

**X Asamblea Plenaria Anual del Consejo Empresario
de América Latina --CEAL--
Guatemala, septiembre 3 de 1999**

LA MONEDA ÚNICA: UNA VISIÓN ECLÉCTICA

Leonardo Villar Gómez*

Quiero en primer lugar agradecer a los miembros del Consejo Empresario de América latina y a los organizadores de esta Décima Asamblea por la invitación a participar en sus deliberaciones.

La pregunta básica que se ha planteado para este importante foro se vincula con el grado en que una moneda única regional pueda contribuir a la estabilidad macroeconómica y a la eficiencia microeconómica en América Latina. La relevancia de esta pregunta en la coyuntura actual de nuestra región es evidente. La política cambiaria de los distintos países se encuentra en el centro de la discusión sobre los vaivenes de estas economías en un año caracterizado por un entorno difícil. Además, desde una perspectiva más estructural, el manejo de las monedas nacionales se hace particularmente complejo en una economía mundial cuyo proceso de globalización se está presentando a ritmos inimaginables hasta hace unos pocos años.

I. BENEFICIOS DE UNA MONEDA ÚNICA

En una economía globalizada, son obvios los beneficios que surgirían de contar con una moneda común para los países entre los cuales hay flujos comerciales, turísticos y de capitales. Esos beneficios se relacionan al menos con tres aspectos:

* Co-director del Banco de la República de Colombia. Las opiniones que aquí se expresan son de carácter estrictamente personal y no comprometen a la Junta Directiva del Banco de la República.

1. Eliminación de costos por compraventa de monedas.

El primero y más directo de todos es la eliminación de todos los gastos e ineficiencias que conlleva el proceso de compraventa de monedas para todas las empresas y personas naturales que hacen transacciones internacionales o que viajan de un país a otro.

A primera vista, este costo podría parecer pequeño. Sin embargo, su magnitud es gigantesca y viene creciendo de manera exponencial en los últimos años como consecuencia del acelerado proceso de globalización. Según estimativos del Banco Internacional de Pagos y el Fondo Monetario Internacional (**Cuadro 1**), el valor promedio de las compraventas de divisas a nivel mundial pasó de ser 188.000 millones de dólares diarios en 1986 a 1.2 millones de millones de dólares diarios en 1995; esto es, un aumento de más de 500% en apenas nueve años. Suponiendo que el costo de cada transacción de compra-venta en términos de comisiones, pérdida de tiempo, etc., fuera del orden del 0,1%, el costo de no tener una moneda única a nivel mundial sería superior a 1.200 millones de dólares diarios.

Cuadro 1
VALOR PROMEDIO DE LAS COMPRA-VENTAS
DE DIVISAS A NIVEL MUNDIAL 1/
(Miles de millones de dólares y porcentajes)

	1986	1995
Valor estimado total (en US\$miles de millones)	188	1.190
Como porcentaje de:		
Exportaciones mundiales de bienes y servicios	7,4	19,1
Reservas totales sin oro de todos los países	36,7	84,3

1/ Valor promedio diario de las transacciones con divisas de los mercados "spot", "forward" y "swaps", ajustado por doble contabilidad en las transacciones domésticas y en las transnacionales y por estimativos de bajo reporte.

Fuente: Banco Internacional de Pagos y FMI.

Cabe anotar que el aumento en el valor de las transacciones en divisas ha sido enorme, incluso cuando se expresa como porcentaje de los flujos comerciales a nivel mundial o del nivel de las reservas internacionales. De acuerdo con los datos para 1995, las compraventas de divisas que se hacen cada día equivalen a casi 85% de los saldos de reservas internacionales en divisas que tienen en su poder

todos los bancos centrales del mundo. A mediados de los ochenta, ese porcentaje era apenas 37%. Su gran aumento reciente refleja la rápida pérdida de la capacidad de los bancos centrales para regular la oferta y la demanda en los mercados cambiarios.

