejan la libertad de suplir ninguna otra cantidad que no

jando la base monetaria sin cambio (Schuler, 1998). Ejemplo: el Banco de Guatemala vende divisas para bajar el tipo de cambio, esto reduce la base monetaria, entonces el banco dejará vender algunos bonos y al pagar los bonos la base monetaria queda al mismo nivel, evitando así que la disminución en las reservas afecte la base monetaria.

sea la base monetaria que el público demanda. Un banco central por otro lado tiene la opción en el corto plazo de suplir una mayor o menor cantidad de dinero que la demandada por el público. Consecuentemente, un banco central tiende a prevenir el ajuste de la oferta real de dinero a la demanda real de dinero. Es algo así como un defecto innato a la banca central. En consecuencia, un sistema monetario dolarizado también es superior a la banca central desde el punto de vista de la teoría económica.

2) *Los precios y la inflación*

Al considerar cómo el dinero va a ser provisto en la economía de Guatemala en el caso de una dolarización, vale la pena considerar el rol de Guatemala en la oferta y demanda mundial de dólares. La demanda por dinero y el arbitraje determinan cuánto de la oferta mundial de dinero va a dar al país dolarizado y cuánto llega a Estados Unidos y a otros países del mundo que usan el dólar como moneda. El arbitraje tiende a mantener los precios bastante similares en los diferentes países dolarizados y los precios en Estados Unidos. De cualquier manera, no hay necesidad de preocuparse si hay diferencias en las tasas de inflación al igual que no hay que preocuparse si la inflación es diferente en Hawaii o California (que en efecto lo es). Es natural la diferencia en inflaciones cuando una región crece a un ritmo diferente a la otra. La experiencia de Panamá ha sido: una inflación en promedio 1.7% más baja que en Estados Unidos desde 1961 a 1997. Si en algún momento en la economía del país dolarizado se está dando una inflación alta, las oportunidades de arbitraje crecen más deprisa promoviendo que en vez de comprarse bienes en el país se compren afuera. El resultado es un proceso auto-correctivo espontáneo.

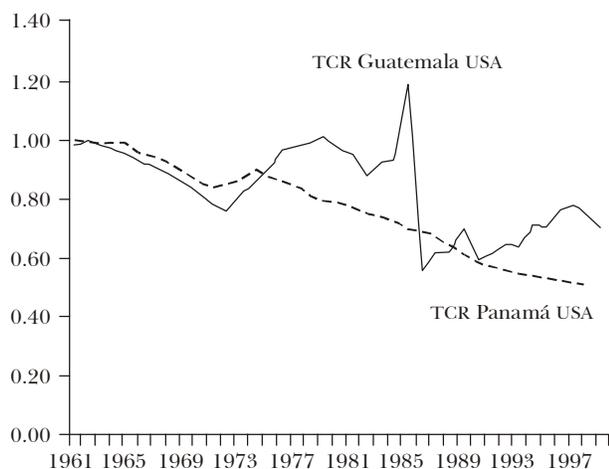
Bajo un crecimiento normal de la economía se podría esperar una inflación similar e incluso menor a la de Estados Unidos. Si el crecimiento de la economía (per cápita) fuera mayor al de Estados Unidos, la inflación tendería a ser más alta aunque solamente levemente. La inflación también podría ser más alta si durante un tiempo se diera un intenso influjo de inversión extranjera, impactando principalmente los bienes no transables en el índice de precios. Aún con este fenómeno, la tasa de inflación no llegaría a superar la tasa internacional más que por un par de puntos, dada la regulación que un sistema completamente abierto de arbitraje provee.

Una inflación baja asegurada es una de las ventajas más grandes y concretas que origina la dolarización.

3) Equilibrio de precios y el tipo de cambio real

El método más común para medir el tipo de cambio real es el del diferencial de inflaciones. No es un método 100% eficiente pero aparte de ser el más común es el más fácil de comprender. Para ilustrar su cálculo se incluye el cuadro 1. El movimiento del tipo de cambio real (TCR) en los últimos años se puede ver la gráfica I y el cuadro 1, que muestran el movimiento del tipo de cambio real en Panamá y Guatemala con respecto al de Estados Unidos. Se debe observar el valor acumulado del tipo de cambio real, aunque al momento de realizar un análisis también es importante observar la tendencia reciente del tipo de cambio real, si se ha estado apreciando o depreciando. En la gráfica, se puede observar cómo el tipo de cambio real de Panamá y el de Guatemala se movían de forma casi paralela hasta principios de los años setenta, esto es natural debido a la tasa de inflación más baja experimentada por ambos países. Después de esos años Guatemala mantiene un tipo de cambio fijo, pero la inflación en el país aumenta por lo que se da una apreciación en el tipo de cambio real hasta el año de 1985 en que se devalúa el quetzal. De ahí en adelante el TCR ha mantenido una tendencia hacia una revaluación con una caída fuerte en 1990 y otra en 1998-99.

GRÁFICA I. TCR GUATEMALA Y PANAMÁ, 1961-98 (índice)



El principal objetivo de esta gráfica es mostrar cómo aún con altibajos el tipo de cambio real de Guatemala ha seguido la tendencia del de Panamá, país donde se ha mantenido un tipo de cambio nominal fijo a través de la dolarización. La tendencia principal del tipo de cambio real depende de variables reales y de largo plazo. En este caso se ha dado que Estados Unidos (y el mundo en promedio) ha tenido un crecimiento per cápita más rápido que Guatemala y Panamá, apreciando su tipo

de cambio real en comparación con estos dos países. Dependiendo el TCR de variables reales en el largo plazo, lo importante es evitar que se den distorsiones en el corto plazo. Estas pueden ser introducidas principalmente por el banco central interviniendo de maneras diversas el tipo de cambio nominal. La dolarización es superior al sistema de banca central en cuanto a que restringe la volatilidad del tipo de cambio real.

En la gráfica se puede ver la suavidad de la curva Panameña comparado con los altibajos de la curva guatemalteca. No ha de sorprender, que un estudio llevado a cabo por el BID, encontró un índice de volatilidad en el tipo de cambio real en Latinoamérica del 13.3. La volatilidad en países en desarrollo de 4.8 y en Panamá únicamente del 2.3⁴ (BID, 1995).

Otra gran ventaja, es que se acaba el debate constante entre exportadores, importadores y los economistas contratados por ambos grupos, sobre si el tipo de cambio está subvaluado o sobrevaluado. Ya no hay tipo de cambio nominal. No se puede alegar algún tipo de distorsión artificial.

4) La tasa de interés

La tasa de interés se acerca mucho a la tasa de interés del dólar en los mercados internacionales de crédito, más una prima por riesgo institucional. En un sistema de banca central la tasa de interés también incluye una prima por riesgo de devaluación, misma que desaparece bajo la dolarización.

La experiencia panameña ha sido que la tasa activa se mantuvo entre 2 y 4 puntos encima de la *prime rate* durante muchos años hasta que en los últimos dos años se ha visto reducida a poco más de un punto en promedio. Ver cuadro 2 y gráfica II (Panamá: tasas activas (-) *US prime rate*). En el cuadro 2 se detallan los préstamos por industria. Esto para formarse una idea del rango en el cual andarían los préstamos. Es difícil de predecir en cuántos puntos por encima de la *prime rate* se encontraría la tasa en Guatemala; Panamá debiera ser un buen parámetro. En el cuadro 2 se puede observar las tasas de interés que rigen en Panamá en diferentes industrias. Esto se debe a la mejora en el ranking de riesgo país que ha sufrido Panamá, entre otras razones por una reducción enorme en su déficit fiscal y una mejora importante en las garantías políticas y en su sistema democrático.

⁴ Otros factores actúan a favor de Panamá para tener un índice de volatilidad tan bajo, entre ellos que sus términos de intercambio también tienen una volatilidad muy baja debido a la conformación de sus exportaciones con un gran componente de ingresos constantes provenientes del manejo del Canal.

