



BANCO DE GUATEMALA

Documentos de Trabajo

CENTRAL BANK OF GUATEMALA

Working Papers

No. 25

**INTEGRACIÓN MONETARIA EN EUROPA Y
CENTROAMÉRICA: ENFOQUE HISTÓRICO
COMPARATIVO DE UN DILEMA DE POLÍTICA
ECONÓMICA***

Año 1993

Autor:

Mario Alberto García Lara

*Trabajo ganador del 3er. lugar, reconocimiento otorgado por el Jurado Calificador del Certamen Permanente de Investigación sobre Temas de Interés para la Banca Central Dr. Manuel Noriega Morales, Edición IV





BANCO DE GUATEMALA

La serie de Documentos de Trabajo del Banco de Guatemala es una publicación que divulga los trabajos de investigación económica realizados por el personal del Banco Central o por personas ajenas a la institución, bajo encargo de la misma. El propósito de esta serie de documentos es aportar investigación técnica sobre temas relevantes, tratando de presentar nuevos puntos de vista que sirvan de análisis y discusión. Los Documentos de Trabajo contienen conclusiones de carácter preliminar, las cuales están sujetas a modificación, de conformidad con el intercambio de ideas y de la retroalimentación que reciban los autores.

La publicación de Documentos de Trabajo no está sujeta a la aprobación previa de los miembros de la Junta Monetaria del Banco de Guatemala. Por lo tanto, la metodología, el análisis y las conclusiones que dichos documentos contengan son de exclusiva responsabilidad de sus autores y no necesariamente representan la opinión del Banco de Guatemala o de las autoridades de la institución.

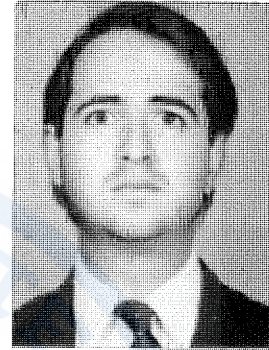
*****©*****

The Central Bank of Guatemala Working Papers Series is a publication that contains economic research documents produced by the Central Bank staff or by external researchers, upon the Bank's request. The publication's purpose is to provide technical economic research about relevant topics, trying to present new points of view that can be used for analysis and discussion. Such working papers contain preliminary conclusions, which are subject to being modified according to the exchange of ideas, and to feedback provided to the authors.

The Central Bank of Guatemala Working Papers Series is not subject to previous approval by the Central Bank Board. Therefore, their methodologies, analysis and conclusions are of exclusive responsibility of their authors, and do not necessarily represent the opinion of either the Central Bank or its authorities.

INTEGRACIÓN MONETARIA EN EUROPA Y CENTROAMÉRICA

ENFOQUE HISTÓRICO-COMPARATIVO DE UN DILEMA DE POLÍTICA ECONÓMICA



Por Mario Alberto García Lara *

*El economista experto ... debe estudiar
el presente a la luz del pasado y
con miras hacia el futuro.*

*John M. Keynes,
Ensayos de Persuasión*

I. INTRODUCCIÓN

Una serie de situaciones económicas adversas y la turbulencia política, acontecidas a finales de la década de 1970 y principios de la de 1980, suscitaron una profunda crisis económica en Centroamérica, lo que precipitó el colapso del Mercado Común Centroamericano (MCCA). La recesión mundial iniciada en 1981, las guerras civiles en Nicaragua, El Salvador y Guatemala, así como los niveles insostenibles de déficit fiscal, inflación y deuda externa en los países del área, se combinaron para producir una drástica caída en el comercio intrarregional. Los niveles de ingreso se desplomaron, lo que también ocurrió con los niveles de reservas monetarias internacionales y de capacidad productiva. Se erigieron barreras unilaterales al comercio. Entre 1980 y 1986, el valor de

las exportaciones intrarregionales se redujo en más del 60 por ciento (cf. *The World Bank*, 1989). Hacia finales de la década de los ochenta, poco quedaba de lo que una vez fuera el promisorio MCCA.

Hoy en día, sin embargo, el proceso de integración económica ha sido resucitado a raíz de sucesivas decisiones de carácter político tomadas por los gobiernos centroamericanos. Por ejemplo, en el marco de una nueva ola integracionista, el Parlamento Centroamericano fue establecido en 1989, y el Plan Económico para Centroamérica (PAECA) fue firmado en junio de 1990. Este Plan está dirigido a sentar las bases para la reactivación y constitución de una comunidad económica regional (cf. INTAL, 1991). El proceso de integración está siendo restablecido bajo la certeza de que los beneficios de un mercado común serán, con toda probabilidad, mayores que sus posibles costos. Se espera que, al expandir el tamaño del mercado, el proceso de integración desviaría relativamente poco comercio en comparación con el que sería creado, mientras que los beneficios derivados de economías de escala serían considerables. El poder de negociación de la región en el ámbito financiero internacional también aumentaría.

* Tercer Puesto, Certamen Permanente de Investigación Sobre Temas de Interés para la Banca Central "Doctor Manuel Noriega Morales" 1992-1993.

Para los encargados de la política económica, resulta

ahora evidente que el modelo de integración económica seguido en el pasado ya no es consistente con la nueva estrategia de desarrollo. Esta estrategia conlleva una mayor inserción dentro de la economía mundial, basada en la consecución de competitividad internacional. Para alcanzar este objetivo, sería necesario no solo eliminar todas las barreras al comercio instituidas durante los años anteriores, sino también incorporar políticas comerciales y financieras adicionales, enfocadas a aumentar el comercio intrarregional y la participación de la comunidad en el comercio mundial. Estas políticas deben concentrarse en la eliminación de barreras al comercio, la solución de deudas intrarregionales, el restablecimiento de un sistema efectivo de pagos y, tarde o temprano, el logro de la integración monetaria. En este sentido, vale la pena mencionar que la creación de una unión monetaria ha sido un objetivo del proceso de integración económica centroamericana desde sus inicios, particularmente desde la creación del Consejo Monetario Centroamericano (CMCA) en 1964 (cf. Card, 1988). De reactivarse ahora el proceso de integración monetaria, junto al de integración comercial, vendría en un momento de gran cambio en la economía mundial. Los mercados financieros internacionales se vuelven cada vez menos regulados. El comercio internacional de bienes y servicios ha aumentado. La economía mundial se ha acercado a un sistema monetario tripolar, con el dólar estadounidense, el marco alemán y el yen japonés como monedas principales. Al mismo tiempo, las negociaciones de libre comercio *multilateral*, como el Acuerdo General de Comercio y Aranceles (GATT), avanzan con extrema lentitud.

El propósito de este trabajo de investigación es examinar la viabilidad de una unión monetaria para Centroamérica y sus orígenes e implicaciones de política económica. Esto será realizado en un contexto comparativo y en uno histórico. Puesto que la experiencia de países menos desarrollados en el área de integración monetaria es muy limitada, el caso de la Comunidad Económica Europea (CEE) se presenta como la alternativa apropiada en cuanto contexto de comparación. Las experiencias de la CEE en materia de integración económica y monetaria son no solo abundantes sino también exitosas, de manera que proporcionan sugerencias valiosas sobre la conveniencia (o inconveniencia) de aplicar algunas de sus políticas a otros procesos de integración. La CEE es el modelo de integración más importante y avanzado y, como resultado parcial de su propio éxito,

se ha fijado nuevas y ambiciosas metas, incluyendo la conformación de una unión monetaria a partir de 1992. Como consecuencia, podemos extraer de este proceso lecciones de gran utilidad para el proceso de integración monetaria centroamericana.

En el enfoque comparativo de este trabajo (Parte II) se intenta extraer esas lecciones mediante una evaluación de los costos y beneficios de una unión monetaria para Centroamérica, y a continuación se analiza el caso europeo, sus políticas, sus logros, y su relevancia para el caso centroamericano.

El enfoque histórico (Parte III) está también basado en la experiencia europea. El análisis histórico se concentra en la manera como la evolución de los tipos de cambio, los mercados financieros y la integración institucional han afectado el proceso de integración monetaria en Europa durante el periodo 1945-1992. Se enfatizará especialmente el análisis de los posibles efectos negativos de la inestabilidad cambiaria sobre el comercio intrarregional.

El cuerpo de trabajo concluye (Parte IV) con la evaluación de los factores institucionales clave que podrían afectar el futuro mejoramiento de la integración monetaria en Europa y en Centroamérica, y su relación con otros asuntos de política económica.

II. EL CONTEXTO COMPARATIVO

A. Evaluación de una unión monetaria centroamericana

1. Condiciones actuales y marco institucional

El marco institucional de la integración monetaria centroamericana empezó a conformarse con la adopción, por parte de los bancos centrales, del acuerdo para el Establecimiento de una Unión Monetaria Centroamericana, firmado en San Salvador en febrero de 1964. El acuerdo establecía los mecanismos y procedimientos para estudiar y crear un programa de unión monetaria. De conformidad con ello, se creaban: 1) *el Consejo Monetario Centroamericano* (CMCA) integrado por los presidentes de los cinco bancos centrales; 2) cierto número de comités para asesoramiento y acción; y 3) una Secretaría Ejecuti-

va (cf. Parke, 1964).

Desde su creación, al Consejo Monetario Centroamericano se le encomendó la toma gradual de medidas tendientes a la creación de una Unión Monetaria Centroamericana (UMCA). Aunque al CMCA le resultó imposible alcanzar esta meta fundamental, logró un considerable éxito en el establecimiento de mecanismos multilaterales de compensación y pagos. Para este propósito estableció el peso centroamericano como unidad de cuenta. Adicionalmente, el CMCA administra la Cámara de Compensación Centroamericana, que tiene por objeto facilitar los pagos intercentroamericanos, mediante el uso de las monedas nacionales de la región, y el Fondo Centroamericano de Mercado Común (FOCEM), instituido para financiar los balances deudores que resultaran de los arreglos efectuados por la Cámara de Compensación Centroamericana. Ambos, la Cámara de Compensación y el FOCEM, luego de dos décadas de exitosa actuación, confrontaron serios problemas durante los años ochenta y hubieron de ser reestructurados. Estos problemas se debieron a que, durante la crisis económica, ningún instrumento de pagos que no fuera el pago en dólares estadounidenses tuvo la aceptación general de los agentes económicos (cf. Balsells, 1990).

Existe otra institución de integración financiera, también fundada en los años sesenta, y cuya solidez fue más duradera: el Banco Centroamericano de Integración Económica (BCIE). Este es una institución financiera regional destinada a la asignación de capital hacia áreas más pobres, a fin de lograr una más equitativa distribución de los beneficios de la integración. Aunque sus logros respecto a este objetivo no son del todo claros, el BCIE ha sobrevivido financieramente y permanece como una institución potencialmente útil para el logro de su propósito inicial.

Pese a los problemas sufridos durante la década pasada, las instituciones financieras de la integración han estado reasumiendo la importancia pretérita a medida que las causas que originaron los problemas están desapareciendo. Con el auspicio de la Comunidad Europea, en septiembre de 1989 se suscribió en San José, Costa Rica, un Acuerdo para el Establecimiento de un Sistema Centroamericano de Pagos, del que han surgido dos nuevos mecanismos de integración monetaria: un nuevo sistema Centroamericano de Pagos (que opera desde noviembre

de 1990) y un Fondo Especial en Moneda Extranjera para favorecer a aquellos países con déficit crónicos en su comercio regional y con menor desarrollo relativo (cf. INTAL, 1991). El nuevo Sistema de Pagos reactiva la Cámara de Compensación, pero con nuevas características que la hacen más aceptable para todos los países miembros. El nuevo Sistema de Pagos presenta algunas ventajas respecto del anterior (cf. Salazar, 1990): desliga del Sistema las antiguas deudas intrarregionales; hace que los bancos centrales sean deudores o acreedores del Sistema y no de otros bancos centrales, evitando así fricciones bilaterales que dañaron a la Cámara en el pasado; y promueve el comercio intrarregional haciendo uso del Fondo Especial en Moneda Extranjera para ayudar a los países a financiar el componente importado de sus exportaciones intrarregionales.

Otras medidas recientes en el área de coordinación monetarias fueron aprobadas en el Plan Económico Para Centroamérica (PAECA). Primero, un acuerdo para establecer un tipo de cambio realista y no discriminatorio entre el peso centroamericano y las correspondientes monedas nacionales. Segundo, el compromiso hecho por Costa Rica, El Salvador y Guatemala de anular la disposición que prohibía la venta de divisas para importaciones provenientes de Nicaragua. Tercero, la promesa de eliminar el requisito de contar con licencias de importación y exportación hacia y desde Centroamérica.