2. Reducción en los costos del financiamiento internacional.

Un segundo tipo de beneficios de la unificación de monedas es que reduciría enormemente los costos del financiamiento internacional. Al eliminar la incertidumbre que generan los cambios en el valor relativo de las diferentes monedas, se acabaría uno de los factores que afecta la rentabilidad de las inversiones transnacionales y los costos de los créditos externos.

De hecho uno de los principales elementos explicativos de las diferencias en tasas de interés entre países se relaciona precisamente con las expectativas de devaluación de unas monedas con respecto a las otras. Por estas razones, aún descontando el efecto directo de la eliminación de los costos de transacciones por compra-venta de divisas, el financiamiento de la inversión a nivel mundial sería más barato en un contexto de unificación de monedas que en uno en el que cada país cuenta con su moneda propia.

Nuevamente, la magnitud de este efecto ha crecido de manera acelerada con el proceso de globalización de los flujos de capitales en el período reciente. Un buen indicador de este proceso es el valor de las transacciones transnacionales de compraventa de bonos y acciones (**Cuadro 2**). En el caso de Estados Unidos, la compraventa de valores entre residentes y no residentes pasó de representar un 4.2% del PIB en 1975 a más del 150% del PIB en 1996. En Alemania y Japón, los otros países incluidos en el Cuadro, el aumento en la magnitud de esas transacciones transnacionales del mercado de capitales ha sido igualmente impresionante.

Cuadro 2
VALOR DE LAS TRANSACCIONES TRANSNACIONALES
DE COMPRA-VENTA DE BONOS Y ACCIONES 1/
(Porcentajes del PIB)

	1975	1985	1996
Estados Unidos	4,2	35,1	151,5
Alemania	5,1	33,4	196,8
Japón	1,5	63,0	82,8

1/ Valor bruto de las compras y ventas de valores entre residentes y no residentes.

Fuente: Banco Internacional de Pagos (BIS).

En lo que concierne más directamente a América Latina, el financiamiento externo también ha tenido un crecimiento sin precedentes en los últimos años (**Cuadro 3**). Pese a la reducción en los flujos externos hacia la región que se ha presentado desde 1997, se estima que esos flujos serán cerca de 74 mil millones de dólares en 1999, cuando apenas diez años atrás, en 1989, eran inferiores a 14 mil millones de dólares.

Cuadro 3
FINANCIAMIENTO EXTERNO NETO
PARA AMERICA LATINA Y EL CARIBE
(Miles de millones de dólares)

	Inversión Extranjera	Endeudamiento	Total
1989	7,2	6,7	13,9
1997	55,5	40,0	95,6
1999 e	44,6	35,4	73,6

e: Estimado.

Fuente: FMI, World Economic Outlook.

De esta manera, los efectos que podría tener una unificación monetaria en términos de reducción de costos del financiamiento externo, tanto a nivel mundial como para América Latina, son enormemente significativos.

3. Coordinación de políticas macroeconómicas.

El tercer tipo de beneficios de una unificación monetaria a nivel internacional se relaciona con la mayor facilidad que en un contexto de moneda única habría para la coordinación de políticas macroeconómicas entre los diferentes países. Por lo menos, serían muchos los beneficios que se obtendrían al evitar los tremendos ajustes macroeconómicos que usualmente se requieren cuando un país enfrenta cambios importantes en el valor de su moneda frente a las de los países con los cuales mantiene transacciones financieras, comerciales o turísticas.

II. UNIFICACIÓN MONETARIA: ¿PASO PREVIO O CULMINACIÓN DE UN PROCESO DE INTEGRACIÓN?¹

Habiendo planteado varias de las enormes ventajas de una moneda única, la pregunta relevante a mi juicio es si la unificación monetaria constituye un paso en el camino apropiado para la búsqueda de la estabilidad y la eficiencia o si más bien constituye la culminación de esa búsqueda. Mi respuesta personal es absolutamente ecléctica. Todo depende de las circunstancias y de la historia específica de cada país. La unificación monetaria es algo deseable desde muchos puntos de vista como sería también deseable que todos los países del mundo habláramos el mismo idioma. Sin embargo, así como para muchos países tendría costos adoptar el esperanto o el inglés como lenguas oficiales, la unificación monetaria también podría tener costos significativos. Incluso, bajo ciertas circunstancias, esos costos pueden ser mucho mayores que los beneficios.