Cuadro 1

INFLACIÓN Y TIPO DE CAMBIO: GUATEMALA, PANAMÁ Y ESTADOS UNIDOS, 1960-98

Año	Inflación Guatemala	Tipo de cambio (Q/dólar)	Tipo de cambio (balboa/dólar)	Inflación Panamá	Inflación Estados Unidos	Diferencial Guatemala-Estados Unidos	Diferencial de inflación acumulada	Diferencia Panamá-Estados Unidos	TCR Guatemala-Estados Unidos	TCR Panamá-Estados Unidos
1961	-0.50	1.00	1.00	0.50	1.1	-1.60	0.98	-0.60	0.98	0.99
1962	2.10	1.00	1.00	0.80	1.1	1.00	0.99	0.30	0.99	0.99
1963	0.10	1.00	1.00	0.50	1.4	-1.30	0.98	-0.90	0.98	0.98
1964	-0.20	1.00	1.00	2.40	1.1	-1.30	0.97	1.30	0.97	0.99
1965	-0.80	1.00	1.00	0.50	1.7	-2.50	0.94	-1.20	0.94	0.98
1966	0.70	1.00	1.00	0.00	3.3	-2.60	0.92	-3.30	0.92	0.95
1967	0.50	1.00	1.00	1.50	2.4	-1.90	0.90	-0.90	0.90	0.94
1968	1.90	1.00	1.00	1.50	4.3	-2.40	0.88	-2.80	0.88	0.92
1969	2.10	1.00	1.00	2.00	5.6	-3.50	0.85	-3.60	0.85	0.88
1970	2.40	1.00	1.00	2.90	5.7	-3.30	0.82	-2.80	0.82	0.86
1971	-0.50	1.00	1.00	1.90	4.4	-4.90	0.78	-2.50	0.78	0.84
1972	0.50	1.00	1.00	5.60	3.2	-2.70	0.76	2.40	0.76	0.86
1973	14.40	1.00	1.00	6.80	6.3	8.10	0.82	0.50	0.82	0.86
1974	15.90	1.00	1.00	16.20	11.20	4.70	0.86	5.00	0.86	0.90
1975	13.10	1.00	1.00	6.00	9	4.10	0.90	-3.00	0.90	0.88
1976	13.58	1.00	1.00	3.80	5.8	7.78	0.97	-2.00	0.97	0.86
1977	7.45	1.00	1.00	4.70	6.40	1.05	0.98	-1.70	0.98	0.84
1978	9.10	1.00	1.00	4.10	7.5	1.60	0.99	-3.40	0.99	0.82
1979	13.77	1.00	1.00	8.10	11.4	2.37	1.01	-3.30	1.01	0.79
1980	9.08	1.00	1.00	13.80	13.5	-4.42	0.97	0.30	0.97	0.79
1981	8.64	1.00	1.00	7.3	10.3	-1.66	0.95	-3.00	0.95	0.77
1982	-1.96	1.00	1.00	4.2	6.2	-8.16	0.88	-2.00	0.88	0.75
1983	8.42	1.00	1.00	2.1	3.1	5.32	0.92	-1.00	0.92	0.74
1984	5.18	1.00	1.00	1.6	4.3	0.88	0.93	-2.70	0.93	0.72
1985	31.46	1.00	1.00	1	3.6	27.86	1.19	-2.60	1.19	0.71
1986	25.67	2.62	0.38	-0.1	1.8	23.87	1.47	-1.90	0.56	0.69
1987	10.05	2.53	0.40	1	3.7	6.35	1.57	-2.70	0.62	0.67
1988	10.97	2.71	0.37	0.3	4	6.97	1.68	-3.70	0.62	0.65
1989	17.94	2.71	0.37	0.1	4.9	13.04	1.90	-4.80	0.70	0.62
1990	60.64	4.98	0.20	0.8	5.4	55.24	2.94	-4.60	0.59	0.59
1991	9.17	5.04	0.20	1.3	4.2	4.97	3.09	-2.90	0.61	0.57
1992	13.73	5.27	0.19	1.8	3.1	10.63	3.42	-1.30	0.65	0.56
1993	11.64	5.82	0.17	0.5	3	8.64	3.71	-2.50	0.64	0.55
1994	11.59	5.65	0.18	1.3	2.9	8.69	4.03	-1.60	0.71	0.54
1995	8.61	6.04	0.17	0.9	2.8	5.81	4.27	-1.90	0.71	0.53
1996	10.85	6.00	0.17	1.3	2.9	7.95	4.61	-1.60	0.77	0.52
1997	7.13	6.18	0.16	1.2	2.3	4.83	4.83	-1.10	0.78	0.52
1998	7.48	6.85	0.15	1	2.1	5.38	5.09	-1.10	0.74	0.51
1999	1.5	7.32	0.14	0.7	1.05	0.45	5.11	-0.35	0.70	0.51
Promedio	9.52	2.30	0.74	2.93	4.66	4.87	1.73	-1.73	0.84	0.77

FUENTES: Banco de Guatemala, Banco Nacional de Panamá e *International Financial*.

Cuadro 2

TASA DE INTERÉS SOBRE CRÉDITO: PANAMÁ, DICIEMBRE DE 1996- DICIEMBRE DE 1998

(En porcentajes)

Fecha	Comercio	Industria	Consumo personal	Prime rate
A. Préstamos de menos de un año				
1996				
Dic.	11.17	10.89	12.04	8.25
1997				
Mar.	10.12	9.25	12.07	8.25
Jun.	10.21	10.03	12.97	8.5
Sep.	10.18	9.25	12.93	8.5
Dic.	9.97	8.51	13.78	8.5
1998				
Ene.	10	8.97	13.06	8.5
Feb.	9.93	8.87	12.91	8.5
Mar.	9.9	8.84	12.47	8.5
Abr.	9.92	8.89	12.47	8.5
May.	9.91	8.9	12.49	8.5
Jun.	10	8.88	12.4	8.5
Jul.	10.07	8.92	13.55	8.5
Ago.	10.11	8.88	13.57	8.5
Sep.	9.95	9.06	13.48	8.5
Oct.	9.91	9.14	13.25	8
Nov.	9.81	9.03	13.05	7.75
Dic.	9.87	9.06	13.12	7.75
B. Préstamos de 1 a 5 años				
1996				
Dic.	10.63	9.78	12.5	8.25
1997				
Mar.	10.53	10.44	13.07	8.25
Jun.	10.44	10.5	12.25	8.5
Sep.	10.77	9.74	12.72	8.5
Dic.	10.52	9.9	12.68	8.5
1998				
Ene.	10.55	9.57	12.4	8.5
Feb.	11.05	9.71	12.3	8.5
Mar.	11.04	9.11	12.13	8.5
Abr.	11.3	9.09	12.25	8.5
May.	11.32	9.15	12.24	8.5
Jun.	11.47	9.16	12.38	8.5
Jul.	11.45	9.14	13.55	8.5
Ago.	11.47	9.15	13.35	8.5
Sep.	10.06	9.25	13.25	8.5
Oct.	10.09	9.27	12.8	8
Nov.	10.08	9.26	12.77	7.75
Dic.	9.94	9.09	12.62	7.75

FUENTE: Banco Nacional de Panamá.

En el cuadro 2 se puede observar también cómo ha descendido la tasa de interés en Panamá a lo largo de los últimos dos años. Para estabilizarse en los créditos a la industria en poco más de un uno por ciento encima de la “prime rate” de Estados Unidos.

En la gráfica II se puede apreciar como ha ido

variando la diferencia entre la *prime rate* y la tasa activa en Panamá desde 1985. La tasa de interés a corto plazo en Panamá prácticamente no fluctúa más que lo que se mueve el “money market” internacional (Moreno-Villalaz, 1998). Pero esto también se debe a su sistema financiero totalmente integrado internacionalmente. En el caso de una dolarización en Guatemala, al principio habría alguna fluctuación relacionada con los ciclos económicos del país (ciclos agrícolas, dada la importante dependencia en algunos productos agrícolas de exportación). Conforme la banca se va integrando con el sistema financiero internacional las fluctuaciones disminuyen. Los movimientos bruscos en la tasa de interés de corto plazo tienen un efecto negativo en el *spread* (Edwards, 1999, pp.7-9), haciéndolo más grande. ¡En Guatemala el *spread* en los últimos 6 años no ha bajado del 10%! Y la tasa de interés pasiva real ha sido negativa en todos los años menos en 1993 (ver cuadro 3).

GRÁFICA II. PANAMÁ: TASAS ACTIVAS (-) Y US PRIME RATE, 1985-98 (en porcentajes)



Una reducción de las fluctuaciones de las tasas de interés a corto plazo sumado a un incremento en la competencia internacional y transparencia en el sistema bancario bajo el sistema dolarizado tienen como consecuencia una reducción en el *spread*.