Una política monetaria para cada país que concuerde con esos esfuerzos es el siguiente paso hacia la integración monetaria (cf. INCEP, 1990). Dicha política debe estar dirigida a evitar cualquier sobrevaluación o subvaluación del tipo de cambio de cualquier país miembro. Así se eliminarían distorsiones en el mercado regional y se minimizarían los flujos especulativos de capital. Debe hacerse notar que, pese al decaimiento, en los años ochenta, de las instituciones encargadas de la integración monetaria, los países han adoptado lineamientos de política monetaria y cambiaria bastante uniformes, resultantes de negociaciones con la comunidad financiera internacional derivadas de las crisis financieras y de la deuda. Los países del área han empezado a establecer, en mayor o menor grado, políticas cambiarias orientadas al mercado. Por lo tanto, el objetivo de que los cinco países adopten un tipo de cambio común, no parece imposible de lograr en el mediano plazo.

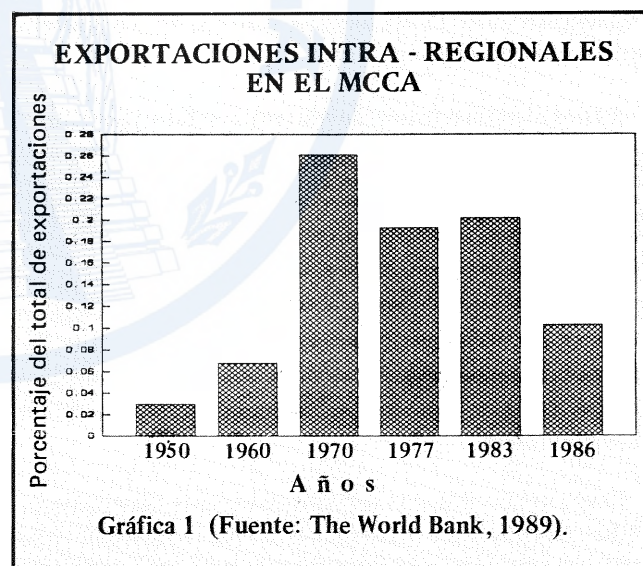
Finalmente, dentro del marco de los acuerdos para reestructurar, fortalecer y activar el proceso de integración regional, los bancos centrales de Guatemala, El Salvador y Honduras, han iniciado un proceso de negociación para evaluar la posibilidad de integración de los sistemas financieros en Centroamérica. Para el efecto, se han propuesto analizar, como un primer paso, los requisitos y el marco legal vigentes para el establecimiento de sucursales de instituciones financieras de un país en otros de la región, con el propósito de tener un procedimiento expedito, eficiente y simétrico (cf. Linares, 1992).

2. Probables beneficios

La integración monetaria ofrece ventajas para el progreso económico de Centroamérica. Con sistemas monetarios separados es probable que dentro de la región aparezcan obstáculos al libre comercio, a la inversión y a la integración en general. En particular, cuando uno o varios países de la región enfrenten problemas de inflación, dificultades en la balanza de pagos o movimientos divergentes de precios y costos, es posible que, en ausencia de un sistema monetario regional integrado, surjan presiones para establecer restricciones cambiarias, para limitar el flujo comercial o para devaluar. Estas acciones interfieren con el libre comercio y, por ende, con el proceso de integración. La integración monetaria, por el contrario, podría estimular el comercio, la inversión y otras transacciones entre los países, facilitaría el movimiento de factores y sería un estímulo psicológico a la integración económica y política. Formalmente, los principales beneficios que se podrían derivar de la integración monetaria se pueden agrupar de la manera siguiente:

a) Comercio intrarregional. La Unión Monetaria provocaría la eliminación de la variabilidad en los tipos de cambio entre los países socios, lo cual conduciría a un aumento en el volumen de comercio intrarregional, pues habría sido eliminada una fuente de incertidumbre. Aunque la teoría pura del comercio internacional podría sugerir que los patrones competitivos de producción de los países centroamericanos tenderían, supuestamente, a frenar la creación de comercio, la experiencia histórica, por el contrario, demuestra que, desde los inicios del MCCA, los cinco países alcanzaron un alto grado de integración comercial. Ni siquiera la guerra entre El Salvador y Honduras, en 1969, ni la guerra civil en Nicaragua, en 1979, lograr mermar substancialmente el comercio intra-

regional. No fue hasta cuando ocurrieron una serie de restricciones cambiarias y devaluaciones en algunos países del área, que culminaron con el inicio en Costa Rica de un programa de minidevaluaciones, en 1983, que el comercio intrarregional se desplomó (ver gráfica 1). Luego, uno de los beneficios (quizá el principal de ellos) de la Unión Monetaria consiste en que el comercio entre los miembros del MCCA se vería libre de incertidumbres cambiarias. La supresión de los costos de transacción asociados con operaciones cambiarias también beneficiaría el comercio intrarregional. Por tanto, el principal beneficio de una unión monetaria es el incremento de comercio derivado de la eliminación de los costos y de la incertidumbre ocasionados por las fluctuaciones en los tipos de cambio. Tales fluctuaciones inhiben a las empresas de comprar insumos importados de otros países del área, ya que los movimientos repentinos del tipo de cambio en la dirección equivocada podrían eliminar las posibles ganancias de la operación. Así, la eliminación de las fluctuaciones cambiarias reduciría el grado de incertidumbre sobre el valor de las transacciones intrarregionales y, por lo tanto, promovería el comercio en el mercado común.



b) Eficiencia y competitividad. En ausencia de una unión monetaria, los inversionistas se ven frecuentemente confinados a operar dentro de un solo país, debido a riesgos y restricciones cambiarias. En tal situación, es muy probable que las inversiones se dirigirían a proyectos con retornos cada vez más bajos. En este sentido, una unión monetaria tendería a mejorar, en general, la asig-

nación de recursos en la región, permitiendo que los inversionistas busquen los proyectos más productivos dentro de la región. Por lo tanto, la unión monetaria contribuiría a mejorar la asignación de recursos a medida que el tamaño del mercado aumenta. Los consumidores se beneficiarían de una mayor competencia, mientras que la reducción en los costos de las transacciones contribuiría a lograr una mayor eficiencia en el mercado. Con la integración monetaria, las transacciones comerciales se abaratarían, ya que desaparecerían los costos asociados con el mantenimiento de monedas separadas, derivados del cálculo del tipo de cambio, de la necesidad de protegerse contra el riesgo cambiario y del cambio físico de una moneda por otra. Al eliminar los costos extra asociados con el comercio fronterizo, aquellas empresas con economías de escala estarían en posición de producir a niveles más altos de eficiencia.

c) Inversión y crecimiento. La desaparición de riesgos cambiarios dentro de la región y la mayor libertad en los movimientos de capitales dentro de la unión monetaria, llevarían a los inversionistas a considerar las posibilidades regionales de inversión, que entonces se habrán expandido. Además, los inversionistas financieros pueden verse incentivados a repatriar sus capitales y usarlos en inversión regional, complementando así los recursos domésticos. Esto es particularmente significativo para aquellos países de la región que han experimentado severas restricciones cambiarias. La integración monetaria, pues, podría promover la inversión en la región al reducir los riesgos de inversión, al igualar las tasas de interés entre los países y al reducir los costos de las transacciones intrarregionales. En el largo plazo, si la unión monetaria promueve el crecimiento económico a causa de una mayor inversión y una mejor asignación de recursos, el nivel de ingreso per cápita se vería aumentado, lo que conduciría a obtener niveles más altos de ahorro.

d) Consolidación de riesgos. La creación de una unión monetaria disminuiría el grado en que las economías están expuestas a *shocks* de origen externo: "un área monetaria alcanza economías de escala en el manejo de las reservas internacionales debido a que los *shocks* externos tienden a anularse unos con otros de acuerdo a la ley de los grandes números" (cf. Christie y Fratiani, 1979). Esto es particularmente importante para economías como las centroamericanas, las cuales tienden a producir una gama relativamente poco diversificada de productos, con una

concentración relativamente grande de bienes transables. Los *shocks* externos tienden a ejercer un mayor impacto sobre este tipo de economías del que tendrían sobre países más grandes. Como ya se dijo, la formación de una unión monetaria podría reducir (aunque quizá no eliminar) dichos riesgos mediante su consolidación.

e) Liquidez de moneda dura. La adopción de una unión monetaria incrementaría la disponibilidad de moneda para ser usada en el comercio intrarregional, sin que los países miembros tengan que recurrir al uso de sus reservas de moneda "dura". La reducción en el uso de divisas beneficiaría a los estados miembros, aumentando sus flujos comerciales y su capacidad internacional de pagos.

f) Otros beneficios. i) La unión monetaria acelera el camino hacia la coordinación de políticas económicas en otras áreas (como la fiscal) que son críticas para acelerar la integración económica. ii) La unión monetaria proporciona la oportunidad de construir una nueva reputación de estabilidad monetaria, si los bancos centrales de los países miembros establecen esta como su tarea prioritaria. Dada la importancia de la credibilidad y las expectativas en la lucha contra la inflación, este sería un beneficio muy importante. iii) La unión monetaria le daría a Centroamérica una "identidad monetaria" (cf. Cobham, 1989), y permitiría aumentar la importancia de Centroamérica en el ámbito financiero internacional, acrecentando su poder de negociación ante los organismos internacionales y ante otros bloques comerciales; este hecho tiene una particular relevancia a la luz de las tendencias recientes de la economía mundial hacia la formación de bloques de libre comercio. iv) Finalmente, puesto que el mantener monedas separadas podría fomentar los nacionalismos económicos y, por el contrario, una unión monetaria podría ayudar a promover la noción de un destino económico común, la integración monetaria se presenta como un vehículo hacia la integración política del área, una esperanza largamente acariciada por muchos centroamericanos.

3. Probables riesgos y costos

a) Pérdida del tipo de cambio como instrumento. La unión monetaria impide que el tipo de cambio se pueda usar como una herramienta de política económica para contrarrestar los efectos de *shocks* adversos a la demanda y oferta de productos centroamericanos. Los tipos de

cambio flexibles también son necesarios para promover, en el corto plazo, las exportaciones extrarregionales, lo que constituye un elemento fundamental en la nueva estrategia de integración. Existe un conflicto, entonces, entre la estabilidad cambiaria requerida para promover el comercio intrarregional y la flexibilidad cambiaria que promovería, en el corto plazo, las exportaciones afuera del área. El reto consiste en cómo hacer compatible una política de promoción de exportaciones y fortalecimiento de la balanza de pagos con otra de tipos de cambio intrarregionales fijos. Una solución, sugerida por Bulmer-Thomas (1988), entre otros, sugiere operar un tipo de cambio de doble relación que establezca metas para los tipos de cambio aplicados al comercio intrarregional, pero que sea flexible en relación con el comercio extrarregional. No debe olvidarse que una unión monetaria aun permite cambios en el tipo de cambio *regional* en relación con el resto del mundo. Por otro lado, los cambios en la competitividad, es decir en el tipo de cambio *real*, son aun posibles entre los miembros de la unión monetaria. Ejemplos de federaciones y confederaciones de estados demuestran que esto es no solo posible, sino deseable. Sin embargo, para que tales cambios en competitividad se produzcan, la flexibilidad en los precios y los salarios es una condición necesaria (cf. CEC, 1990). Un aspecto adicional que debe ser considerado es que las pequeñas economías centroamericanas carecen de la capacidad para alterar los precios internacionales de los bienes y servicios transables. Este factor implica que las políticas de desviación del gasto (tales como la devaluación) no son medios muy efectivos para corregir los déficit comerciales, los cuales requieren, en cambio, de modificaciones en la absorción doméstica. Se acepta ampliamente que la sobrevaluación del tipo de cambio es solo un síntoma, y no la causa, de la falta de competitividad. Las causas subyacentes de la falta de competitividad son de tipo estructural (por ejemplo, limitada capacidad productiva, baja productividad, alto grado de especialización) y de tipo institucional (por ejemplo, sistemas rígidos de crédito, estructuras fiscales que promueven la mala asignación de recursos, prácticas laborales restrictivas). Tales problemas deberían ser remediados sin importar el tipo de cambio bajo el cual se esté operando.

b) Pérdida de autonomía monetaria. Dentro de una unión monetaria, la política monetaria de una país está limitada a perseguir el objetivo de mantener su tipo de cambio fijo en relación con las otras monedas de la unión.