En este punto es fundamental distinguir entre dos tipos de aproximaciones radicalmente diferentes hacia una moneda única. La primera es la de una moneda única como culminación de un proceso de integración económica de un grupo de países, al estilo de lo que ha sucedido en Europa con la creación del Euro. La segunda aproximación es la de la dolarización, entendida como la decisión unilateral de un país que abandona su propia moneda y adopta una moneda emitida por otro país.

A. Moneda única como culminación de un proceso de integración económica regional.

Personalmente soy muy favorable a la moneda única como culminación de un proceso de integración y creo que en este frente Europa ha hecho un

¹ Parte importante de las ideas de esta sección se basan en el trabajo de Marco Rodríguez, "A note about the current debate on dollarization", Mimeo, Banco de la República, agosto, 1999.

avance fundamental que va a tener repercusiones muy positivas en el futuro. El problema es que una opción como esa aún se encuentra demasiado lejos para América Latina. La razón es que para la creación de una moneda única regional y de un Banco Central supranacional se requiere cumplir varios prerrequisitos, tal como lo ha demostrado la exitosa experiencia europea y como lo preveía la literatura teórica sobre áreas monetarias óptimas (“optimal currency areas”).

De hecho, los prerrequisitos para una unión monetaria regional son fundamentalmente tres²:

1. Integración de los mercados de factores productivos.

El primero es el de un alto grado de integración en los mercados de factores de producción, en particular en los mercados laborales y de capitales. Sólo con el cumplimiento de este prerrequisito se logra que el comportamiento de las economías que se integran monetariamente esté suficientemente sincronizado, de tal forma que los ciclos económicos sean comunes a los países que conforman la unión regional y que la política monetaria única pueda ser diseñada en forma apropiada para esos ciclos.

Esta es una condición que alcanzó Europa Occidental después de muchos años y que a todas luces no se cumple al interior de América Latina ni entre América Latina y los Estados Unidos. En los países de nuestra región, los sistemas financieros nacionales se encuentran poco integrados y en cuanto a los mercados laborales, existen fuertes restricciones al movimiento transnacional de la mano de obra.

2. Integración comercial.

El segundo prerrequisito para una unión monetaria es un alto grado de integración comercial. Pese a los avances notables que se han logrado en este frente en la década de los noventa, la integración comercial aún se encuentra en un nivel muy bajo en América Latina (**Cuadro 4**).

Así, por ejemplo, para 1996, el comercio intrarregional de bienes entre los países de América Latina era menos del 20% del comercio

² A los prerrequisitos mencionados en el texto se podrían adicionar varios más. Peter Kenen, por ejemplo, destaca la importancia de la diversificación de la estructura productiva para los países que entran a una unión monetaria. Ver P. Kenen, “The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View”, en R. A. Mundell y A. K. Swoboda, Monetary Problems of the International Economy, The University of Chicago Press, 1969.

total de esos países. Por contraste, en los países de la zona del Euro ese porcentaje era 51%.

Así mismo, como porcentaje del PIB, las exportaciones (o las importaciones) intrarregionales de los países de América Latina y el Caribe representaban apenas el 3.7% en 1996. Para los países de la zona del Euro esa cifra era el 11.7% del PIB.

Es claro de esta manera que las economías de América Latina son relativamente poco integradas entre sí en términos comerciales y que no cumplen uno de los prerequisites fundamentales de una unión monetaria.

Cuadro 4
COMERCIO INTRARREGIONAL EN EL AREA DEL EURO Y
EN AMERICA LATINA EN 1996

Comercio intrarregional como porcentaje de:	Area del Euro	América Latina y el Caribe
Del comercio total	51,0%	19,3%
Del PIB	11,7%	3,7%

Fuente: FMI

3. Coordinación macroeconómica y fiscal estrecha.

El tercer prerequisite para una unión monetaria es el de una estrecha coordinación macroeconómica y fiscal entre los países, sin la cual sería imposible que operara adecuadamente un Banco Central unificado. Nuevamente, este es un prerequisite que en Europa se materializó en el cumplimiento de los tratados de Maastrich y que en el caso de América Latina resultaría muy difícil de cumplir en el corto o en el mediano plazo, debido fundamentalmente a las grandes desequilibrios fiscales que enfrentan muchos de nuestros países y a la gran disparidad que hay en la región en cuanto a comportamiento de la inflación y de las tasas de interés.