Es importante mencionar que el gobierno guatemalteco pierde mucho de su poder para alterar o afectar la tasa de interés, directa o indirectamente. En un sistema de banca central el gobierno puede afectar la tasa de interés local a través de operaciones de mercado abierto (colocación y vencimiento de bonos de deuda interna), dado que es el agente más grande y dominante del mercado. En un sistema dolarizado, el tamaño del gobierno en relación con los mercados globales de crédito, que se manejan en dólares, es insignificante. Por esto, mientras más integrado internacionalmente se en-

Cuadro 3

TASA DE INTERÉS NOMINALES, REALES Y *SPREAD* EN GUATEMALA, 1980-98

(En porcentajes)

<i>Año</i>	<i>Activa</i>	<i>Pasiva</i>	<i>Spread</i>	<i>Inflación</i>	<i>Tasa real activa</i>	<i>Tasa real pasiva</i>
1980	11.0	9.0	2	9.08	1.92	-0.08
1981	15.0	13.0	2	8.64	6.36	4.36
1982	12.0	9.0	3	-1.96	13.96	10.96
1983	12.0	9.0	3	8.42	3.58	0.58
1984	12.0	9.0	3	5.18	6.82	3.82
1985	12.0	9.0	3	31.46	-19.46	-22.46
1986	14.0	11.0	3	25.67	-11.67	-14.67
1987	14.0	11.0	3	10.05	3.95	0.95
1988	16.0	13.0	3	10.97	5.03	2.03
1989	16.0	13.0	3	17.94	-1.94	-4.94
1990	22.6	14.5	8.1	60.64	-38.04	-46.14
1991	22.1	14.0	8.1	9.17	12.93	4.83
1992	21.2	11.3	9.9	13.73	7.47	-2.43
1993	25.7	13.7	12	11.64	14.06	2.06
1994	20.2	7.6	12.6	11.59	8.61	-3.99
1995	22.2	8.2	14	8.61	13.59	-0.41
1996	22.4	7.7	14.7	10.85	11.55	-3.15
1997	16.4	5.0	11.4	7.13	9.27	-2.13
1998	18.1	6.2	11.9	7.48	10.62	-1.28

FUENTE: Departamento de Estudios Económicos del Banco de Guatemala.

cuentre el sistema financiero, más pequeño relativamente será el peso del gobierno en las actividades de financiamiento y menor será su influencia en la tasa de interés en el mercado local.

Tasas de interés activas más bajas, tasas de interés reales pasivas positivas y menos fluctuaciones en el corto y largo plazos son unas de las ventajas más concretas y claras que un sistema dolarizado ofrece.

5) *Ajuste a choques externos*

En una economía dolarizada el ajuste a choques se da de una manera muy similar a la forma en que las personas individuales se ajustan a los choques. A través del crédito. Es muy importante evaluar cuál es la verdadera función de los choques externos en la economía de un país. Los choques per se no son malos. Si yo tengo una empresa y lo que produzco es un “*commodity*”, un tomador de precios puro, digamos madera en pie, entonces tengo años de buenos precios y años en los que alguna empresa internacional obtiene una licencia para explotar bosques vírgenes en Surinam por 20,000 Km² y los precios se caen. Mi negocio estará sujeto a constantes choques externos debido a precios. Si yo soy un agente económico razonable, o

escogeré ahorrar en los años buenos y desahorrar en los malos, o tendré abierta una línea de crédito con un banco para capital de trabajo en años de malos precios. Además de esto tendré un incentivo para dar más valor agregado a mi producto a modo que ya no fluctúe tanto con los precios internacionales. Como individuo “razonable” también podría ir al gobierno y pedirle que en los años malos devalúe un poco la moneda o me otorgue un pequeño subsidio para que mis ingresos se mantengan iguales, aunque sea en perjuicio de otras personas. En este segundo caso, el incentivo para aumentar el valor agregado en el producto también será menor. Este ejemplo de alguna manera manifiesta la diferencia entre un sistema monetario dolarizado y uno con banca central. Al analizar los choques que afectan a la economía en forma agregada, para que el país pueda prestar o ahorrar para compensar choques, el sistema financiero tiene que contar con recursos mayores a los utilizados para el operar normal de la economía. Para el caso en análisis da lo mismo si cuenta con los recursos o simplemente tiene acceso a esos recursos a través de endeudamiento con otros bancos en el exterior. Las diferencias en el sistema financiero bajo un sistema monetario dolarizado serán discutidas más

adelante dentro de una sección específica sobre el tema.

Bajo una integración financiera internacional, las tasas de interés están definidas por las tasas mundiales de interés, ajustadas a los costos de transacción, riesgo de cliente y riesgo país. El equilibrio en el portafolio de los bancos implica que, al margen, a los bancos les es indiferente utilizar sus recursos localmente o en el exterior, y así ajustan sus portafolios correspondientemente. Una oferta excesiva de dinero crea una mayor liquidez en el sistema bancario. Los bancos evalúan proyectos rentables (a niveles aceptables de riesgo), y cuando estos se acaban, colocan los fondos sobrantes en el mercado internacional, directamente o vía la intervención de otros bancos internacionales en el país. Por el otro lado, un exceso en la demanda de dinero o crédito lleva a los bancos a reducir sus depósitos o inversiones en el exterior o a pedir prestado en el exterior. Este ajuste en los portafolios de los bancos es la clave para el mecanismo de ajuste del sistema monetario dolarizado, al permitirle ventilar una excesiva oferta de dinero, y sirviendo para suavizar fluctuaciones en la oferta y demanda de dinero y crédito. De otra manera, pequeñas variaciones en los flujos de capital o tipos de cambio vecinos cambiarían el nivel de la oferta de dinero y el gasto. En Panamá, que cuenta con un sistema financiero totalmente integrado, este no ha sido el caso (Moreno-Villalaz, 1997, pp. 2-10).

Un ejemplo de un choque externo: en Guatemala se da una caída en la producción de café debido a una helada que destruye el 80% de la plantación nacional. En un sistema cerrado como el actual, se da una caída en el gasto y el consumo, ya sea a través de una reducción en la oferta de dinero o de una devaluación del tipo de cambio. En un sistema internacionalizado, si los bancos perciben que el choque es de corto plazo y las personas aún son razonablemente sujetos de crédito, procederán a endeudarse en el extranjero y a prestar no sólo a los productores de café, sino en general mantendrán el nivel de préstamos que había en el resto de la economía antes del choque. En sí el endeudamiento internacional de los bancos evitará una reducción en la oferta local de dinero. Modificando un poco el ejemplo, si el choque fuera más permanente, digamos una caída en el precio a US\$ 40 el quintal (suponiendo que la caída es debido a una sobreproducción generalizada en el mundo, la cual tarda mucho en bajar). En este caso los bancos difícilmente prestarán dinero a los productores de café e industrias relacionadas, aunque sus préstamos a otras industrias se reducirían en menor escala. Se da una reducción en el gasto y el consumo pero no tanto por una reducción en la oferta de dinero,

como por una reducción real en el ingreso. Este mecanismo permite que un choque se filtre en la economía de acuerdo a la percepción de duración y gravedad que tenga el sistema financiero, que está mucho menos sujeto a presiones políticas que un banco central.

En los países en los que un tipo de cambio fijo ha perdurado por un período de tiempo prolongado, la clave del éxito parece haber radicado en dos fenómenos económicos (Harberger, 1999): la desvinculación del ahorro con la inversión y la desvinculación de los depósitos locales con los créditos al sector privado. La única manera en que se puede alcanzar esto es a través de una integración financiera total, en la que las instituciones balanceen juntas sus operaciones locales e internacionales. La dolarización al ser una medida que otorga más seguridad a largo plazo, promueve la integración financiera internacional de forma más decidida al mismo tiempo que elimina totalmente el diferencial de tasa de interés, proveniente del riesgo del tipo de cambio, entre la moneda local y el dólar.

Resumiendo, el ajuste a los choques externos se da a través del sistema financiero. Mientras más integrado a los mercados internacionales de crédito está el sistema financiero, mayores son los choques temporales que puede amortiguar. Sin embargo, la amortiguación de los choques se da bajo un contexto de libre mercado y transparencia y con un juicio técnico independiente más que por influencia política.

IV. Diferencias en el gobierno

1) Restricción fiscal dura

La ausencia de dinero producido localmente significa que el gasto público está en efecto limitado a los recursos financieros disponibles. El sistema monetario le impone una racionalidad de mercado a las decisiones gubernamentales, evitando así desequilibrios macroeconómicos. Políticas que crean desbalances macrofiscales no existen. Cuando hay necesidad de equilibrar el presupuesto, se realizan cortes inmediatos en el gasto, principalmente en la inversión y muy ocasionalmente se puede incrementar los impuestos.

Las entidades estatales (instituciones descentralizadas) tienen una presión más grande para ser autosuficientes, alcanzando la autosuficiencia a veces a través de precios más altos.

La planificación precisa del gasto de cada unidad del gobierno se hace también de manera más exigente, pues las correcciones sobre la marcha se vuelven más difíciles de hacer. Las instituciones

descentralizadas, incluidos los gobiernos departamentales y municipales están presionados a llevar sus funciones de una manera tal que éstas tengan suficiente transparencia como para tener acceso al crédito en el sistema financiero. La restricción financiera dura tiene implícito un incentivo a favor de la descentralización.

Las restricciones en el gasto del gobierno no implican que el gobierno automáticamente tendrá un déficit fiscal bajo. El Gobierno panameño tuvo un déficit fiscal anual entre el 7-9% del PIB durante los años setenta y aún hoy en día la deuda pública supera el 90% del PIB.

Lo que sí ofrece la restricción fiscal dura es independencia en el nivel de riesgo asignado al gobierno y el nivel de riesgo general del sistema financiero. Por lo menos ésta ha sido la experiencia en Panamá (Moreno-Villalaz, 1997, pp. 14). Con la consiguiente ventaja que los agentes del mercado no se ven afectados directamente por niveles de deuda muy alta en el gobierno, evitando comprometer así más el crecimiento económico con tasas de interés más altas, lo que probablemente empeoraría aún más la situación fiscal del gobierno.