La pérdida de control sobre la política monetaria implica una pérdida de control sobre la tasa de inflación y una pérdida de los ingresos de señoreaje. Sin embargo, aun cuando la restricción impuesta sobre la política monetaria puede percibirse como una desventaja, la *disciplina* impuesta sobre los países miembros por la unión monetaria puede ser ventajosa.

La percepción de que la política monetaria tiene la habilidad (real o no) de estabilizar la economía, se arguye como una razón en contra de la integración monetaria y en favor de mantener una política monetaria independiente. Sin embargo, si el factor trabajo se moviliza libremente dentro de la región integrada, la política monetaria no tendría porqué ser independiente. Del mismo modo, aunque la política monetaria pueda estimular la actividad real en una economía cerrada, la movilidad de capitales hace que tal estímulo sea imposible. Por ejemplo, supóngase que Nicaragua padece una depresión económica mientras que Guatemala está en auge, y que las tasas de interés son iguales en ambos países. Si el Banco Central de Nicaragua usa la política monetaria en un esfuerzo para estimular la producción doméstica, ello ejercería una presión a la baja sobre las tasas de interés nicaragüenses. Si existe movilidad de capitales, las tasas más bajas en Nicaragua harán que se fuguen capitales, contrarrestando cualquier estímulo real a la economía. Así, la existencia de movilidad de factores (capital y trabajo) reduce la efectividad de perseguir una política monetaria independiente (cf. Mundell, 1968).

Otro obstáculo a la integración monetaria, pero en la etapa más avanzada de adopción de una moneda común, es el problema "simbólico" de perder el signo monetario nacional. En este caso, "simbólico" no debe ser tomado como sinónimo de falta de importancia. Como afirma Charles Goodhart (1990): "Después de todo, la bandera nacional no es otra cosa que un símbolo. Aun así, reemplazarla por alguna otra más atractiva combinación de colores desataría profundas pasiones". Además, un problema menos simbólico de la adopción de una moneda común sería el ocasionado por los efectos que tal proceso ejercería sobre los contratos domésticos existentes denominados en unidades de cuenta nacionales.

c) Limitaciones a la política fiscal. La unión monetaria ocasiona la pérdida de la habilidad de devaluar, como un instrumento para absorber *shocks* externos, lo que, a su

vez, puede limitar la libertad de acción de la política fiscal. La política fiscal es un recurso al cual se debe acudir cuando un *shock* externo que no puede ser absorbido por medio de devaluaciones causa desempleo y, por lo tanto, obliga a la autoridad fiscal a inyectar recursos, en forma de gastos contra la recesión. Sin embargo, el hecho es que, para restaurar la competitividad, el costo unitario del trabajo en los bienes transables debe disminuir, no importa qué instrumento de política (devaluación, control de salarios o política de ingresos) sea utilizado para realizar el ajuste. En todo caso, la ayuda de la política fiscal será necesaria para absorber el *shock*, cualquiera sea el régimen cambiario. En este sentido, la unión monetaria no tiene por qué afectar la elección de política fiscal. Una forma más plausible en que la unión monetaria puede restringir el uso de la política fiscal, es limitando los déficit fiscales a un nivel que no cause déficit en cuenta corriente por la vía del endeudamiento excesivo. Esta limitación significa que los gobiernos perderían considerable control sobre su política fiscal. No obstante, la experiencia reciente de los países centroamericanos es que los gobiernos que no se disciplinan a sí mismos terminan por tener que aceptar una estricta vigilancia y unas condiciones por parte del Fondo Monetario Internacional. En la práctica, por tanto, hay muy poca libertad fiscal que perder al integrarse en una unión monetaria.

d) Equidad entre los países participantes. Después de lograda la integración monetaria, pueden persistir diferencias de la productividad entre países y regiones; el precio del trabajo en países deficitarios puede no caer respecto a los salarios en países superavitarios, lo cual impediría reflejar los menores niveles de productividad de aquel; además, los flujos de capital pueden acentuar los desequilibrios comerciales. Es casi seguro que el tipo de cambio que equilibre la balanza de pagos de la región como un todo, no logre equilibrar la posición externa de cada país miembro. Esto puede resultar en serias distorsiones, ya que el tipo de cambio común tendería a favorecer a los países miembros más fuertes. La cuestión es, pues, cómo darles a los países más débiles seguridad contra su temor de que la unión monetaria pueda agravar sus dificultades económicas. El reto es organizar un mecanismo de redistribución que compense a los países que estén *temporalmente* deprimidos o sin competitividad, para que puedan aplicar los ajustes de tipo de cambio que les permitan mejorar su condición. Por ejemplo, los países débiles podrían usar incentivos fiscales para atraer

capitales, u ofrecer tasas de interés más bajas para iniciar proyectos (cf. Gosh, 1984). Tales incentivos serían removidos gradualmente, a medida que los países alcancen una infraestructura más balanceada.

e) Costos de transición. Un cierto grado de inestabilidad podría derivarse de los ajustes (reducción de los déficit fiscales y de la inflación) necesarios durante la transición hacia la unión monetaria, especialmente para aquellos países menos preparados para hacerlo. Es también probable que surjan costos temporales ocasionados por la reasignación de recursos. Algunos productores perderán, particularmente aquellos incapaces de sobrevivir a la intensificación de la competencia derivada de la unión monetaria. Puesto que la mayoría de estos costos temporales se presentarían en las primeras etapas del proceso, mientras que algunos de los beneficios más importantes surgirían solo en las etapas más avanzadas, se presenta un elemento en favor de acortar la duración del periodo de transición entre las etapas iniciales y las finales de la integración monetaria (cf. CEC, 1990).

f) Fijar un tipo de cambio común. Cuando la mayor parte de los tipos de cambio son estables (como sucedía en el sistema de Bretton Woods), los países pequeños pueden ejercitar la flexibilidad cambiaria como una política exitosa. Pero cuando los tipos de cambio son volátiles (como lo han sido desde 1971), los países pequeños tienen que fijar el cambio de sus monedas en función de una moneda convertible o de una canasta de monedas. Fijar el tipo de cambio, en un área de integración monetaria, según el de una sola moneda extranjera implica costos de mantener reservas e implica que las variaciones en el tipo de cambio efectivo serán causadas principalmente por factores externos a la región misma. Por otro lado, fijar el cambio según el de una canasta de monedas (como el DEG) podría reducir la varianza del tipo de cambio efectivo, si el patrón de comercio de la región se aproxima a la ponderación de las monedas en la canasta. Sin embargo, ello no evitaría ni la necesidad de usar una sola moneda de intervención, ni la variabilidad exógena del tipo de cambio. El patrón de comercio de la región centroamericana sugiere que fijar la paridad de la moneda regional en razón del dólar de los Estados Unidos podría reducir la varianza del tipo de cambio más de lo que resultaría de establecer la paridad con una canasta de monedas tal como el DEG. También reduciría el costo de cálculos frecuentes y de comunicaciones que

la segunda alternativa entraña. Una tercera opción, sugerida por Leipziger (1976), involucra una tercera moneda diferente de la paridad tradicional, la cual introduciría, supuestamente, más estabilidad al tipo de cambio. Para Centroamérica, eso significaría considerar no solo el dólar estadounidense, sino también alguna otra moneda convertible (quizá el marco o el yen) para fijar el tipo de cambio. La viabilidad de este mecanismo "bimetálico", el cual implica una necesidad adicional de reservas y líneas de crédito, queda como un asunto a ser evaluado en el futuro. En todo caso, la tarea más difícil al fijar la paridad de la moneda regional respecto a una moneda de reserva, es la selección del tipo de cambio que reconcilie el objetivo de estabilidad regional con el de competitividad internacional. Esta tarea incluye el diseño de un mecanismo para la determinación conjunta de futuros ajustes al tipo de cambio.

g) Otros obstáculos y riesgos. Para que la unión monetaria funcione con propiedad, el MCCA debe ampliar sus alcances, trasladándose de su estado actual, que busca la unión aduanera, a una búsqueda de una verdadera comunidad económica. El reto consiste en instalar un mecanismo que permita el libre movimiento de capitales y trabajo, simultáneamente con la implementación de la integración monetaria. Otro obstáculo es que, a pesar de contar con un conjunto de instituciones e instrumentos monetarios dentro del MCCA (el Consejo Monetario, el Banco Centroamericano, la Cámara de Compensación, el Fondo de Estabilización, etc.) en la práctica todos ellos tienen poco poder. Deben realizarse, pues, esfuerzos decisivos para fortalecer la coordinación y la expansión de esas instituciones. Finalmente, existe un riesgo latente en cualquier unión monetaria y es que tanto la política cambiaria conjunta como, eventualmente, la moneda común, puedan ser manejadas erróneamente, lo cual sería aun más peligroso que el mal manejo aislado de cualquier moneda nacional.

B. La integración monetaria europea

1. Logros y límites

a) El Sistema Monetario Europeo

Como en el caso de Centroamérica, la integración monetaria también ha sido un objetivo de la Comunidad

Económica Europea (CEE) desde su creación en 1957. Como en Centroamérica, este objetivo fue solamente vagamente perseguido en los primeros años del proceso. Durante esa etapa el sistema de Bretton Woods, que establecía tipos de cambio fijos, permitió a la CEE desarrollarse exitosamente sin hacer ningún intento deliberado por lograr la unión monetaria. Sin embargo, la crisis monetaria al inicio de los años setenta llegó a la anulación de la convertibilidad en oro del dólar y a la flotación, en primer lugar, del florín y del marco. Esta situación generó presiones para que se formara un sistema monetario conocido como el *túnel* y, más tarde, como la *serpiente en el túnel*, que era una forma leve de zona monetaria flotante (cf. Devinney y Hightower, 1991). La figura de la *serpiente en el túnel* representaba a las monedas de los países miembros del sistema en su conjunto (la serpiente), fluctuando entre límites superiores e inferiores predeterminados (el túnel). El fracaso parcial de este mecanismo durante los turbulentos años setenta, obligó a un renovado esfuerzo por establecer una Unión Monetaria Europea (UME).

Como resultado, el Sistema Monetario Europeo (SME) fue establecido en 1978. El SME es una nueva forma de la antigua *serpiente*, que impone condiciones cambiarias menos restrictivas a las monedas participantes. Puesto que el SME se basa en la Unidad de Cuenta Europea (ECU) y no en una paridad directa con el dólar, es menos probable que presiones provenientes de terceras monedas (dólar, yen) puedan causar dificultades al mantenimiento de paridades más estables dentro de la CEE. La ECU se basa en una canasta compuesta por nueve de las monedas participantes en el Sistema, cuya tasa central o valor de referencia es fijado por las fuerzas del mercado. La ponderación de cada moneda dentro de la canasta ECU es ajustada cada cinco años. El valor de mercado de cada moneda respecto a la ECU en un momento dado se obtiene mediante la conversión de los diferentes componentes de la canasta en la moneda deseada. En esos valores se ha basado, hasta la fecha, la coordinación de la política cambiaria de la CEE, la que tiene como principal misión el mantener una política de tipos de cambio fijos dentro de la Comunidad.

El SME es considerado generalmente como un sistema monetario exitoso. Sus logros pueden ser medidos de acuerdo con su capacidad para alcanzar sus dos grandes objetivos. El primero de ellos es la meta específica de crear una zona de estabilidad monetaria en Europa, lo

cual, con algunos tropiezos, ha sido conseguido. Esta meta se ha logrado manteniendo el tipo de cambio de mercado dentro de márgenes dados alrededor de tasas centrales, no modificando el tipo de cambio a menos que exista un acuerdo con los otros participantes. El Sistema ha contribuido a disminuir la tasa de inflación promedio, reduciendo los diferenciales de tasa de inflación entre los países europeos, así como preservando el libre comercio a pesar del creciente desempleo en Europa y de las presiones por incrementar el proteccionismo. También existe una tendencia decreciente a hacer cambios en las paridades monetarias del SME, ya que los países miembros han encontrado que las devaluaciones conducen solo a mejoras temporales en su competitividad y a mayores presiones inflacionarias (cf. Pöhl, 1990). El segundo objetivo del SME fue la intención de revivir el ímpetu que mostraba el proceso mismo de integración europea. De hecho, ha habido un rápido crecimiento de la cooperación entre los países del SME, el cual ha trabajado como un tipo de cambio fijo-pero-ajustable de una forma más eficiente de como lo hicieran el sistema del *túnel* y el de la *serpiente*. La evidencia empírica obtenida en varios estudios (vid. Russo y Tullio, 1988) indica que la variabilidad de los tipos de cambio reales y nominales dentro del Mecanismo de Tipos de Cambio (ERM) de la CEE ha declinado durante los años de vigencia del SME. La estabilidad de las monedas del ERM contrasta con la mayor variabilidad que muestran las monedas no pertenecientes a dicho mecanismo. Esto evidencia la efectividad del ERM en alcanzar tipos de cambio más estables.