En resumen, la búsqueda de una moneda común en América Latina como resultado de un proceso de integración regional constituye un propósito deseable para el largo plazo –veinte o treinta años-- pero es claramente inviable en el corto o mediano plazo.

B. Dolarización

La segunda opción en la búsqueda de una moneda única es la dolarización, como decisión que puede ser adoptada unilateralmente por cada país.

En los últimos años, muy importantes economistas académicos han recomendado la dolarización de las economías latinoamericanas como una opción válida de política. Algunos de ellos plantean incluso que la renuncia a las monedas nacionales por parte de estos países no debería tener costos importantes, así como no los tiene por ejemplo, el hecho de que los Estados americanos de Texas o de la Florida carezcan de monedas independientes. Al respecto, considero indispensable hacer cuatro distinciones fundamentales entre esos casos y el de cualquier país de América Latina:

1. No se cumplen los prerequisites de una unión monetaria.

La primera tiene que ver con los prerequisites para una unión monetaria, que se cumplen en Texas o la Florida, con respecto al resto de los Estados Unidos. En efecto, al interior de los Estados Unidos la movilidad de factores productivos es muy grande y los mercados de capital y de trabajo son totalmente integrados. La integración comercial entre esos Estados es también muy amplia y la coordinación de políticas macroeconómicas y fiscales es tan intensa como puede serlo en un sistema de unión federal. Ninguna de estas condiciones se cumple entre los países de América Latina y el país del norte.

2. Capacidad de influencia en la política monetaria.

La segunda diferencia tiene que ver con la capacidad de influir en la política monetaria. En las decisiones del Banco de la Reserva Federal de los Estados Unidos participan directa o indirectamente los intereses del conjunto de los Estados que conforman la unión y se tiene en cuenta la coyuntura que atraviesa el conjunto de esa economía, en la cual están estrechamente interconectados todos los Estados. En contraste, el país que se dolariza unilateralmente carece de cualquier injerencia en las decisiones del FED. Esto es particularmente complejo si se tiene en cuenta que los ciclos económicos de los países de América Latina son muy diferentes de los de Norteamérica. Así, por ejemplo, en 1999, los países de nuestra región tienen una recesión generalizada mientras Estados Unidos se

encuentra en auge. Las políticas monetarias apropiadas para uno y otro caso son radicalmente diferentes.

3. Participación en el señoreaje.

La tercera diferencia, íntimamente vinculada con la anterior, es que un país latinoamericano que se dolarice unilateralmente pierde las rentas de señoreaje por emisión de su propia moneda. Para un país como Colombia, el señoreaje ha representado tradicionalmente rentas directas o indirectas para el Estado equivalentes a cerca de un 1% del PIB. Al reducirse la inflación esas rentas serán muy inferiores, pero aún con inflación muy baja podrían representar poco menos de medio punto porcentual del PIB³. En el caso de Argentina se ha planteado por parte de ese país la posibilidad de que ante la eventualidad de una dolarización plena, las autoridades norteamericanas le otorguen una compensación por el mayor señoreaje que obtendría el Banco de la Reserva Federal de los Estados Unidos. Ello sin embargo parece poco viable y la respuesta preliminar del país del norte ha sido negativa. En esto hay obviamente una diferencia entre cualquier país latinoamericano y Texas o la Florida. Estos últimos se benefician directa o indirectamente de todas las rentas del Gobierno y del Banco Central de los Estados Unidos.

4. Supervisión y mecanismos de apoyo al sistema financiero.

La cuarta diferencia es que el sistema financiero de los Estados Unidos está cobijado por una misma supervisión y que todo él tiene acceso a las facilidades del mismo Banco de la Reserva Federal. Ello no es así para el país que se dolariza unilateralmente y queda supeditado a las decisiones de un Banco Central extranjero que va a tener poco o ningún interés por servirle de prestamista de última instancia a los bancos nacionales.