2) *El financiamiento del déficit*

El gobierno pasa a funcionar de muchas maneras como una empresa grande (y hay cientos, sino miles, de empresas en el mundo con un presupuesto de gastos más grande que el gobierno de Guatemala). Su déficit lo tiene que financiar a través de aumentar su deuda, así como una empresa financia su inversión mediante la colocación de bonos o a través de préstamos bancarios. Si va a pedir prestado es mejor que lo haga con bastante tiempo de anticipación, si no lo hace así tendrá que pagar una tasa de interés más alta. El gobierno de Guatemala ha hecho importantes progresos en los últimos años en lo que a control y monitoreo del gasto público se refiere. Al punto que casi logra llevar todo los gastos ejecutados en línea. Otra característica del gasto público en los últimos años ha sido que los presupuestos anuales son subejecutados. Estos dos hechos son una buena característica para un sistema en el cual se tiene una restricción presupuestaria dura. El primero porque permite observar una variación en las necesidades de financiamiento en el momento que comienzan a darse, y el segundo porque el financiamiento se encuentra planificado por más de lo que se va a utilizar, que es como una empresa bien manejada opera. Como reza el viejo refrán: “Más vale que sobre y no que falte”.

Las alternativas de financiamiento del gobierno son:

- Colocación de bonos
- Deuda con bancos o instituciones financieras privadas, locales o internacionales
- Organismos multilaterales

Cómo en una empresa, la capacidad de endeudamiento del gobierno dependerá del tamaño de la economía y su proporción de captación fiscal, y de la velocidad con que crece la economía (al largo plazo es la misma velocidad con que crecen sus ingresos). Un buen manejo fiscal y de su deuda permitirá con el tiempo al gobierno acceder a créditos cada vez con tasas más bajas.

V. **Diferencias en la banca central y el sistema financiero**

En el capítulo I se ha demostrado desde varios puntos de vista, como la flexibilidad es peligrosa y muchas veces contraproducente. En sí uno de los objetivos de la dolarización es acabar con la flexibilidad y dejar al mercado ser el que determine los agregados monetarios sin distorsiones.

El Banco de Guatemala abandona sus funciones de director de la política monetaria. Una vez establecida la dolarización podría intentar continuar con el manejo de política monetaria pero de cualquier manera no tendría ningún efecto con sus medidas así que mejor si cierra todos sus departamentos dedicados a esto de una sola vez. Hay que reestructurar el banco para separar las funciones que realiza en torno a recopilación de información y estadística y las que realiza en análisis económico y planificación. Así se puede dejar la parte de recopilación de estadística e información y fusionarla con el Instituto Nacional de Estadística. La parte de análisis y planificación debe desaparecer. La función de custodia de reservas puede seguir a cargo del Banco de Guatemala, aunque pasa a ser más una función de supervisión y administración de reservas que una verdadera custodia. Su rol como prestamista de última instancia y banco del gobierno, es discutido en detalle más adelante en esta misma sección. El manejo de sus pasivos y activos así como el proceso de transición es discutido en el capítulo V.

1) *Prestamista de última instancia*

La escuela monetarista, encabezada por Milton Friedman, dio mucho auge al concepto de un prestamista de última instancia en un sistema de banca central, sobre todo con su explicación de la rece-

sión de los años treinta. Sin embargo el concepto de prestamista de última instancia ha perdido presencia en el debate económico en los últimos años. Aún así el consenso general todavía lo incluye como un elemento clave en un sistema bancario de reservas fraccionales. El consenso general también ha llegado a un acuerdo en cuanto a que el gobierno tampoco tiene que garantizar los depósitos de las personas en la banca pero de alguna manera se debe buscar reprimir las muy temidas corridas bancarias, en las cuales por algunos bancos malos quiebran muchos bancos buenos, causando enormes pérdidas generalizadas. Entrar en polémica sobre si un prestamista de última instancia es realmente necesario o no es un tema para otro estudio de igual tamaño que este, así que aquí el enfoque será el de alternativas para un prestamista de última instancia que eviten las temidas corridas bancarias, dado que en un sistema monetario dolarizado, o no hay banco central, o éste no puede actuar como prestamista de última instancia tradicional a través de préstamos temporales provenientes de la emisión de billetes sin respaldo. Se buscan otras alternativas que ofrezcan similar protección.⁵

Algunas alternativas son:

- Internacionalizar el sistema financiero
- Establecer un seguro de depósito con líneas de crédito pre aprobadas
- Permitir a los bancos ejercer una cláusula opcional

Estas medidas no tienen que ser independientes, se puede introducir como una combinación de medidas.

El arreglo más promisorio es internacionalizar el sistema financiero. Esto significa promover que bancos extranjeros establezcan agencias en el país, permitir que compitan con bancos locales en igualdad de condiciones y que puedan tener hasta 100% de propiedad en bancos locales. En Guate-

⁵ Contar con una moneda propia no quiere decir que al presentarse una crisis bancaria se pueda resolver el problema mediante una ilimitada impresión de billetes. En Venezuela en la primera mitad de 1994 se presentó una crisis bancaria severa que resultó en una corrida masiva de depósitos. El Banco Central de Venezuela hizo adelantos en efectivo en grandes cantidades, a una serie de bancos en problemas, buscando paliar la crisis. Esto resultó en una devaluación superior al 100% en el tipo de cambio, hasta que fueron impuestos controles de cambio. El gobierno al final se quedó con un costoso rescate bancario sobre sus hombros que fue pagado por la gente a través de inflación y devaluación. La idea de un prestamista de última instancia resulta desestabilizadora, si está basada en la idea de que es fácil imprimir dinero (Hausman, 1999, pág. 16).

mala hoy en día ya hay muy pocas restricciones específicas al ingreso de bancos internacionales en cuanto a propiedad o condiciones de competencia. Lo que sí existe es una en extremo retrograda restricción a poseer depósitos en moneda extranjera, la “ley de desconcentración de divisas”, que abre el sistema, llegó al Congreso hace años y se encuentra engavetada. Cualquier iniciativa para modernizar al sistema financiero nacional, en cualquier dirección, debe comenzar con la aprobación de esa ley. Cambios más específicos en el sistema financiero son discutidos en la próxima sección.

La dolarización y la internacionalización bancaria son complementarios: la dolarización abre la moneda al mundo, la internacionalización de la banca abre a la banca y el sistema financiero al mundo. Históricamente, países con sistemas financieros internacionalizados han sufrido menos problemas que países que han restringido la competencia de bancos extranjeros. A los bancos locales por si solos les resulta más difícil diversificar los riesgos que a los bancos internacionales, así que cuando un choque de origen local golpea a la banca, como por ejemplo una gran caída en los precios de los bienes raíces, todos los bancos locales caen en iliquidez. Si el sistema bancario local no se encuentra internacionalizado, el público y los bancos tienen acceso muy limitado a recursos externos de liquidez.

Una manera en la que un sistema internacionalizado detiene corridas bancarias es a través de la confianza. La gente sabe que se puede aburrir de ir a sacar sus depósitos del Citibank o el Chase Manhattan y a esos bancos nunca se les van a acabar los fondos, ya que son bancos más grandes que la economía guatemalteca entera. Por eso, en una crisis de confianza no van a sacar sus depósitos de estos bancos, lo que es más, llevan más depósitos. Un sistema bancario internacionalizado obtiene su liquidez de dentro de sí mismo.

Los bancos multinacionales al tener acceso ilimitado a recursos con sus casas matrices, también proveen de liquidez a bancos locales en los casos de un choque interno. A través de líneas de crédito pre-aprobadas y de muy corto plazo a tasas de interés relativamente altas. Las corridas bancarias son fenómenos que arrancan muy deprisa, y de muy corto plazo. La quiebra inesperada de un banco por malos manejos crea una rápida reacción por parte de los depositantes que tratan de sacar su dinero de ese banco, y luego la reacción se propaga a otros bancos de los que la gente pueda desconfiar. Si los otros bancos a los que van llegando les van dando su dinero, y en ningún momento restringen los pagos, el miedo disminuye y la corrida va perdiendo velocidad, hasta casi desapare-

cer. Otro fenómeno que ocurre es que la gente va a sacar su dinero de un banco para llevarlo a otro, esto tiene el efecto de disminuir el riesgo de una crisis sistémica. Aún así medidas de seguridad adicionales se pueden instituir, como parte de un nuevo "policy mix". Además el sistema financiero no se puede internacionalizar por decreto, ni de un día para otro, toma tiempo. Este estudio considera que para Guatemala, en la situación actual de la banca y su poca internacionalización, un fondo para contingentes de iliquidez sumado a un seguro de depósitos es indispensable para mantener la confianza en el sistema.