Este éxito del SME puede atribuirse al uso continuado de tres prácticas importantes dentro del Sistema (cf. Padoa-Schioppa, 1990). La primera, la atinada mezcla de reglas y discreción por medio de la cual se administra el Sistema. Las reglas se aplican al manejo de los tipos de cambio, y la discreción gobierna el momento en el cual son hechos los realineamientos en las paridades. La segunda, que las tasas centrales son determinadas mediante una decisión colectiva (aunque comúnmente bajo el liderazgo de Alemania). La tercera, la interacción positiva entre la política cambiaria y otras políticas (reales y monetarias) a que da lugar el SME. Es importante destacar también el papel que Alemania ha jugado como el líder del sistema monetario. A la política monetaria alemana debe acreditársele mucho del éxito obtenido por el SME, tanto por la habilidad de este país para mantener la competitividad de sus exportaciones con una moneda

fuerte, como por su independencia con respecto del gobierno federal y por su disposición a exportar capitales hacia aquellos países miembros que muestren estabilidad y políticas consistentes.

Como resultado en parte del éxito del SME, la CEE se impuso, a finales de la década de los ochenta, nuevos objetivos que debían ser alcanzados a partir del año 1992: el desmantelamiento de todas las barreras a la libre circulación de bienes y servicios, y la completa liberalización del movimiento de capitales. Para ejecutar dicho programa, resultaba obvio que se debían superar varios obstáculos. Primero, el SME necesitaba aun algunos realineamientos cambiarios adicionales. Segundo, durante el periodo de vigencia del SME, la relación entre el crecimiento de la oferta monetaria y la inflación se había vuelto más errática: la inflación monetaria era ahora menos predecible (cf. Devinney y Hightower, 1991). Tercero, el ajuste (alto pero no total) de los tipos de cambio había inducido distorsiones dentro de la CEE: Alemania era el país dominante tanto en el campo comercial como en el de la política monetaria (cf. Cobham, 1991). Cuarto, algunas diferencias en tasas de interés persistían dentro del SME; estas diferencias eran el resultado de diferencias institucionales en los mercados financieros entre los países miembros. Quinto, si el SME no era mejorado, emergería una contradicción entre las metas de integración comercial completa, completa movilidad de capitales, tipos de cambios fijos y autonomía nacional en la conducción de la política monetaria. Estas cuatro metas no podían coexistir y al menos una de ellas debería ser sacrificada (cf. Padoa-Schioppa, 1990). Todas estas condiciones apuntaban a una solución que debía incluir una forma más avanzada de unión monetaria.

b) El Plan Delors y el Tratado de Maastricht

En consonancia con esas preocupaciones, en abril de 1988 el Comité Delors publicó su plan para el establecimiento de una unión monetaria europea completa. El objetivo del Plan Delors era la introducción de una moneda común en Europa. Esta meta debía alcanzarse después de un periodo de transición de duración no especificada, durante el cual las economías de los países debían converger, particularmente en lo relativo a sus tasas de inflación. El programa de unión monetaria gradual propuesto por el Plan Delors intentaba crear las condiciones que harían evolucionar naturalmente los sis-

temas monetarios nacionales hacia un área de moneda común, de forma que los costos del proceso fueran minimizados (cf. Giovannini, 1991). El Plan Delors contenía tres etapas principales: (1) la inclusión de todos los estados miembros de la CEE dentro del Mecanismo de Tipos de Cambio del SME y la expansión del papel del Comité de Gobernadores de Banca Central en la coordinación de políticas; (2) el establecimiento de la estabilidad de precios, la ejecución centralizada de las políticas monetaria y cambiaria dentro del Sistema Europeo de Bancos Centrales y la coordinación de políticas bancarias y económicas en general; (3) la transferencia total de autoridad monetaria hacia el Sistema Europeo de Bancos Centrales (esta sería una etapa de moneda común).

En este contexto, el Plan Delors apuntaba al logro de la convergencia monetaria por medio de un conjunto de reformas, a saber: (1) el aumento en la coordinación de las políticas monetarias mediante la participación del Comité de Gobernadores de Banca Central y del Sistema Europeo de Bancos Centrales; (2) la liberalización de los mercados financieros y la finalización del programa de mercado interno, para facilitar la creación de una *zona monetaria óptima* caracterizada por una alta movilidad de bienes y factores; (3) un techo a los niveles de déficit fiscal, para asegurar una mezcla coherente de política monetaria y fiscal a lo largo de la CEE, pese a que la política fiscal quedaría como responsabilidad de cada estado.

El Plan Delors, sin embargo, no llegaba a describir explícitamente qué debían hacer las autoridades monetarias en cada etapa del proceso. En particular, no se descartaban los realineamientos cambiarios en las primeras dos etapas, si ocurría alguna "circunstancia excepcional". Más aun, no había ninguna descripción de lo que ocurriría con las políticas monetarias durante la segunda etapa, ni de cuáles serían las funciones específicas del Sistema de Bancos Centrales. Pese a estas imprecisiones, el Plan Delors se utilizó como base de negociación en la reunión cumbre celebrada en la ciudad holandesa de Maastricht, de la cual surgió un tratado para la unión monetaria y económica, cuyo texto es aun más impreciso, aunque más flexible, que del Plan Delors. Este resultado fue inevitable tomando en cuenta la diversidad de los intereses en juego y la complejidad de una unión económica y monetaria.

En septiembre de 1992, cuando el Tratado de Maastricht tenía poco tiempo de haber entrado en vigencia, se desencadenó una severa crisis cambiaria dentro del SME. La libra esterlina tuvo que ser retirada del mecanismo de cambios (ERM), luego de que una andanada extraordinaria de ventas dejó sin otra opción a las autoridades británicas; más tarde Italia también retiró la lira del ERM y España devaluó la peseta en 5% (cf. *The Economist*, 26/IX/92). Las víctimas de la crisis fueron justamente las monedas que en los mercados eran consideradas "débiles". La principal causa de la crisis se puede identificar en el proceso de unificación de Alemania, ya que la absorción de la parte oriental por la occidental constituyó un *shock* enorme al sistema de paridades fijas del ERM. Con ella, los productores alemanes vieron aumentar su demanda; esto creó presiones inflacionarias. El gobierno alemán aumentó su déficit, lo cual alarmó a las autoridades del Bundesbank, así que las tasas de interés fueron aumentadas. Puesto que el marco alemán es el ancla del ERM (y, por tanto, nadie espera que se devalúe) ningún país puede mantener sus tasas de interés por debajo de las alemanas durante mucho tiempo. Si los países no pueden o no quieren subir sus tasas de interés para no deprimir su actividad económica, entonces su única respuesta ante la fuga de capitales hacia Alemania es la devaluación.

Al momento de finalizar esta investigación, y como consecuencia de la crisis arriba descrita, el SME se enfrenta a una prueba que pone en duda toda la estructura sobre la que se construye la futura unión monetaria europea, la cual apenas unas semanas atrás, se observaba como un hecho seguro. La ironía es que son precisamente las crisis cambiarias, como la de septiembre de 1992, las que supuestamente se evitarían con la adopción de una moneda común.

2. La experiencia europea: lecciones para Centroamérica

El principal objetivo de la cooperación monetaria entre un grupo de países (tales como los que conforman la CEE o el MCCA) cuyas economías e instituciones están cercanamente ligadas, es impulsar la integración comercial y promover la estabilidad de precios. En Europa, la necesidad de una más completa unificación monetaria surgió de la percepción de que esta sería el instrumento

ideal para lograr la convergencia económica con bajas tasas de inflación. Por ello, un futuro banco central europeo, propuesto ya en varias ocasiones, habría de estar regido por algunos principios importantes: estabilidad de precios como una prioridad de política monetaria, independencia respecto al gobierno y no financiación de los déficit fiscales.

Puesto que los países centroamericanos también están buscando una mayor convergencia económica y menores niveles de inflación, los principios mencionados constituyen asimismo una base estable sobre la cual construir una futura autoridad monetaria centroamericana. Para ello precisa que exista un apoyo generalizado a las políticas antiinflacionarias que persigan las autoridades monetarias en la búsqueda de la convergencia económica. En Europa, por ejemplo, tanto la clase política como los líderes sindicales han llegado a comprender que la inflación causa más daño que bien. Esta percepción facilitó la aceptación, por todos los países, del objetivo de estabilidad de precios acordado en Maastricht.

También importa derivar de la experiencia europea que el movimiento hacia la unión monetaria ha sido impulsado no solo por razones económicas, sino también políticas. Así, los impulsores de la UME han considerado políticamente conveniente que una autoridad monetaria común pueda limitar la capacidad de los gobiernos de perseguir políticas inflacionarias y, sobre todo, que una moneda común pueda acelerar la unificación política de Europa, la cual, a su vez, resultaría en una mayor centralización y control de las políticas fiscales (cf. Kahn, 1991).

Con respecto a la puesta en marcha de la integración monetaria, la experiencia de la CEE sugiere que la elección del sistema monetario óptimo sería una mezcla equilibrada entre un sistema de tipos de cambio fijos y un sistema de tipos de cambio con ajustes programados (*crawling-peg*). El sistema de tipos fijos sería óptimo para promover la disciplina macroeconómica, pero podría distorsionar la competitividad y crear desequilibrios comerciales. Por otro lado, el *crawling-peg* equilibraría los tipos de cambio y preservaría la competitividad, pero podría minar la disciplina macroeconómica. El SME ha sido aceptablemente exitoso en la promoción del balance necesario entre ellos, aunque al precio de tener que ceder el liderazgo al Bundesbank.

El SME ha demostrado ser un mecanismo de convergencia, pero las crecientes necesidades del mercado europeo demandan un nuevo marco institucional para la integración monetaria. Una de las limitaciones de un sistema como el SME, de particular relevancia para el caso centroamericano, es que requiere, para su estabilidad, de la convergencia gradual y coordinada de las tasas de inflación de los países miembros. Esto resulta difícil para aquellos países que toleran voluntariamente tasas de inflación moderadamente altas como un recurso para financiar el gasto público (impuesto inflacionario), debido a que otras formas de tributación son más costosas de percibir o son políticamente inconvenientes. Parece que una solución satisfactoria a este problema sería hacer del compromiso de integración monetaria una decisión voluntaria que los países tomarían, no necesariamente de forma simultánea, cuando sepan que pueden cumplir con los requisitos (y gozar de los beneficios) que la integración monetaria entraña (cf. Giovannini, 1991).

De la experiencia europea también se deduce que el marco institucional de la unión monetaria debe evolucionar de acuerdo con el grado de integración económica y monetaria, y que estas últimas deben complementarse una con otra. Los cimientos de la unión monetaria europea han estado constituidos por el compromiso de todos los miembros de cooperar en la formación de un sistema cambiario eficiente. Los países han respetado el compromiso acordado en el Tratado de Roma (artículo 107): "Cada estado miembro debe considerar su política cambiaria como un asunto de interés común". En particular, los países de la CEE se han dado cuenta de las ventajas que representa el ligar sus monedas al liderazgo del marco alemán.

La existencia de un líder dentro del área de integración monetaria sugiere la posibilidad de que la teoría del cartel pueda ser aplicable en el análisis de aquella (cf. Graboyes, 1990). Una unión monetaria puede ser vista como un cartel cuyo producto es el dinero, en vez de petróleo, café o diamantes. Como en cualquier cartel, la producción debe ser restringida con base en un acuerdo para maximizar y repartir las utilidades. El papel del líder consiste en tener la motivación y el poder económico para hacer que el acuerdo se cumpla. En Europa, el Bundesbank ha jugado ese papel de liderazgo.