Los puntos anteriores podrían sugerir que soy opuesto a cualquier proceso de dolarización unilateral por parte de un país de América Latina. Ello no es así. El argumento que quiero defender es que la dolarización tiene costos importantes y que esa opción resulta apropiada exclusivamente para los países que por sus condiciones peculiares tengan dificultades para mantener

³ La demanda por base monetaria en Colombia representa en promedio, alrededor de 4% del PIB. Con inflación de un dígito y con tasas de interés nominales de 10%, las rentas de señoreaje serían aproximadamente 0,4% del PIB. Para una discusión sobre la magnitud de las rentas de señoreaje puede verse, Stephanie Schmitt-Grohe y Martín Uribe, "Dollarization and Seignorage: How Much is at Stake?", Mimeo, Rutgers University and University of Pennsylvania, July, 1999

una política monetaria y cambiaria autónoma en condiciones adecuadas. Al respecto, considero relevante destacar dos casos muy diferentes que probablemente cumplen con esas condiciones:

1. El primero es el de países con economías muy pequeñas y muy integradas comercial y financieramente con los Estados Unidos y con el resto del mundo, ejemplo de lo cual sería probablemente Panamá. En una economía con estas características, las posibilidades de una política monetaria y cambiaria autónoma son ciertamente muy reducidas.
2. El otro caso, muy distinto, es el de países en los que por razones históricas se han perdido la confianza del público en la moneda local y la capacidad de las autoridades para hacer una política monetaria activa. Un ejemplo de este tipo de países es probablemente la Argentina. En el caso argentino, el grado de integración financiera y comercial con el resto del mundo, y en particular con los Estados Unidos, es relativamente limitado. Sin embargo, las posibilidades de una política monetaria y cambiaria autónomas se encuentran tremendamente reducidas por la falta de confianza en la moneda local que se generó durante un período muy largo, previo a la instauración del esquema de caja de conversión. En la práctica, Argentina perdió su autonomía monetaria en la época en que se presentaron repetidos brotes de hiperinflación y durante la cual los agentes económicos empezaron a usar el dólar como referente básico para la fijación de precios y salarios. Desde esa época, la demanda por moneda local se redujo drásticamente en términos reales e incluso la capacidad de obtener rentas por señoreaje de manera sostenida se redujeron a un mínimo. Por estas mismas razones, el esquema cambiario de caja de conversión ha tenido efectos estabilizadores benéficos y el paso lógico a seguir podría ser la dolarización total. En el caso argentino la dolarización plena puede ayudar a que se obtengan todas las ventajas de la unificación monetaria, a las que hice referencia al comienzo de esta presentación, con el beneficio adicional de que los costos correspondientes ya han sido asumidos en el pasado.

III. EL CASO COLOMBIANO

Para terminar, quiero decir algunas palabras sobre el caso colombiano, que posiblemente sean válidas también para varios otros países de América Latina.

A pesar de todos sus problemas, Colombia ha logrado históricamente evitar inflaciones excesivas. Desde comienzos de la década de los setenta hasta hace poco tiempo, el ritmo de crecimiento de los precios fue relativamente alto, entre 20% y 30% anual, pero notablemente estable. Además, en el período reciente el ritmo de inflación se ha podido reducir y en este momento se encuentra cerca del 10%, con tendencia hacia la baja. Como consecuencia, las instituciones monetarias tienen un grado de credibilidad significativo.

La política anti-inflacionaria en Colombia se ha basado fundamentalmente en el control de los agregados monetarios y, dentro de los límites que impone la ortodoxia, el Banco Central ha tenido la capacidad para hacer una política monetaria anti-cíclica y para actuar como prestamista de última instancia frente al sistema financiero doméstico en los momentos en que ello se ha requerido.