Un fondo para préstamos de contingencia se puede constituir con una línea de crédito a favor del gobierno por US\$ 340 millones.⁶ Existen posibilidades de obtenerla de parte de instituciones multilaterales como el FMI o el BM. O incluso podría negociarse con un grupo (Pool) de bancos comerciales internacionales. Por supuesto, una línea de crédito como tal tiene un costo que será evaluado más adelante en el capítulo de costos y beneficios. US\$ 340 millones es más o menos el 10% de los depósitos bancarios actuales (US\$3,402MM al 7 de julio de 1999). Una crisis bancaria que superara necesidades de efectivo superiores a ésta no puede ser soportada por ningún sistema monetario.⁷ Además las últimas crisis bancarias en Latinoamérica (Chile 1981-83, México 1995, Brasil 1999) han tenido todas una relación directa con crisis cambiarias, las cuales no existen bajo la dolarización. Muchas veces la gente también saca su di-

⁶ Aproximadamente el 10% del total de depósitos en el sistema bancario (M_2).

⁷ En la actualidad el Banco de Guatemala no tiene ninguna obligación de respaldar los depósitos en los bancos del sistema. Sin embargo se dice que en el caso de una crisis severa el Banco de Guatemala puede asumir la responsabilidad y hacer préstamos en efectivo a entidades bancarias. Un banco que se encuentra en problemas tiene derecho, bajo ciertos prerrequisitos a utilizar su encaje en concepto de préstamos por parte del Banco de Guatemala. Sin embargo, el Banco de Guatemala no puede prestarle más que el encaje propio del banco, y se dice que en caso de una crisis severa de liquidez esto puede resultar insuficiente. Sin embargo, dada la naturaleza de muy corto plazo de las crisis bancarias, el límite natural de los préstamos que puede hacer el Banco de Guatemala está en la cantidad de billetes con que cuenta en sus bóvedas. El Banco de Guatemala mantiene normalmente aproximadamente entre un 40 y 60% del numerario en circulación como billetes impresos pendientes de entrar en circulación. Esto en la práctica ni siquiera alcanza para cubrir efectivamente el total de encajes bancarios. Hacer pedidos de más billetes toma por lo menos un mes, pues ya no se imprimen en Guatemala. En consecuencia, una crisis de confianza que superará necesidades de avances en efectivo equivalentes al 10% de los depósitos, más o menos unos tres mil millones de quetzales, sería incontenible hoy en día con nuestro sistema de banca central. Además, como ya se aclaró en un pie de página anterior, la medida resultaría en más inestabilidad.

nero masivamente del sistema bancario para convertirlo a una moneda más fuerte, como se dio el caso en Guatemala a principios de 1999. Esta es también una de las razones por las que es mejor la dolarización que la caja de convertibilidad (genera más confianza). La línea de crédito podría irse reduciendo conforme objetivos de internacionalización bancaria se fueran alcanzando. O se puede dejar con esta cantidad fija, para que se vaya reduciendo en términos porcentuales al ir aumentando el nivel de depósitos.

La administración del fondo permanece bajo el Banco de Guatemala (o la institución en la que se convierta después de la dolarización) y se definen una serie de características que tienen que cumplirse para poder acceder a los fondos contingentes, a ser supervisados por la Superintendencia de Bancos. Este fondo *no* es para garantizar depósitos, es para facilitar préstamos a bancos con problemas netamente de liquidez, y no de balance general. Si un banco tiene problemas de malos créditos y falta de liquidez, se debe dejar ir a la quiebra. Ante lo cual los depositantes únicamente podrán reclamar lo que logren rescatar del valor de los activos del banco y lo que estuviere cubierto por el seguro de garantía de depósitos.

Un seguro de garantía de depósitos ya se encuentra en proyecto de ley en Guatemala, el Fopa, fondo de protección al pequeño ahorrante. En el caso de una dolarización habría que cambiar las cantidades mínimas cubiertas, y en los primeros años de la dolarización es importante comenzar con una cobertura un poco mayor, sin importar que la prima del seguro aumente. En la ley actual se habla de protección hasta Q 20,000. El seguro de depósitos vigente en Argentina es por hasta US\$30,000. Un cálculo actuarial hace falta para determinar la cantidad, el costo y el monto de ahorrantes cubiertos en un nuevo sistema, pero la cantidad debiera ser por lo menos de US\$ 5,000 y la cantidad cubierta no ser mayor al 80% de los depósitos, para evitar el riesgo moral (moral hazard). El seguro de garantía opera bajo normas mucho más rígidas que el fondo para préstamos de contingencia. La posibilidad de contar con un seguro, aunque sea para los pequeños ahorrantes genera una confianza adicional por parte de la gente, sobre todo los pequeños ahorrantes que son generalmente los que se encuentran menos informados y más deprisa podrían amenazar a los bancos sanos con retiros de sus ahorros sin importar la fortaleza con que estos bancos cuenten.

Otra medida de protección podría ser permitir a los bancos incluir cláusulas opcionales en los contratos de depósito. De acuerdo a éstas, los bancos tendrían la opción de retrasar la devolución de

fondos a los ahorrantes por un período de tiempo, y a cambio tendrían que pagarles una tasa de interés preestablecida, de penalización, bastante más alta durante ese período de tiempo. Los intereses de penalización serían un incentivo para que los bancos utilizaran la cláusula sólo en casos de necesidad. La cláusula debe ser voluntaria. Los bancos sólo la adoptan si quieren y los depositantes pueden escoger tener sus depósitos únicamente en bancos que no incluyan la cláusula. Hace poco los bancos ecuatorianos restringieron los retiros por parte de los ahorrantes por un prolongado período de tiempo, sin pagarles ningún tipo de compensación.

Para concluir, es importante resaltar el hecho, que la mayoría de crisis bancarias en los últimos treinta años se han dado directa o indirectamente relacionadas con crisis cambiarias (Chile 1980-82, México 1994-95, Indonesia 1998) o han sido causadas porque el gobierno había corrompido el sistema de créditos para favorecer su propia agenda, el caso de Corea o Tailandia en 1998. En los casos de crisis cambiarias, las distorsiones en el tipo de cambio y las tasas de interés combinadas con flujos entrantes de capital causaron una sobre exposición del sistema bancario a una devaluación. La devaluación se da y el sistema financiero colapsa. Los rescates han costado decenas de miles de millones de dólares a estos países. Como se puede ver, la ausencia de distorsiones en el tipo de cambio, combinado con un mercado bancario libre de intervención estatal (aunque es importante una buena supervisión), en gran manera elimina el riesgo de un colapso generalizado del sistema. Transparencia y competencia en la banca evitan que malos manejos se acumulen y contagien a muchos bancos, haciendo que el banco en mala situación quiebre rápido o sea absorbido por otro banco más fuerte. La combinación de medidas descritas en este capítulo, combinadas con los beneficios de una moneda fuerte y la internacionalización de la banca, ofrecen en conjunto un sistema bancario mucho más sólido que el actual.

2) Banco del gobierno

En la actualidad el banco central por orden constitucional no puede prestarle dinero al gobierno, así que la diferencia más grande en las operaciones actuales del gobierno se daría en el manejo de los depósitos que mantiene en el Banco de Guatemala. En los últimos cinco años, el Banco de Guatemala ha dejado vencer todas sus obligaciones locales, al mismo tiempo que el Ministerio de Finanzas Públicas (MFP) ha colocado deuda interna a través de CDP y otros instrumentos de corto y me-

diano plazo por cantidades similares. Lo que ha captado lo ha depositado en su cuenta en el Banco de Guatemala. El resultado de esto ha sido que todo el exceso de efectivo retirado de la economía por el Banco de Guatemala para evitar una inflación muy alta y provenientes de sus altas pérdidas operativas acumuladas, se encuentra actualmente en poder del MFP. El Banco de Guatemala no puede prestarle al gobierno, pero si tiene que devolverle sus depósitos a petición. Los depósitos del gobierno en el banco central (más de seis mil millones de quetzales) superan la cantidad de dinero en circulación. Si el gobierno decidiera utilizarlos, tendría un efecto desastroso en la economía del país. Como puede verse, hoy en día el Gobierno de Guatemala no tiene ningún tipo de restricción presupuestaria dura. Como se verá en el capítulo IV, el gobierno va a tener en adelante que utilizar sus depósitos actuales en el Banco de Guatemala para capitalizar al banco, dadas las enormes pérdidas acumuladas que tiene el Banco de Guatemala. Estos serán los últimos depósitos del gobierno que el banco habrá visto. Porque en adelante el Banco de Guatemala no servirá más de banco al gobierno, porque el Banco de Guatemala no es ningún banco en realidad, tiene el dinero guardado y no lo presta. El gobierno tendrá que colocar su dinero en la banca privada. Un mecanismo de subasta y distribución tendrá que ser desarrollado para evitar que se den preferencias en la colocación de los depósitos de la Tesorería Nacional. También se puede crear un mecanismo para que el banco que guarde los depósitos del gobierno mantenga un 100% de reserva sobre estos y por lo mismo no tenga una ventaja de mercado sobre otros bancos. Lo malo de este mecanismo es que el gobierno perdería la oportunidad de recibir intereses por esos fondos. En sí el concepto de un grupo "pool" de bancos para manejar las cuentas parece más razonable y rentable para el gobierno.