Esa última característica no puede ser imitada en el

caso centroamericano. Ningún país centroamericano aparece, ni siquiera remotamente, como un candidato a desempeñar el papel que Alemania ha tenido en el SME. Cuando, como en el caso de Centroamérica, no existe un miembro dominante, otros factores deben emerger para solidificar la unión monetaria. Por ejemplo, una alternativa podría ser un sistema como el de la Reserva Federal estadounidense, en la cual los bancos centrales de los países miembros fueran los equivalentes a los bancos distritales del sistema de Reserva Federal.

La ausencia de un país líder explica parcialmente por qué la integración monetaria ha sido tan lenta en Centroamérica, y también sugiere que, una vez el proceso de integración monetaria se active, el periodo de transición entre la etapa de armonización cambiaria y la etapa de unión monetaria completa debería ser más corto en Centroamérica de lo que ha sido en Europa. Luego, una autoridad monetaria centroamericana, con algunas de las características antes mencionadas, debería ser creada en el corto plazo. Sin embargo, para que un sistema semejante pueda operar en Centroamérica, será necesario que emerja un espíritu solidario en el área. Mientras mejor aprendan los centroamericanos a pensar en ellos mismos más como centroamericanos y un poco menos como costarricenses, hondureños, etc., mayores serán las probabilidades para el éxito y fortalecimiento de la integración monetaria centroamericana.

III. ENFOQUE HISTÓRICO

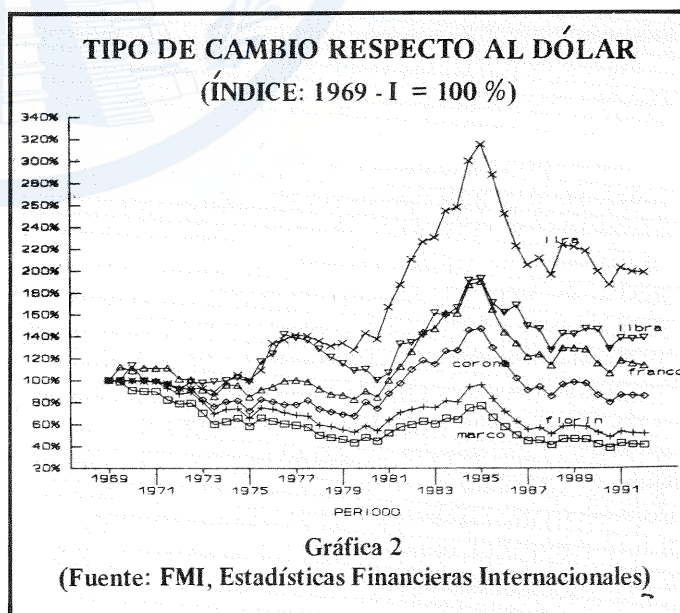
A. Un dilema de política económica y su marco histórico

1. El dilema de política: una ilustración

El llevar a la práctica cualquier política económica trae consigo determinados costos y beneficios. En este sentido, las políticas relacionadas con la unión monetaria no son la excepción. Un dilema de política surge cuando los beneficios de la integración monetaria son comparados con sus posibles costos, en particular aquellos relativos a la pérdida de independencia en el control doméstico de las políticas monetaria y cambiaria. Como se verá en el resto del capítulo, este dilema de política no es nuevo, sino más bien ha estado presente en la evolución de la economía mundial a lo largo del periodo 1940-1980. Po-

demos definir el dilema como la elección entre tipos de cambio independientes, por un lado, y la coordinación de políticas monetarias, por el otro. El episodio histórico de incrementos generalizados en la inestabilidad cambiaria, ocurrido en la Europa de los años setenta, sirve para ilustrar este dilema de política.

La manera como la inestabilidad cambiaria comenzó a manifestarse al principio de los años setenta es presentada en la gráfica 2, la cual muestra las variaciones en los tipos de cambio de seis países miembros de la CEE con respecto a sus paridades con el dólar en 1969. La estabilidad de los tipos de cambio intraeuropeos, que fomentó el desarrollo de la unión aduanera europea y del mercado común en los años sesenta, se vino abajo con el final del periodo de Bretton Woods. Es importante notar que hubo, dentro de Europa, respuestas divergentes ante el derrumbe del sistema de Bretton Woods. Por un lado, el marco alemán y el florín holandés se apreciaron respecto al dólar estadounidense, mientras que la lira italiana y la libra esterlina experimentaron una depreciación. La relación cercana entre el florín y el marco evidencia que Holanda y Alemania optaron por el camino de la cooperación monetaria internacional. El Reino Unido, Italia y Francia, en contraste, eligieron una política de tipos de cambio independientes.



La adopción de respuestas divergentes a la crisis significaba una amenaza al proceso de integración económica en Europa, por lo que para diluir la amenaza, se decidió la adopción de la *serpiente flotante* como un mecanismo alternativo de tipos de cambio estables. Sin embargo, la membresía a la *serpiente* estuvo limitada a Alemania, Holanda, Dinamarca, Noruega, Suiza y Bélgica (cf. Klein, 1991). Ello explica el porqué la lira, la libra esterlina y, hasta cierto punto, el franco francés (que fue un miembro temporal de la *serpiente*) se comportaron de una forma más inestable. Los países que optaron por la cooperación monetaria obtuvieron mejores resultados, en términos de inflación y comercio bilateral, que aquellos que optaron por la independencia monetaria. En marzo de 1979 todos los países de la CEE empezaron a participar en el Sistema Monetario Europeo. El SME, al proporcionar un ancla nominal que estabilizó las expectativas cambiarias, redujo la incertidumbre respecto a los movimientos de los tipos de cambio nominales. Como muestra la gráfica 2, la adopción del SME propició que los tipos de cambio europeos se movieran *en la misma dirección*, especialmente a partir de 1981. La importancia de la estabilidad cambiaria, como se verá en el resto del capítulo, refleja hasta qué grado la elección de una política de coordinación monetaria en Europa pudo promover la liberación del comercio intraeuropeo y propiciar la viabilidad de la Unión Monetaria Europea.

2. Evolución histórica reciente ¹

Después de la Segunda Guerra Mundial, la reconstrucción y el crecimiento se constituyeron en los objetivos centrales de la política económica en Europa. Las teorías keynesianas sustituyeron a la economía clásica como la base ideológica de tales políticas. El equilibrio en la balanza de pagos, requisito del patrón oro para mantener tipos de cambio fijos, dejó de ser la principal preocupación de los gobiernos. Se prefirió otorgar prioridad a la promoción del crecimiento y del empleo utilizando políticas keynesianas.

La recuperación y el crecimiento económicos en Europa fueron lentos durante la posguerra. La oferta monetaria creció mucho más rápido que la oferta de bienes.

¹ Este repaso del marco histórico reciente del dilema de política mencionado (*supra*), está basado en el amplio trabajo de Herman van der Wee (1987).

La inflación se volvió un serio problema que obstaculizó la reconstrucción y la recuperación económica. Una reforma monetaria era necesaria para luchar contra la inflación y restaurar la estabilidad. En septiembre de 1949, la mayoría de los países europeos devaluó su moneda, como un medio para fortalecer su reforma monetaria. Fueron establecidos nuevos tipos de cambio respecto al dólar, que representaban paridades realistas. Estas reformas contribuyeron a la recuperación económica y facilitaron la integración de Europa Occidental en el nuevo sistema internacional.

Un complemento importante de estos esfuerzos de posguerra fue el Plan Marshall, basado en la cooperación económica entre países europeos, con el apoyo estadounidense. El plan fue muy exitoso en el estímulo a la recuperación económica, principalmente por medio de la promoción y financiamiento del comercio intraeuropeo, y en el mantenimiento de las altas tasas de inversión requeridas para la reconstrucción de posguerra.

Durante los años cincuenta, Europa experimentó tasas aceleradas de crecimiento, con base principalmente en el crecimiento de las exportaciones. Europa Occidental se convirtió en un mercado maduro, y sus gobiernos empezaron a conciliar sus metas de desarrollo económico con las de coordinación internacional. Se atendió particularmente a la necesidad de cooperar para promover el comercio mundial y de tener tipos de cambio estables.

Para mediados de los años sesenta, la cooperación había ya demostrado su utilidad. La fundación de la Comunidad Económica Europea, en 1958, creó un clima favorable para la inversión y estimuló el crecimiento. Incluso contribuyó a neutralizar la recesión que surgió en 1963. En contraste, cuando la coordinación económica y monetaria fue obstruida por las políticas del gobierno de Charles de Gaulle, resultó imposible evitar la recesión de 1966-67. No es una sorpresa que cuando de Gaulle renunció, surgieron expectativas optimistas que posibilitaron salir de la recesión. El dilema de coordinación económica *versus* política doméstica independiente se manifestó en la forma de dos fuerzas opuestas que influenciaron la economía de posguerra. Por un lado, los gobiernos nacionales dieron prioridad al crecimiento doméstico y a la estabilidad, lo cual tuvo un efecto *desincronizador* en las economías. Por otro lado, la creciente cooperación internacional bajo las reglas del sistema

Bretton Woods de tipos de cambio fijos y la interdependencia entre las economías, contribuyeron a *sincronizar* los fenómenos económicos entre los países. Por tanto, la sincronización de ciclos económicos prevaleció en Europa Occidental, donde la cooperación fue más cercana que en otras regiones, particularmente los Estados Unidos y Japón. Los ciclos de crecimiento se sincronizaron entre los países que pertenecían al mismo bloque económico, pero se desincronizaron entre diferentes bloques (cf. Van der Wee, 1987).

La década de los setenta presenció el surgimiento de la "stagflación" y el colapso de los sistemas monetarios internacionales. Aunque los tipos de cambio flotantes fueron instituidos, no lograron aislar a las economías nacionales. Por el contrario, la sincronización de ciclos fue aun más estrecha que con los tipos de cambio fijos. La razón para ello fue el alto grado de dependencia comercial entre los países. Además, los tipos de cambio no fueron completamente flexibles, sino más bien funcionaron con tipos "flotantes manejados". Para resolver durante este periodo el dilema de política que nos ocupa, muchos países optaron por seguir una política de "manejo independiente del tipo de cambio".

La naturaleza expansiva del comercio internacional durante los años cincuenta y sesenta se explica en parte por los movimientos de integración económica y de cooperación internacional y por sus instituciones específicas: la CEE, la EFTA, el FMI, el GATT y la OECD. La importancia de la coordinación internacional de la política económica fue evidente, incluso en un régimen de política caracterizado por el predominio de los objetivos domésticos sobre los internacionales. En contraste, el nuevo auge del proteccionismo en los años setenta estuvo determinado, en parte, por el creciente conflicto (nuestro dilema de política) entre objetivos nacionales e internacionales de política económica.

3. Formación del marco institucional

En los años 30, el abandono del patrón oro había causado un caos monetario. Una innovación importante para contrarrestar esta situación negativa fue el Acuerdo Tripartito de 1936 entre los Estados Unidos, Gran Bretaña y Francia, el que aceptaba que el manejo de los mercados monetarios nacionales era una responsabilidad conjunta. Este acuerdo fue la base para el desarrollo

posterior de la coordinación monetaria internacional.

Sin embargo, el conflicto que hemos analizado, entre independencia cambiaria y cooperación monetaria, persistió hasta después de la Segunda Guerra Mundial. El Acuerdo de Bretton Woods (ABW) intentaba encontrar un equilibrio entre esos dos objetivos de política. El ABW confirmó la importancia de los objetivos domésticos (crecimiento y pleno empleo), pero rechazó el uso del manejo de tipos de cambio autónomos como el instrumento para alcanzarlos. El acuerdo prefirió favorecer cierta relativa flexibilidad cambiaria: en principio, las paridades eran fijas pero, algunas veces y "bajo ciertas condiciones", podrían ser ajustadas. Adicionalmente, se acordó vedar mediante la utilización de controles directos, la corrección de desequilibrios en la balanza de pagos.

El uso de tipos de cambio fijos simultáneamente con la realización autónoma de objetivos económicos domésticos podría generar, sin duda, ocasionales dificultades de balanza de pagos. Por esta razón, el ABW concibió, a manera de ayuda, una serie de préstamos de corto y mediano plazos operados por medio del Fondo Monetario Internacional.