Por supuesto, la globalización financiera internacional ha influido también sobre Colombia y las políticas monetarias y cambiarias han tenido que ajustarse en los últimos años a las nuevas realidades. Sin embargo, el país ha logrado mantener un grado significativo de autonomía monetaria gracias fundamentalmente a que mantuvo algunas restricciones a los ingresos de capitales de muy corto plazo y a que tiene una política cambiaria bastante flexible, en que la tasa de cambio se ha podido ajustar a los cambios en la coyuntura nacional e internacional.

Específicamente, el régimen cambiario funciona actualmente con un esquema de banda deslizante, al interior de la cual la tasa de cambio oscila libremente. Esa banda es relativamente amplia y permite movimientos de hasta 20% en la tasa de cambio del peso frente al dólar. Por su parte, los niveles piso y techo de la banda aumentan diariamente, con una especie de “crawling peg”, a un ritmo acorde con las metas de inflación establecidas para cada año por el Banco de la República. La banda misma, además, se ha desplazado cuando las condiciones fundamentales de la economía así lo han aconsejado pero evitando, al mismo tiempo, que se presenten sobre ajustes o procesos de “overshooting” como los que suelen caracterizar los regímenes cambiarios totalmente libres.

Gracias a la flexibilidad que tiene el régimen cambiario en Colombia, la tasa de cambio se ha devaluado de manera sustancial como mecanismo de ajuste frente al cambio en las condiciones internacionales. De hecho, la tasa de cambio real del peso frente a la canasta de monedas de los países con los cuales comercia Colombia, ajustada por los índices de precios al consumidor, se ubica actualmente cerca de 30 puntos porcentuales por

encima de lo que estaba en el primer semestre de 1997, antes de que estallara la crisis asiática⁴. Lo que resulta particularmente destacable es que en forma simultánea con esta notable devaluación real, el Banco de la República de Colombia ha logrado mantener un grado importante de control sobre los agregados monetarios y ha contribuido de forma sustancial a la reducción de una de las inflaciones más persistentes del mundo.

Por supuesto, la flexibilidad cambiaria del peso colombiano no ha evitado los costos que en términos de recesión y de desempleo conllevó el ajuste frente a la crisis financiera internacional que se inició en 1997. Esos costos eran probablemente inevitables, máxime cuando Colombia tuvo que enfrentar esa crisis con grandes desequilibrios acumulados en los frentes fiscal y de la balanza de pagos. Personalmente estoy convencido, sin embargo, de que la flexibilidad cambiaria ha ayudado a mitigar esos costos y que ellos habrían sido muy superiores en un esquema de tasa de cambio fija o de dolarización.

Algunos analistas económicos de la realidad latinoamericana como Guillermo Calvo, Robert Barro y varios de los miembros del equipo del economista jefe del Banco Interamericano de Desarrollo⁵ han sugerido la dolarización generalizada para los países de la región. Como se ha visto en esta presentación, personalmente tengo una visión distinta. A mi juicio, la dolarización inmediata, al menos para países como Colombia, sería hacer las cosas en el orden equivocado. La eliminación de las monedas nacionales no debe ser el origen sino la culminación de largos y complejos procesos de estabilización macroeconómica, integración de las economías nacionales y flexibilización de los mercados laborales y de capitales de los países de la región.

⁴ La flexibilidad del régimen cambiario colombiano ha sido destacada incluso por una publicación reciente de la Oficina del Economista Jefe del BID, en la que se muestra que Colombia y México fueron los únicos países de América Latina que permitieron fluctuaciones significativas del tipo de cambio entre mayo de 1997 y octubre de 1998. En Michael Gavin, "Los Bancos Centrales de América Latina: renuentes a reaccionar", *América Latina: Políticas Económicas*, Washington, Vol. 7, 1999.

⁵ Véase por ejemplo el boletín de la Oficina del Economista Jefe del BID mencionado en la nota de pie anterior. Asimismo, Guillermo Calvo, "Testimony On Full Dollarization", Presented before a Joint Hearing of the Subcommittees on Economic Policy and International Trade and Finance, Washington, D.C., april 22, 1999; y R. Barro, "From Seattle to Santiago: Let the Dollar Reign", *Wall Street Journal*, march 8, 1999.