3) Integración total con los mercados internacionales de crédito (Internacionalización de la banca)

Un sistema dolarizado sin internacionalización de la banca es casi idéntico a un sistema de cambio fijo como el que tuvo Guatemala en los tiempos del patrón oro y el sistema Bretton Woods. Más o menos hasta el año 1972. Sin embargo, al no existir la apertura en el sector financiero, se da mucha segmentación de crédito, la cual hace que los créditos sean menos accesibles a los prestamistas más pequeños. La experiencia de Panamá y Guatemala es muy similar, precisamente hasta el año 1970, en que Panamá abre su sistema financiero totalmente. Reducir la segmentación de los créditos y aumen-

tar los recursos disponibles son otros beneficios de la internacionalización de la banca. El rol que juega en el equilibrio macroeconómico se ha descrito ya antes en este capítulo. También se ha descrito el papel importante en la absorción de flujos de capitales sin que causen desequilibrios importantes. Se dice que Panamá tiene un sistema bancario como el actual, debido a su posición geográfica y política, relacionada al Canal de Panamá. Si bien estos factores son influyentes, Panamá no contaba con un sistema financiera mucho más completo que el guatemalteco antes de la apertura bancaria realizada entre 1969-70. La apertura bancaria combinada con contar con la moneda del mundo financiero parecen ser más decisivamente la razón por la que en Panamá se llegó a desarrollar el sistema financiero que hoy existe y que le ha permitido tanta estabilidad.

Las características principales de un sistema financiero con una integración internacional absoluta son las siguientes:

- Absoluta libertad de entrada y propiedad en el sector bancario en igualdad de condiciones para bancos extranjeros y locales.
- Libre movilidad de capitales para entrar y para salir.
- Libertad de moneda para llevar a cabo depósitos, préstamos y transacciones.
- La posición externa y local de los bancos son balanceadas juntas. Transacciones en diferentes monedas aparecen todas en el mismo balance general del banco.
- Una moneda base 100% convertible.

Para alcanzar estas características en Guatemala habría que realizar una serie de cambios legales e institucionales, uno de los más importantes es la dolarización. Otros pasos generales aparecen en el capítulo V de este estudio.

VI. Consideraciones finales

Se espera que con las explicaciones vertidas en este capítulo se haya logrado el objetivo: mostrar la sencillez con que opera un sistema monetario dolarizado, y como su funcionamiento es dictado y llevado por las fuerzas libres del mercado.

Después de analizar el funcionamiento el un sistema monetario dolarizado, haciendo énfasis en las diferencias entre éste y un sistema de banca cen-

tral, llega el momento de hacer un análisis de costo y beneficio. Este se lleva a cabo en el próximo capítulo.

Bibliografía

- Banca Nazionale de Lavoro, *European Monetary Union: The problems of the transition to a single currency*, Banca Nazionale de Lavoro, Italia, 1996.
- Banco de Guatemala, *Cuadros Semanales Sesión Junta Monetaria*, Departamento de Estudios Económicos, 15 de julio de 1999.
- Banco de Guatemala, *Estadísticas Económicas* (<http://www.banguat.gob.gt>, página web del Banco de Guatemala, 1999)
- Banco Interamericano de Desarrollo, "Special Report: Overcoming Volatility", en *Latin America: Economic and Social Progress*, BID, Washington D. C., 1995.
- Barro, Robert J., "Let the dollar reign, from Seattle to Santiago", *The Wall Street Journal*, 8 de marzo de 1999
- Barro, Robert J., "The Men running Brazil still don't get it", *Business Week*, mayo de 1999, pág. 26.
- Barro, Robert J., y David B. Gordon, "Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy", *Journal of Monetary Economics*, vol. 12, nº 2, julio de 1983, pp. 101-21.
- Blanco Valdés, José Alfredo y Sergio Javier López Toledo, "Algunas consideraciones sobre la dolarización", *Notas Monetarias*, nº 3, año I, 30 de abril de 1999.
- Cukierman, Alex, *et al.*, "Measuring the Independence of Central Banks and its Effects on Policy Outcomes", *Economic Review* (Banco Mundial), vol. 6, nº 3, septiembre de 1992.
- Edwards, Sebastián, *Macroeconomic Prospects and Challenges in Guatemala*, texto mimeografiado, para comité conjunto CACIF-gobierno, Guatemala, 1999.
- Fischer, Stanley, "Seignorage and the Case for a National Money", *Journal of Political Economy*, vol. 90, nº 2, abril de 1982, pp. 295-313.
- Fontaine, Juan Andrés, *Guatemala 1999-2005: preparando el despegue*, texto mimeografiado, Guatemala, junio de 1999.
- Friedman, Milton, "A Monetary and Fiscal Framework for Economic Stability", *American Economic Review*, vol. 38, nº 3, septiembre de 1960, pp. 245-64.
- Friedman, Milton, "The case for Flexible Exchange Rates", en Leo Melamed (ed.), *The Merits of Flexible Exchange Rates: An Anthology*, George

- Mason University Press, Fairfax, Virginia, 1988, pp. 3-42.
- Fry, Maxwell, *Money, Interest, and Banking in Economic Development*, Johns Hopkins University Press, Baltimore, 1995, pp. 1-3.
- Gavin, Michael, Debate: *México y la dolarización*, transcripción de su participación, Monterrey, mayo de 1999 (organizado por el IMEF).
- Hanke Steve, Schuler Kurt, *Banco Central o Caja de Conversión*, Fundación República para una Nueva Generación, Buenos Aires, 1991.
- Hanke Steve, Schuler Kurt, *Currency Boards for Developing Countries*, ICS Press, San Francisco, 1992.
- Harberger, Arnold, Grabación en video de su participación como conferencista en el *Octavo Ciclo de Jornadas Económicas*, junio de 1999.
- Hausman, Ricardo, et al. *Financial Turmoil and the choice of exchange rate Regime*, en http://www.iadb.org/oce/PDF/Financiar_Turmoil.pdf página web del BID, 1999.
- Hayek, F. A., *Denationalisation of Money*, IEA, Londres, 1976 (Hobart Special Paper).
- Hinds, Manuel, *Consideraciones sobre la Dolarización*, texto mimeografiado, El Salvador, febrero de 1999.
- Ingram, James C., "Comment: The Currency Area Problem", en R. A. Mundell y A. K. Swoboda (eds.), *Monetary Problems of the International Economy*, University of Chicago Press, 1969, pp. 95-100.
- Ishiyama, Yoshihide, "The Theory of Optimum Currency Areas: A Survey", *IMF Staff Papers*, 1976.
- Jacobs, Mikael, y William Savedoff, *There's More Than One Way to Get a House: Housing Strategies in Panama*, en http://www.iadb.org/oce/PDF/Financiar_Turmoil.pdf página web del BID, 1999.
- Kenen, Peter B., "The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View", en R. A. Mundell y A. K. Swoboda (eds.), *Monetary Problems of the International Economy*, University of Chicago Press, 1969, pp. 41-60.
- Krugman, Paul, *La Nueva Arquitectura del Sistema Financiero Internacional*. Ponencia de la conferencia con el mismo título, Monterrey, mayo de 1999 (organizada por el IMEF).
- Kydland, Finn E., y Edward C. Prescott, "Rules rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans", *Journal of Political Economy*, vol. 85, nº 3, junio de 1977, pp. 473-92.
- Laidler, David, *Monetarist Perspectives*. Cambridge, Harvard University Press, Massachusetts, 1982.
- López Buenaño, Franklin, *Por qué y cómo dolarizar*, Escuela Politécnica del Litoral, Ecuador, 1999.
- McKinnon, Ronald, "Optimum Currency Areas", *American Economic Review*, vol. 53, septiembre de 1963, pp. 717-25.
- Meltzer, Allan, "The Fed at Seventy Five", en Michael T. Belongia (ed.), *Monetary Policy on the Fed's 75th Anniversary: Proceedings of the Fourteenth Annual Conference of The Federal Reserve Bank of St Louis*, Kluwer, Boston, 1992, pp. 3-65 (citado por Hanke).
- Moreno-Villalaz, Juan Luis, *Cost of Using the Dollar as a Currency*, Banco Nacional de Panamá, Panamá, 1998.
- Moreno-Villalaz, Juan Luis, *La experiencia monetaria de Panamá: lecciones de una economía dolarizada, con una banca internacional*, Banco Nacional de Panamá, Panamá, 1997.
- Mundell, Robert, "A Theory of Optimum Currency Zones", *The American Economic Review*, vol. 51, septiembre de 1961, pp. 356-68.
- Mundell, Robert, *A Monetary Agenda for World Growth*, Quantum, Boston, 1983.
- Pazos, Luis, "The Mexican Devaluation: Facts and Factors", en Roberto Salinas-León y James A. Dorn (eds.), *Money and Markets in the Americas*, The Fraser Institute, Vancouver, 1996, pp. 101-114.
- Persson, Torsten, y Guido Tabellini, *Macroeconomic Policy, Credibility and Politics*, Harwood Academic Publisher, Chur, Suiza, 1990.
- Sachs, Jeffrey, y Felipe Larraín, *Macroeconomía en la economía global*, Prentice Hall Hispanoamericana, México, 1994.
- Salinas León, Roberto, "From Stability to Stagflation: Lessons from the Mexican Fiasco", en Roberto Salinas-León y James A. Dorn (eds.), *Money and Markets in the Americas*, The Fraser Institute, Vancouver, 1996, pp. 115-126.
- Salinas León, Roberto, y James A. Dorn (eds.), *Money and Markets in the Americas*, The Fraser Institute, Vancouver, 1996.
- Schuler, Kurt, y Steve Hanke, "A Contingency Plan for Dollarizing Hong Kong", *HKCER Letters*, vol.52, septiembre de 1998.
- Schuler, Kurt, y Steve Hanke, "The Problem with Pegged Exchange Rates", *Kyklos*, nº 1, 1999, pp. 5-20.
- Schuler, Kurt, y Steve Hanke, *A Dollarization Blueprint for Argentina*. (<http://www.erols.com/kurrency>, página web de Kurt Schuler), enero de 1999.
- Schuler, Kurt, y Steve Hanke, *Dollarizing Indonesia*. (<http://www.erols.com/kurrency>, página web de Kurt Schuler), junio de 1998.
- Schuler, Kurt, y Steve Hanke, *Encouraging Official Dollarization in Emerging Markets*, Joint Economic Staff Report, Office of the Chairman, Senator Connie Mack, abril, 1999.