Las restricciones que imponían los tipos de cambio fijos demandaban, como un contrapeso, una generosa disponibilidad de recursos financieros externos (en dólares estadounidenses) para ser prestados por el FMI. Sin embargo, el gobierno de los Estados Unidos limitó esos recursos y el sistema de Bretton Woods se encontró, entonces, en entredicho. La solución al dilema de política (coordinación monetaria internacional con tipos de cambio fijos *versus* estabilidad y crecimiento domésticos con autonomía) aun debía ser alcanzada.

El ABW no pudo ser aplicado desde el principio, debido a la enorme brecha existente entre las condiciones ideales que el acuerdo demandaba y la real situación caótica que imperaba en Europa en 1948. El proceso hacia la cooperación monetaria tuvo que seguir, por ende, un camino de etapas graduales. Primero, en 1950 la Unión Europea de Pagos fue establecida, como un mecanismo para pasar de un sistema bilateral de pagos a uno multilateral. En 1959 se puso en marcha el Acuerdo Monetario Europeo y se estableció oficialmente la convertibilidad general dentro de un patrón oro-dólar.

Las contradicciones existentes en el sistema Bretton Woods empeoraron a medida que los EEUU, gracias a su gran influencia en el nivel de reservas mundiales, tomaron control de la política monetaria internacional y se convirtieron, *de facto*, en el banco central del mundo occidental. El ABW se desarrolló como un sistema de patrón dólar y, así, el volumen de reservas internacionales no se determinaba por las necesidades reales de liquidez en el mundo, sino por la evolución de la balanza de pagos estadounidense. Esto introdujo una importante asimetría, en la medida en que los Estados Unidos podía ignorar sus déficit externos, mientras que el resto del mundo tenía que aceptar su disciplina. Una situación financiera y políticamente insostenible. La reforma del sistema monetario internacional era inevitable.

Varias propuestas para reformar el sistema fueron formuladas antes que este fracasara totalmente. Robert Triffin sugirió un "banco central supranacional para los bancos centrales". El FMI mismo introdujo los Derechos Especiales de Giro (DEG) como un camino para reformar el sistema. En Europa, la idea de crear una Unión Monetaria Europea ganó ímpetu. El primer intento para ello fue hecho en diciembre de 1969, en la cumbre de La Haya. Un año más tarde, un estudio solicitado por la Comunidad (el llamado Informe Werner) especificó las condiciones y el calendario para una unión monetaria. Sin embargo, la crisis monetaria de 1971 y los *shocks* petroleros de 1973 condujeron a un estado general de incertidumbre, por lo que las medidas *ad hoc* para abordar los problemas de cada día tomaron total prioridad, relegando a un segundo plano las reformas de más largo plazo. Después del derrumbe del ABW y de la crisis subsecuente, la respuesta de la CEE fue menos ambiciosa en sus objetivos de integración monetaria. La *serpiente* constituyó solo un tímido paso hacia la integración monetaria y probó ser incapaz de sobrevivir las constantes crisis cambiarias (cf. Klein, 1991). No fue hasta en 1978 cuando la idea de la UME fue relanzada, ahora con la ambición de lograr una moneda común.

Como antes, se logró muy poco progreso, principalmente porque los gobiernos nacionales dieron prioridad a su soberanía monetaria sobre los posibles beneficios de la unión monetaria. El dilema de política de elegir entre tipos de cambio independientes y coordinación monetaria internacional, persistía una vez más.

B. Los tipos de cambio y el comercio internacional

1. Evidencia empírica

Las tasas de crecimiento del comercio internacional han experimentado una considerable caída desde inicios de los años setenta. Cuando los tipos de cambio eran fijos, el volumen mundial de comercio creció a una tasa anual de 7.5 por ciento. En contraste, durante los primeros doce años de tipos de cambio flotantes, creció solamente 3.3% al año. Estos números sugieren una relación negativa entre la flexibilidad de los tipos de cambio y el crecimiento del comercio internacional. Sin embargo, el vínculo entre ambos comportamientos no es tan simple como parece.

*Promedios Mundiales Anuales
(Tasas de Crecimiento)*

periodo	producto	comercio
1955-73	4.5%	7.5%
1973-84	2.8%	3.3%

Fuente: De Grauwe (1988)

En efecto, los primeros estudios en esta materia no pudieron encontrar ninguna evidencia econométrica de la existencia de dicha relación. Por ejemplo, Hooper y Kohlhagen (1978) no pudieron hallar algún impedimento significativo de la volatilidad cambiaria sobre el volumen de comercio en el periodo 1965-1975. No obstante, los resultados de estos primeros estudios eran básicamente preliminares, puesto que no abarcaban más allá del año 1977.

En contraste, varias investigaciones más recientes han mostrado que, en realidad, el comercio ha sido dañado por los tipos de cambio flotantes. Un estudio elaborado por Akhtar y Hilton (1983) estimó diversas ecuaciones para el comercio entre Alemania y Estados Unidos, durante el periodo de tipos flotantes, y encontró que la variabilidad del tipo de cambio nominal tuvo efectos estadísticamente significativos sobre el comercio de ambos países. Durante los años siguientes, estos resultados fueron apoyados por algunos estudios (por ejemplo Kenen y Rodrinc, 1986) y rechazados por otros (como Gotur, 1985). De Grauwe (1988) encontró que la variabilidad a largo plazo del tipo de cambio real es la que, al provocar

acciones proteccionistas, afecta negativamente al comercio internacional. Finalmente, Bini-Smaghi (1991) encontró que fue a causa de la falta de datos apropiados y de la incorrecta especificación de las pruebas econométricas, que muchos de los estudios previos fueron incapaces de detectar correlaciones significativas entre la variabilidad cambiaria y el comercio internacional. Cuando se usan datos y metodología de estimación apropiados, surge una significativa relación negativa entre esas dos variables.

Aunque todos esos hallazgos están basados en métodos econométricos falibles, cuando menos sugieren que los tipos de cambio flotantes pueden, en verdad, mermar el comercio internacional. Esta percepción coincide con la mayoría de encuestas de opinión empresarial en Europa, las que indican repetidamente que la incertidumbre cambiaria ejerce efectos adversos sobre el comercio y la inversión (cf. CEC, 1990).

2. Efecto de los tipos flotantes sobre el comercio internacional

Los efectos de la variabilidad de los tipos de cambio sobre el comercio internacional pueden ser analizados a la luz de la experiencia del periodo post-Bretton Woods. Este tema ha sido llamado, en la literatura especializada, "la economía política de la variabilidad cambiaria" (cf. De Grauwe, 1988). Esta afirma que los tipos de cambio inestables conducen hacia problemas de ajuste y hacia efectos *reales* en la economía. Tales efectos han sido también llamados "el problema del desalineamiento" (cf. Bockelmann, 1989). Estos desalineamientos causan un auge en el sector de bienes transables de los países con monedas subvaluadas. En contraste, en los países cuyas monedas se vuelven sobrevaluadas como resultado del "sobredisparamiento" del tipo de cambio, el sector de bienes transables es reprimido, lo que lleva a una pérdida de producción y de empleo que no puede ser ajustada en el corto plazo. Los agentes por esos sucesos presionan a sus gobiernos para que adopten acciones proteccionistas. Como resultado, los mercados se vuelven más protegidos y el comercio internacional es afectado negativamente (cf. *The Economist*, octubre de 1985).

Un canal más directo por medio del cual la variabilidad cambiaria afecta al comercio, surge porque la ma-

yoría de los contratos comerciales internacionales involucran un rezago en el lapso que corre entre el momento cuando el contrato se formaliza y el momento en que el exportador obtiene su pago (cf. CEC, 1990). Si los tipos de cambio son impredecibles, las empresas que tienen aversión al riesgo decidirán reducir las cantidades comercializadas internacionalmente, a niveles menores de los que prevalecerían si los tipos de cambio fueran predecibles o cubiertos contra el riesgo. La única manera en que el riesgo podría ser eliminado es mediante el uso de mercados a futuro. Sin embargo, en ausencia de información completa acerca de mercados a futuro, la variabilidad del tipo de cambio afectará negativamente al comercio internacional (cf. Medhora, 1990). Aun en presencia de mercados cambiarios a futuro, sería posible esperar que la serie de costos que conlleva la inestabilidad cambiaria debería afectar negativamente al comercio internacional (cf. CEC, 1990).

3. Tipos de cambio y comercio bajo integración económica

La evidencia histórica, empírica y teórica presentada arriba, nos lleva a concluir que la variabilidad de los tipos de cambio, al incrementar el riesgo en el comercio internacional, debe tener, seguramente, un impacto negativo en el comercio intrarregional. La variabilidad cambiaria induce a los agentes económicos a concentrarse en actividades domésticas, lo cual entorpece el proceso de integración económica.

La estabilidad cambiaria, aunque es una condición necesaria, no basta para que el comercio intrarregional crezca dentro de un mercado común. Por ejemplo, durante el periodo 1979-1985, a pesar de existir bajas tasas de variabilidad en el SME, la tasa de crecimiento del comercio entre sus miembros declinó. P. de Grauwe (1987) encontró que, aunque la estabilidad de los tipos de cambio produjo un efecto positivo significativo sobre el comportamiento del comercio entre los miembros del SME durante dicho periodo, hubo otros factores que anularon tal efecto. Uno de ellos, la desaceleración de la tasa de crecimiento del PIB de los miembros del Sistema, lo cual tuvo efectos depresivos sobre el comercio intrarregional. Otro factor: durante el periodo 1979-1985, el comercio con países fuera de la CEE creció mucho más rápido que el comercio dentro de la región.

C. Tipos de cambio y coordinación de políticas

1. La coordinación internacional de políticas

El sistema de tipos de cambios flotantes ha tendido a amplificar la transmisión internacional de *shocks* monetarios, y, en lugar de haber aumentado la independencia de los países en lo individual, puede que en realidad la haya reducido (cf. Von Furstenberg, 1983). Hemos visto también que los tipos de cambio inestables han dañado el crecimiento del comercio mundial, y podemos concluir que la coordinación de la política monetaria entre los países debería ser un paso importante hacia tipos de cambio más estables y, por lo tanto, hacia la existencia de el logro de un ambiente económico internacional más estable.

Bajo el sistema de tipos flotantes, la política económica no se centra en el mantenimiento de la convertibilidad de la moneda (como lo hace bajo tipos de cambio fijos), sino en el mantenimiento de un grado razonable de *estabilidad* de los tipos de cambio valuados a un nivel aceptable. Puesto que el tipo de cambio de una moneda no puede ser determinado independientemente por el respectivo país, su estabilidad puede lograrse solo por la *coordinación* de las acciones de política. En ausencia de dicha coordinación, es muy probable que ocurran desalineamientos. Se sigue que la coordinación de políticas económicas es un componente esencial para lograr la estabilidad, especialmente en un proceso de integración económica.

La preocupación de los países industrializados respecto a la estabilización de los tipos de cambio se ha materializado en esfuerzos para cooperar en los mercados cambiarios. Esto se reflejó en el Acuerdo Plaza, de septiembre de 1985, y en el acuerdo del Louvre, de febrero de 1987 (cf. Lemke, 1989). En ellos fue posible ver que la existencia de ciertas reglas de cooperación resulta compatible con el mantenimiento de acciones discrecionales a nivel doméstico. En este sentido, una decisión de política doméstica puede estar basada en juicios o criterios discrecionales, pero el alcance de dicha discreción está confinado a las posibilidades conferidas por el marco acordado a nivel internacional en el que las decisiones deben ser consultadas.

La coordinación de política fiscal ha sido también motivo de preocupación, debido a los efectos comprobados que ella tiene sobre la balanza de pagos y sobre las actitudes y expectativas del mercado acerca del tipo de cambio.

En conclusión, la coordinación internacional de políticas ha sido diseñada para disminuir las tensiones que, a causa de nuestro conocido dilema de política, existen entre los objetivos domésticos y los objetivos externos de política económica.

2. Coordinación de políticas e integración económica: lecciones para Centroamérica

Ya se ha definido cómo es muy posible que la variabilidad en los tipos de cambio dañe el comercio intrarregional, particularmente en aquellos países, como los centroamericanos, cuyos mercados financieros no están bien desarrollados. Esta posibilidad coincide con lo tratado en el capítulo anterior, a partir de lo cual se podría concluir que el riesgo de que se ocurran movimientos impredecibles en los tipos de cambio bilaterales puede ser eliminado, mediante la adopción de una integración monetaria más estrecha entre los países centroamericanos.