- Schuler, Kurt, y Steve Hanke, *Should Developing Countries have Central Banks*, Goron Pro-Print Co. Ltd., Reino Unido, 1996.
- Scrope, George Poulet, *An Examination of the Bank Charter Question*, John Murray, Londres, 1833, pp. 41-2 (citado por Kurt Schuler).
- Selgin, George A., *The Theory of Free Banking: Money Supply under Competitive Note Issue*, Rowman and Littlefield, Nueva Jersey, 1988.
- Stein, Ernesto, *et al.*, *Evaluando la Dolarización: Una aplicación a países de América Central y del Caribe*. <http://www.iadb.org/oce>, pág. web BID, 1999
- Viner, Jacob, *Studies in the Theory of International Trade*, Harper and Brothers, Nueva York, 1937, p. 287 (citado por Kurt Schuler).
- Walters, Allan A., *Sterling in Danger: The Economic Consequences of Pegged Exchange Rates*, Fontana/Collins, Londres, 1990.

Autoridades de los bancos centrales latinoamericanos y otras instituciones miembros del CEMLA

ASOCIADOS

CAYMAN ISLANDS MONETARY AUTHORITY

Presidente: George McCarthy. *Director general:* John Bourbon. *Gerente general:* Cindy Scotland. *Jefes de departamento:* Paul Byles (División de política e investigaciones), vacante (Supervisión de seguros), Mitchell Scott (Servicios de inversión) y Neil Glasson (División de información tecnológica).

(Información oficial, noviembre de 2001)

CENTRALE BANK VAN SURINAME

Presidente: André E. Telting. *Director ejecutivo:* Otto H. Ezechiëls. JUNTA DIRECTIVA DE SUPERVISIÓN. *Presidente:* H. Pinas; *miembros:* S. Ramsaran, A. W. Rasiman, J. Gefferie-Redmount, V. Kirpalani y M. R. Tuur. *Ejecutivos principales y jefes de departamento:* Rafael R. Lachmising (Secretaría general), J. Harold Kolader (Relaciones internacionales), Wilfred E. J. Noslin (Asuntos del personal), Jan Bolman (Sistemas de datos), Stella Pollack-Leefflang (Biblioteca), Rakesh Adhin (Investigaciones), Eric Vaseur (Balanza de pagos y estadísticas monetarias), Walther Malm (División de automatización), Hendrik Katijooetomo (Auditoría interna), Carlos Esseboom (Contaduría) y C. Linger van der Ziel (Asuntos internos).

(Información oficial, octubre de 2001)

COLABORADORES

SUPERINTENDENCIA DE BANCOS (ECUADOR)

Superintendente: Miguel Dávila Castillo. *Intendente general:* Alberto Chiriboga Acosta. *Secretario general:* Diego-Fernando Navas Maldonado. *Intendentes nacionales:* Alejandro Maldonado García (Supervisión de instituciones financieras), Fabián-Roberto Reinoso Reinoso, *a. i.* (Ejecución y gestión), Néstor-Gerardo Mora Vera (Seguros), Rodrigo Espinosa Bermeo (Técnico) y Rodrigo López Espinoza (Servicios jurídicos). *Direcciones:* Santiago Moreno Montiel (Consultas, Peticiones y reclamos), Hernán Vela Sevilla, *a. i.* (Comunicación), Oswaldo-Augusto Vela Leoro (Trámites legales), José-Xavier Pérez de la Puente y Hugo-Hernán Paredes Estrella (Análisis), Fernando-Antonio Donoso Naranjo (Riesgos), Elina-Guissela Salgado Albornoz (Auditoría), Sonia-Lucila Soria Samaniego (Normatividad), Jorge Besabe Reyes (Supervisión), Galo Coello Chiriboga, *a. i.* (Acturía), Pablo. Aurelio Egas Egues (Estadística), Jaime-Enrique Egas Vasco (Estudios), Sonia-María-Augusta Pinto Sojos (Asesoría jurídica) y Ricardo Adrián Valles (Disoluciones y liquidaciones). *Auditor interno:* Reynaldo-Patricio Segovia Alba. *Directores nacionales:* Luis Guzmán Maldonado (Finanzas y administración), Fausto-Marcelo Flores Flores, *a. i.* (Informática) y Rodrigo Ortiz Barriga (Asuntos judiciales). *Subdirectores:* Iseria Montesdeoca Montalvo (Finanzas y presupuesto), Eduardo-Enrique Aguirre Maldona-

do (Servicios administrativos), Carlos Escobar Reyes, *a. i.* (Gestión, organización y recursos humanos), Luis-Alberto Pazmiño Proaño (auditoría informática), Marcia Topón Figueroa, *a. i.* (Servicios informáticos) y Edison Auz Beltrán (Administración de recursos). *Subintendentes*: Fausto-Marcelo Herrera Tapia, *a. i.* (Instituciones del sistema financiero privado), Ricardo-Benigno Bravo Polo (Supervisión de instituciones del sistema financiero público) y Galo-Alfonso León González (Supervisión de cooperativas y otras entidades).

(Información oficial, octubre de 2001)

BANGKO SENTRAL NG PILIPINAS

Gobernador: Rafael B. Buenaventura. *Subgobernado-*

res: Amando M. Tetangco, Jr. (Sector de servicios bancarios y, *a. i.*, Investigación y tesorería), Alberto V. Reyes (Supervisión y sector de inspección) y Armando L. Suratos (Gerencia del sector de recursos y seguridad general). *Asistentes del gobernador*: Teresita O. Hatta (Oficina de Métodos y sistemas) y Andrés I. Rustia (Gerencia de Activos de crédito y préstamos). *Consejero general y secretario de la Junta monetaria (a. i.)*: Juan J. de Zúñiga, Jr. *Directores generales*: Diwa C. Guinigundo (Investigaciones), María-Dolores B. Yuvienco (Supervisión e inspección I), Ricardo P. Lirio (Supervisión e inspección II), Néstor A. Espenilla, Jr. (Oficina de Estudios y supervisión de reportes), Evelyn C. Ávila (Contraloría y contaduría) y Marcos J. Siongco, Jr. (Administración de seguridad).

(Información oficial, octubre de 2001)

Actividades del CEMLA durante septiembre-noviembre de 2001

<i>Actividad</i>	<i>Instituciones copatrocinadoras Lugar y fecha</i>
<i>Cursos</i>	
Banca central moderna	Banco Central de Venezuela Caracas, 17 – 28 de septiembre
Taller de Estrategia sobre deuda externa	Banco Central de Nicaragua Managua, 1º – 12 de octubre
Gestión y política macroenómicas	Banco Central de Bolivia La Paz, 8 – 12 de octubre
Sistema de pagos	Banco Central de Reserva de El Salvador San Salvador, 15 – 19 de octubre
Taller de Estrategia sobre deuda externa	Banco Central de Honduras Tegucigalpa, 15 – 26 de octubre
Current issues regarding bank supervision	Centrale Bank van Suriname Paramaribo, 23 – 25 de octubre
Grupo de trabajo sobre Asuntos de sistema de pagos de América Latina y el Caribe	México, D. F., 5 – 6 de noviembre
Programa de estudios superiores: modulo IV	Banco de Guatemala Guatemala, 5 de noviembre – 14 de diciembre
Estadísticas monetarias y financieras	Fondo Monetario Internacional México, D. F., 19 de noviembre – 7 de diciembre
<i>Reuniones</i>	
IV Reunión sobre administración de reservas internacionales	Banco Central de Bolivia La Paz, 12 – 14 de septiembre

Reunión del Comité de contabilidad y presupuesto de banca central	Banco Central de la República Dominicana Santo Domingo, 25 – 28 de septiembre
VI Reunión de la red de investigadores de bancos centrales del Continente Americano	Banco Central del Uruguay Montevideo, 17 – 18 de octubre
XXIX Reunión de sistematización de banca central	Banco Central de la República Argentina Buenos Aires, 24 – 26 de octubre
Reunión regional sobre Páginas WEB de banca central	Banco de Pagos Internacionales-Banco de México México, D. F., 5 – 6 de noviembre
VI Reunión de auditores internos de banca central	Banco Central de Chile Santiago, 12 de noviembre – 15 de diciembre

Seminario

Credit risk mitigation/the new capital accord	México, D. F., 12 – 16 de noviembre
---	-------------------------------------

Publicaciones:

Monetaria, vol. XXIV, nº 4, octubre-diciembre

Money Affairs, vol. XIV, nº 2, julio-diciembre

Eduardo Lizano Fait

Reforma del sector financiero y financiamiento del desarrollo: dulces sueños y duras realidades

Diego Mancheno
Julio Oleas
Pablo Samaniego

Aspectos teóricos y prácticos de la adopción de un sistema de convertibilidad en Ecuador

Anston Rambarran

El alcance del establecimiento de metas de inflación en una economía en desarrollo

MONETARIA OCTUBRE-DICIEMBRE 2001

Índice 2001

I. ARTÍCULOS

	<i>Núm.</i>	<i>Pág.</i>
Banco de España, El seguimiento de la convergencia real a partir de indicadores	3	122
Bikhchandani, Sushil, y Sunil Sharma, Comportamiento gregario o de rebaño en los mercados financieros: una reseña	1	23
Chang, Roberto, Dolarización: una tarjeta de resultados	1	12
Chatterjee, Satyajit, ¿Por qué tiene importancia la política monetaria contracíclica?	4	184
Diao, Xinshen, Wenli Li y Enrinc Yeldan, Formas en que la crisis asiática afectó a la economía mundial: una perspectiva de equilibrio general	2	91
Estrada D., Julio Héctor, ¿Cómo funciona un sistema monetario dolarizado?	4	193
Goldstein, Morris, La nueva arquitectura financiera internacional	3	134
Iglesias, Enrique V., Los retos del Banco Interamericano de Desarrollo para satisfacer las necesidades de desarrollo de América Latina y el Caribe	2	69
Krugman, Paul, Crisis: ¿el precio de la globalización?	3	139
Masson, Paul, y Catherine Pattillo, Una unión monetaria en África occidental (ECOWAS): ¿es deseable tenerla? y ¿cómo poder lograrla?	3	109
Nombramiento de Kenneth Coates como Director General del CEMLA	1	1
Panizzutti, Giacomo, El impacto de la actividad de los bancos centrales en el mercado del oro	2	65
Patat, Jean-Pierre, La estabilidad financiera, nuevo apremio de los bancos centrales	1	3
Reyna, Roberto A., El papel de la convergencia macroeconómica en el proceso de integración regional	2	53
Rodríguez Batlle, César, La importancia de la convergencia macroeconómica para la integración regional	2	57
Santomero, Anthony, Las complejidades de la política monetaria	3	129
Utreras, Germán, Notas sobre un posible “acuerdo en oro” para América Latina	2	61
Zahler, Roberto, Estrategias para una Cooperación/Unión Monetaria	4	161
Zúñiga, Norberto, y Eduardo Lizano, Sistema financiero latinoamericano: reformas de segunda generación	2	83

**II. AUTORIDADES DE LOS BANCOS CENTRALES LATINOAMERICANOS
Y OTRAS INSTITUCIONES MIEMBROS DEL CEMLA**

	<i>Núm.</i>	<i>Pág.</i>
Autoridades de los bancos centrales latinoamericanos y otras instituciones miembros del CEMLA, febrero-marzo de 2001	1	43
Autoridades de los bancos centrales latinoamericanos y otras instituciones miembros del CEMLA, julio-septiembre de 2001	3	155
Autoridades de los bancos centrales latinoamericanos y otras instituciones miembros del CEMLA, octubre-noviembre de 2001	4	210

III. ACTIVIDADES DEL CEMLA

Actividades del CEMLA durante diciembre de 2000-febrero de 2001	1	51
Actividades del CEMLA durante marzo-mayo de 2001	2	105
Actividades del CEMLA durante junio-agosto de 2001	3	155
Actividades del CEMLA durante septiembre-noviembre de 2001 ..	4	212
Nombramiento de Carlos Alberto Reis Queiroz como Subdirector General del CEMLA	2	106

IV. PREMIO DE BANCA CENTRAL “RODRIGO GÓMEZ”

Premio de Banca Central “Rodrigo Gómez”: convocatoria para 2002	2	107
---	---	-----



El **CENTRO DE ESTUDIOS MONETARIOS LATINOAMERICANOS** fue fundado en 1952 por siete bancos centrales de América Latina, a saber: Banco Central de Chile, Banco de la República (Colombia), Banco Nacional de Cuba, Banco Central del Ecuador, Banco de Guatemala, Banco Central de Honduras y Banco de México, S. A. Actualmente, son miembros de la institución los bancos centrales de América Latina y el Caribe, bancos centrales extrarregionales, así como organismos supervisores y entidades regionales del sector financiero. La lista completa se detalla en la contraportada. En los campos monetario, financiero y bancario el **CEMLA** promueve investigaciones, organiza reuniones y seminarios internacionales y recoge experiencias que sistematiza por medio de la administración de programas de capacitación y de asistencia técnica que contribuyen a formar y actualizar a los funcionarios de sus instituciones miembros.

Uno de sus objetivos es informar sobre la evolución del pensamiento económico dentro y fuera de la región, y difundir los hechos de importancia en materia de políticas monetaria, financiera y cambiaria, fundamentalmente. Sus libros, revistas y boletines contienen un vasto material de estudio y constituyen una permanente fuente de información para los estudiosos de estos temas.

BOLETÍN

Suscripción anual: 70.00 dólares (América Latina y el Caribe: 45.00 dólares; estudiantes y maestros: 35.00 dólares). Ejemplar suelto: 12.00 dólares (América Latina y el Caribe: 8.00 dólares; estudiantes y maestros: 6.00 dólares).

Suscripciones y pedidos:

*Claudio Antonovich
CEMLA, Departamento de Relaciones públicas
Durango nº 54, México, D. F., 06700, México*

*Teléfono: (5255) 55-33-03-00, ext.: 255
Telefax: (5255) 55-25-44-32
E-mail: antonovich@cemla.org*

MIEMBROS DEL CEMLA

ASOCIADOS

Banco Central de la República Argentina	Banco de Guatemala
Centrale Bank van Aruba	Bank of Guyana
Central Bank of the Bahamas	Banque de la République d'Haïti
Central Bank of Barbados	Banco Central de Honduras
Central Bank of Belize	Bank of Jamaica
Banco Central de Bolivia	Banco de México
Banco Central do Brasil	Bank van de Nederlandse Antillen
Eastern Caribbean Central Bank	Banco Central de Nicaragua
Cayman Islands Monetary Authority	Banco Central del Paraguay
Banco Central de Chile	Banco Central de Reserva del Perú
Banco de la República (Colombia)	Banco Central de la República Dominicana
Banco Central de Costa Rica	Centrale Bank van Suriname
Banco Central de Cuba	Central Bank of Trinidad and Tobago
Banco Central del Ecuador	Banco Central del Uruguay
Banco Central de Reserva de El Salvador	Banco Central de Venezuela

COLABORADORES

Bancos centrales

Deutsche Bundesbank (Alemania)	Banca d'Italia
Bank of Canada	Bank of Japan
Banco de España	Bangko Sentral ng Pilipinas
Federal Reserve System (Estados Unidos)	Banco de Portugal
Banque de France	

Otras instituciones

Superintendencia de Bancos y Entidades Financieras (Bolivia)	Superintendencia de Bancos (República Dominicana)
Superintendencia del Sistema Financiero (El Salvador)	Banco Centroamericano de Integración Económica
Comisión Nacional de Bancos y Seguros (Honduras)	Banco Latinoamericano de Exportaciones, S. A.
Superintendencia de Bancos (Panamá)	Fondo Latinoamericano de Reservas