Durante el periodo previo al logro de una completa integración monetaria, importa mucho que cada una de las monedas existentes conserve una posición fuerte y estable. Cuando las políticas son coordinadas y los precios de todos los países tienden a converger, la estabilidad cambiaria es más plausible que cuando se persiguen políticas independientes. Esto implica que las políticas económicas domésticas deben ser consistentes con los requisitos que exige el régimen de tipos de cambio fijos existente en un área monetariamente integrada. Dicha consistencia puede ser una convergencia de *facto* de las políticas domésticas, derivada del cumplimiento de acuerdos previos entre los países miembros. La consistencia entre las políticas domésticas y las regionales también puede ser el resultado de decisiones deliberadas tomadas por las autoridades nacionales para coordinar sus decisiones de política, con el fin de propiciar la convergencia necesaria en el proceso de integración monetaria.

En el camino hacia la integración monetaria, los países

centroamericanos deberían, en primer lugar, coordinar sus políticas monetarias y cambiarias. Esta tarea es importante para reducir los costos administrativos y comerciales del comercio regional. Adicionalmente, el comercio intrarregional es suficientemente grande (cerca del 20% del total del comercio exterior de Centroamérica) y tan homogéneo (principalmente por el comercio intra-industrial²) que cualquier desviación importante respecto del tipo de cambio que equilibra los costos, causa presiones extremas en favor de la adopción de políticas proteccionistas.

La cooperación monetaria y financiera podría convertirse en el mecanismo que establezca las bases para una integración comercial más cercana (cf. BCB, 1988). Si los países de la región pudiesen tener flujos monetarios flexibles y expeditos, entonces sería posible alcanzar un mayor volumen de comercio.

Con el ánimo de facilitar estos flujos y, en particular, con el objeto de fomentar la movilidad de capitales en el área, las autoridades monetarias centroamericanas están impulsando un proceso de integración de los sistemas financieros regionales (cf. Linares, 1992). Esta integración podría coadyuvar a canalizar mejor los recursos de ahorro e inversión, apuntalar la confianza en los sistemas financieros de la región y facilitar los mecanismos de pago dentro del área. La existencia de flujos de capital más libres requiere, a su vez, una armonización más cercana de las políticas cambiarias, ya que los movimientos considerables de capital pueden minar la estabilidad cambiaria. Si el libre flujo de capitales propicia la especulación y los movimientos incontrolados de los tipos de cambio, ello podría aun reducir los beneficios de la integración comercial. Por ello, la integración de los sistemas financieros centroamericanos, que actualmente está siendo impulsada, debe combinarse simultáneamente con una más cercana coordinación de políticas cambiarias y con el proceso global de integración monetaria.

Aparece claro, entonces, que la tendencia hacia la integración monetaria tiene implicaciones no solo para

² La experiencia europea y de otras regiones muestra que la integración económica conduce, principalmente, a una especialización intra-industrial, donde todos los países compran y venden productos similares, y no a una especialización inter-industrial. Esto hace la estructura productiva de los países se parezca entre sí cada vez más, lo cual podría facilitar la homogeneización de las políticas y la convergencia económica.

el comercio de bienes y servicios, sino también para los mercados financieros nacionales y para la estructura macroeconómica. Como ya antes se ha indicado, los mercados financieros deben ser armonizados de modo que el capital, lo mismo que los bienes y servicios, fluya libremente entre los países. Además, a medida que la política monetaria se armoniza entre los países participantes, esta va a estar determinada, cada vez más, a nivel *supranacional*. Las políticas fiscales también podrían jugar un papel importante en las fluctuaciones económicas a nivel nacional y, por tanto, necesitarán ser coordinadas entre los países para asegurar la disciplina fiscal (cf. Kahn, 1991).

La coordinación de las políticas macroeconómicas es, en la actualidad, uno de los puntos fundamentales en las agendas de las reuniones de los gabinetes económicos centroamericanos. Como apoyo a la coordinación de las políticas se presenta el hecho de que, debido a los procesos de ajuste emprendidos por las economías de cada uno de los países, se ha producido una convergencia de *facto* en materia de política económica. Aunque los actuales esfuerzos de coordinación de políticas no son muy profundos en cuanto a sus alcances, al menos propician, basados en los procesos de ajuste interno, la gradual convergencia de las políticas económicas con el fin de posibilitar la ulterior integración económica.

Con vista a facilitar la coordinación de políticas y la estabilidad monetaria, serviría como ayuda una revisión constante y amplia de la posición económica y financiera de cada país, dirigida conjuntamente por el Consejo Monetario y los ministerios encargados de la política fiscal. Adicionalmente, los países centroamericanos podrían acordar no iniciar ninguna acción importante en los campos monetarios, cambiarios o fiscales, sin la consideración previa de la acción propuesta por parte de los otros países miembros.

Cada gobierno en Centroamérica debe formular la combinación exacta de sus políticas fiscales y monetarias y sus planes de liberalización financiera y de otros mercados. Posteriormente, tendrá que coordinar esos planes con los otros países miembros. Debido al dilema de política que hemos mencionado hasta ahora tantas veces, los países tenderán a emprender estas acciones con cierto grado de aprensión. Por lo tanto, la confianza mutua en la consistencia de las actitudes nacionales con respecto a la coordinación de política económica será un elemento

importante para superar tal aprensión. Después de todo, los centroamericanos estamos navegando en el mismo barco, lo cual ha sido evidente en la turbulencia de las últimas décadas.

IV. FUTURO DE LA INTEGRACIÓN MONETARIA

Aspectos institucionales y de política

A. La Unión Monetaria Europea

En el capítulo anterior mostramos cómo las economías, no solo de Europa sino del resto del mundo, han estado acercándose mutuamente cada vez más desde 1945³. La tecnología moderna ha facilitado también la expansión del comercio internacional. Además, los flujos internacionales de capital han hecho que las economías estén ahora más interconectadas que antes. Todos estos eventos han cambiado el concepto de integración económica, particularmente en Europa Occidental, en el sentido de que ahora la falta de integración monetaria y financiera es considerada como la principal barrera al libre comercio.

1. Maastricht y sus problemas

El tratado firmado en noviembre de 1991, en la ciudad holandesa de Maastricht, mostró el compromiso de los gobiernos europeos de acelerar el proceso de integración monetaria con vistas a establecer una moneda común a más tardar en 1999. En el Tratado se acordaron varias regulaciones diseñadas para reducir los desequilibrios fiscales y de política económica entre los países firmantes. Con el fin de preparar el camino hacia la unión monetaria, estas regulaciones fueron añadidas al marco institucional que se describió en el capítulo II de este trabajo.

En la parte atinente a la integración monetaria, el Tratado de Maastricht contempla una etapa de transición hacia la unión monetaria, a iniciarse en enero de 1994 con la creación de un Instituto Monetario Europeo (IME), el cual coordinará las políticas monetarias de los miembros y creará las condiciones para la etapa final de

unión monetaria (UME). Los gobiernos aun mantendrán su soberanía monetaria, pero sus bancos centrales deberán ser completamente autónomos al final de esta etapa. El IME se convertirá en el Banco Central Europeo poco antes que la etapa final de UME comience. Esto sería en 1997, si el Consejo Europeo decide que la mayoría de los miembros de la CEE reúnen cinco criterios: (1) inflación no mayor al 1.5% anual; (2) tasas de interés que difieran en menos del 2% de aquellas prevalecientes en los tres países más estables; (3) déficit fiscal menor al 3% de PIB; (4) deuda nacional menor al 60% del PIB; y (5) ninguna devaluación durante los dos años anteriores a la etapa de unión total. De lo contrario, el funcionamiento de la UME no empezaría hasta en 1999 con aquellos países que cumplan los requisitos. Gran Bretaña consiguió un status especial que le permitirá salirse de la unión monetaria si así lo desea. Aquellos países de la CEE que no entren en la Unión no tendrán derecho a voto en asuntos monetarios. Aquellos que figuren dentro de la Unión fijarán sus tipos de cambio irrevocablemente. Eso permitirá que la ECU reemplace a las monedas nacionales como moneda común.

El Tratado de Maastricht, sin embargo, dejó muchos asuntos importantes pendientes de convenios entre los países (cf. LBS, 1991); por ejemplo, el papel del futuro banco central europeo durante la etapa dos del programa acordado en Maastricht, la cual antecede a la etapa de convertibilidad total de las monedas de la CEE. Los países deberán comprender que la unión monetaria podría fracasar, a menos que el Banco Central creado para supervisarla esté protegido adecuadamente de interferencias políticas, y en este particular el Tratado de Maastricht no es nada categórico.

El mecanismo para controlar, regular y penalizar la política fiscal de los países miembros tampoco fue bien definido en el Tratado. Puesto que algunos países (como Gran Bretaña) favorecen las reglas fiscales menos que otros, una cláusula para *optar por salir*, dedicada a los países que no quieran participar temporalmente de la moneda común, necesita también ser extendida a otros países interesados. Cualquier acuerdo respecto a la política fiscal debe tomar en cuenta que es en esta área en donde, hasta ahora, los esfuerzos de integración monetaria han ejercido menos influencia para lograr la convergencia entre países. Es importante tener presente que, si las políticas fiscales no son prudentes y coordina-

³ A este fenómeno de homogeneización y estrechamiento de los vínculos económicos entre las naciones, se ha dado en llamarlo la "globalización de la economía".

das dentro de una zona de integración monetaria, los propios objetivos centrales de esta podrían verse amenazados.

Otro asunto pendiente en el Tratado es la formulación de la política cambiaria después de la unión monetaria. Aun falta por determinar qué institución estará a cargo de la determinación del tipo de cambio del ECU (o cualquiera que sea el nombre de la futura moneda europea) contra otras monedas duras (como el dólar o el yen). El Tratado de Maastricht, además, no fomenta la credibilidad en la política económica, al admitir posibles ajustes en las paridades cambiarias durante la etapa de transición. Los cambios en las paridades son inconvenientes desde el punto de vista de la credibilidad, ya que sugieren que las monedas percibidas como débiles lo son en realidad y que los diferenciales de inflación son permanentes. Este defecto fue uno de los factores de la crisis cambiaria de septiembre de 1992, que casi lleva al Tratado a un completo fracaso.

2. Perspectivas de la UME

Diversas soluciones se han planteado para resolver las inconsistencias del Tratado de Maastricht (vid. Kahn, 1991). Muchas de ellas recomiendan la adopción de un "enfoque de dos velocidades" para acometer la transición hacia la unión monetaria. Del acuerdo con este enfoque, un subgrupo de países toma una ruta rápida, mientras que otro subgrupo toma una lenta. Por un lado, aquellos países que hayan logrado niveles bajos de inflación y que compartan otras características económicas deberían caminar rápidamente hacia la unión monetaria. Ello les permitiría darle credibilidad a su estabilidad cambiaria, reducir la inestabilidad causada por políticas monetarias divergentes y lograr que los países en esta ruta obtengan las ganancias en eficiencia que ofrece una moneda común. Por otro lado, aquellos países con mayores disparidades económicas optarían por una ruta más lenta hacia su membresía en la unión monetaria. Así podrían permanecer en la ruta hacia la unión sin tener que forzar sus estructuras económicas. Por lo tanto, el enfoque de dos velocidades permitirá preservar la inercia en el movimiento hacia la integración monetaria.

Ya que se han realizado referéndums sobre el Tratado de Maastricht, uno en Dinamarca (donde se rechazó la ratificación del Tratado) y otro en Francia (donde se

aprobó por un margen estrecho), y se ha discutido su aprobación en álgidos debates parlamentarios en otros países, la mayoría de gobiernos europeos parece estimar que la manera de hacer viable el Tratado sería agregar al mismo *declaraciones o protocolos*. Tales apéndices apuntarían a conciliar las preocupaciones de algunos países (como Dinamarca y Gran Bretaña) sin tener que alterar el cuerpo del Tratado. Someter el Tratado (incluso sus declaraciones y protocolos) a referéndum tiene la ventaja de obligar a los gobiernos a exponer, explicar y defender el Tratado ante sus propios ciudadanos. El resultado que se avizora es que los pueblos elegirán una ruta más complicada, pero más flexible, de la que los gobiernos pretendían con el Tratado. En ese orden de ideas es posible y necesario que el Tratado de Maastricht sea revisado y mejorado, para ser sometido de nuevo a consulta popular.

Los problemas recientes afrontados por el proceso de integración monetaria europea, que se materializaron en la crisis del sistema de tipos de cambio (ERM), en septiembre de 1992, más que hacer pensar en abandonar el proceso, pueden servir para convencer a los europeos sobre la urgencia de converger hacia algún tipo de unión monetaria europea. Una lección de la historia reciente, tal como se señaló en el capítulo precedente, es que, de no haber existido el ERM, los gobiernos europeos no tendrían frente a sí la esperanza de lograr, en el futuro cercano, mercados estables, mayor nivel de empleo y crecimiento sin inflación, sino que, por el contrario, se enfrentarían a problemas económicos tan o más graves que los que coyunturalmente enfrentan hoy, si bien de diferente naturaleza. Algunos economistas han propuesto sustituir el ERM por un sistema cambiario más flexible. Esta sugerencia, sin embargo, solo agravaría la inestabilidad cambiaria en Europa, ya que esta es debida básicamente a expectativas sobre la posibilidad de realineamientos cambiarios. El mercado ha mostrado que el ERM, por rígido que sea, es vulnerable a la inestabilidad, no solo por la influencia de la creciente movilidad de capitales, sino porque el sistema mismo da lugar a realineamientos. Mientras persistan las dudas acerca de los planes europeos para la unión monetaria, las expectativas crearán, inevitablemente, presiones sobre el Sistema.

La mayoría de países de la CEE tienen economías que se pueden calificar de relativamente pequeñas y abiertas, las que, dadas las condiciones actuales, no pueden fun-

cionar adecuadamente con tipos de cambio flotantes. Tal vez lo harían si restringieran el flujo de capitales, ya que sin movilidad de capitales los tipos de cambio flexibles se mueven más suavemente. Sin embargo, las barreras a la movilidad de capitales son una respuesta equivocada, pues irían en contra de la eficiente asignación de los recursos. Una respuesta mejor, aunque ambiciosa, es la creación de una más firme unión monetaria. Con una moneda común, como ya se ha señalado, se aboliría la inestabilidad cambiaria dentro de Europa, y un banco central europeo independiente podría, entonces, perseguir más fácilmente la estabilidad de precios, en promedio, en toda la CEE. El corolario: puesto que los tipos de cambio fijos y la libre movilidad de capitales son incompatibles con una política monetaria autónoma, el proceso de unión monetaria demandará que, en el futuro, las políticas monetarias nacionales sean cada vez menos independientes y estén obligadas, por reglas estrictas, al mantenimiento de bajos niveles de inflación y de tipos de cambios estables.

Aparte de los problemas técnicos mencionados, el proceso de integración monetaria europea habrá de enfrentarse, en el futuro, con problemas de tipo externo y de tipo político (cf. Muns, 1992). Los externos se refieren a las dificultades que la actual coyuntura internacional, recesiva e incierta, representa para la CEE. En el pasado, las crisis internacionales han ejercido efectos negativos sobre la integración europea, mientras que, por el contrario, la coyuntura económica favorable ha llevado al reforzamiento de los vínculos entre los países de la CEE. Este hecho induce a pensar que la UME progresará si los países comunitarios saben y pueden mantener su cohesión pese a las influencias negativas coyunturales. El otro tipo de problema exógeno al que debe enfrentarse la UME es el de la voluntad política necesaria para culminar un esfuerzo de esta envergadura. En última instancia, el éxito de la CEE para establecer una unión monetaria podría depender más de la firmeza de opiniones políticas comunes, que del balance de costos y beneficios económicos. El Tratado de Maastricht, que aunque no ha sido ratificado por todos los pueblos europeos sí es una muestra de cooperación entre sus gobiernos, parece inducir al convencimiento de que, quizá con la excepción del Reino Unido, existe en realidad la voluntad política de lograr la unión monetaria europea.

B. Integración monetaria de Centroamérica

Como se describió en el capítulo I, el Mercado Común Centroamericano incorpora, en el texto de los distintos tratados que lo conforman, un sistema multilateral de pagos, un compromiso de coordinar esfuerzos que aseguren los pagos intrarregionales para transacciones corrientes, el principio de la armonización de las políticas monetarias nacionales, y la disponibilidad de un mecanismo financiero para la corrección de desequilibrios de balanza de pagos. Sin embargo, las tendencias hacia la adopción de acciones bilaterales o unilaterales no han sido extrañas en el pasado, y aun persisten en la región. Esto debe ser analizado a la luz de la experiencia europea, descrita en el capítulo III, en la cual los países han mostrado disposición a olvidar sus rivalidades individuales, en favor de una más profunda comunidad, y han fundado las instituciones que tienen el potencial de conducirlos a esa meta común.

El camino hacia la unión monetaria centroamericana requiere, principalmente, formular, negociar y adoptar un marco legal y de compromisos que sirvan de apoyo a las distintas etapas necesarias para alcanzar el objetivo final. Cabe resaltar que, tal como la experiencia europea lo demuestra, los esfuerzos que se emprendan con este propósito serán no solamente de naturaleza económica, sino también (y quizá más importante) de carácter político. Sin embargo, las decisiones políticas, por muy necesarias que sean, habrán de convivir simultáneamente a un proceso de maduración propiciado por una creciente concertación económica. Dicho proceso de maduración es el que se ha de basar en un marco legal y de compromisos que deberá contemplar, por lo menos, los siguientes aspectos:

- 1) La reestructuración gradual de las instituciones de integración, encaminada a allanar el camino para un futuro banco central centroamericano, el cual podría instituirse a partir de la evolución del actual Consejo Monetario Centroamericano y sus instituciones. En este sentido, el papel de los bancos centrales será vasto y crucial: abarca la responsabilidad de cooperar en asuntos monetarios y en otras políticas macroeconómicas en las cuales los bancos tengan alguna influencia. Ello requiere un comportamiento de *sintonía fina* entre los bancos centrales. Afortunadamente, en la actualidad no existen diferencias demasiado grandes entre los instrumentos de

política monetaria aplicados por los cinco bancos centrales, los cuales están inmersos en un proceso de modernización financiera que los hará aun más homogéneos en su estructura y funciones. Esta convergencia coyuntural de los bancos centrales debería ser aprovechada para conferirle al CMCA, como posible embrión del futuro Banco Central Centroamericano, las atribuciones siguientes: (a) prestar asesoría en lo referente a la legislación financiera y monetaria, tanto del Mercado Común como de los estados miembros; (b) recopilar de las autoridades nacionales la información necesaria para proponer normas armonizadoras en este campo; y (c) participar en la formulación de las políticas relativas a la supervisión prudencial y a la estabilidad del sistema financiero. Estos serían los primeros pasos hacia la conformación de un Banco Central Centroamericano, del que cada banco central nacional sería miembro *ex officio*, con igualdad de votos, y que se debería caracterizar por su independencia respecto a las autoridades políticas, su fuerte disciplina financiera y su actuación transparente, de la cual podría informar, sin perder por ello su autonomía, a otros organismos de integración, como la SIECA o el Parlamento Centroamericano.

2) Debe formularse un compromiso legal con respecto a la convertibilidad de las monedas y a la política cambiaria. Un paso importante sería la legalización del peso centroamericano como unidad de cuenta y su desarrollo como embrión de la futura moneda común. Un requisito previo al restablecimiento de la convertibilidad de las monedas es que se concluya la restructuración de la Cámara de Compensación, con la cancelación de todas las deudas intrarregionales y la sujeción de los posibles refinanciamientos a condiciones de ajuste macroeconómico. Un problema que presentó la Cámara de Compensación en el pasado fue que sus procedimientos y mecanismos no estaban bien definidos, lo cual propició que fueran determinados frecuentemente por consideraciones de tipo político. Para evitar este problema, habría que establecer un cuerpo decisorio independiente, con la capacidad técnica para identificar los ajustes macroeconómicos requeridos por algún país y para supervisar la aplicación de las políticas correspondientes (cf. *World Bank*, 1989).

3) La armonización de las políticas monetaria, cambiaria y fiscal debería institucionalizarse, de tal manera que los países convengan en no emprender ninguna ac-

ción de importancia en materia monetaria, cambiaria o fiscal, sin haber tratado previamente con los demás miembros la acción propuesta. Hay que recordar que la creación de una unión monetaria requiere de la consistencia a largo plazo entre una política monetaria común y las políticas fiscales de los países miembros. Ello denota la necesidad de evaluar las implicaciones de la unión monetaria para las políticas fiscales de los países, y el grado de coordinación necesario en esta área, de forma que no se ponga en peligro el proceso de integración monetaria. La política cambiaria también es afectada (realmente es eliminada para los países considerados individualmente) por la unión monetaria. Se resaltó en el capítulo II que esto demandará la búsqueda de métodos alternativos para manejar los *shocks* que afecten a algún país en particular y, por lo tanto, también se habrá de buscar nuevos medios para llevar a cabo la cooperación entre las autoridades monetarias y financieras de los estados miembros. Finalmente, los miembros de la futura Unión Monetaria Centroamericana tienen que llegar a un acuerdo respecto al tratamiento de los desequilibrios regionales que pueden surgir de la unión monetaria, con el propósito de que dicho proceso contribuya al progreso de *todos* los miembros y a la consolidación de la región como un todo.

V CONCLUSIÓN

De un análisis histórico y comparativo, como el realizado a lo largo de este estudio, cabe obtener una visión más clara de las implicaciones económicas que se pueden derivar de un proceso de integración monetaria; visión que conviene tomar como guía para la elección de las políticas macroeconómicas más apropiadas, tanto en el presente como en el futuro. La evidencia derivada de los procesos de integración monetaria en Europa y en Centroamérica permite colegir que, detrás de los esfuerzos de cada país en lo individual, subyace un dilema de política económica. Este dilema consiste en elegir si se ha de seguir con una política monetaria y cambiaria autónoma o si se ha de seguir una política monetaria coordinada con los otros países de la región.

Del estudio efectuado se deduce claramente que el movimiento hacia la integración monetaria impide la conducción de una política monetaria independiente, pero, también, que los costos ocasionados por esta pérdida de autonomía serán superados por los beneficios que se obtendrían de la integración monetaria. No debe perderse

de vista que el movimiento hacia una zona monetaria integrada involucra tanto aspectos políticos como económicos. Es un hecho que la adopción de un compromiso de fijar el tipo de cambio con respecto a los países socios o, más aun, el adoptar una moneda común, significa la pérdida de una parte de la soberanía nacional; cualquier movimiento que tienda a ceder la autonomía de las monedas nacionales puede ser interpretado en parte como un movimiento hacia la unidad política de la región.

El éxito de la integración monetaria requiere de un acuerdo o marco legal que posibilite la obtención de beneficios para *todos* los países miembros de tal acuerdo, y requiere también de instituciones que ejecuten y hagan cumplir el acuerdo una vez que este sea alcanzado. La estabilidad y convertibilidad de las monedas (inclusive la moneda común) y, su resultado natural, la expansión del comercio intrarregional, solo pueden ser asegurados con el compromiso firme de todos los miembros de dar prioridad a la región, tanto en el aspecto puramente comercial, como en el de los pagos que de este se derivan. Este principio es esencial para la búsqueda, en el largo plazo, de la adopción de una moneda común, aplicable a todas las transacciones intrarregionales (cf. CMC, 1988). El problema fundamental yace en la decisión política de dar preferencia a la región, con el fin de mantener la cooperación regional, necesaria para lograr los objetivos de mayor volumen de comercio, crecimiento económico e integración económica y política de Centroamérica, para los cuales la integración monetaria constituye un paso fundamental.

La integración monetaria es un proceso que implica riesgos calculados. Sin embargo, la falta de acción también involucra riesgos, aun más difíciles de estimar. Los procesos de integración comercial en Centroamérica y en Europa en la década de los sesenta, así como la cooperación monetaria europea durante la década pasada, también implicaron la toma de decisiones riesgosas que, a la postre, demostraron ser exitosas. La experiencia vivida por las naciones centroamericanas y de Europa Occidental, parece indicar que la integración monetaria es un riesgo que bien vale la pena correr.

APÉNDICE METODOLÓGICO

1. Propósito de la investigación

El propósito de este trabajo de investigación es examinar la conveniencia de una unión monetaria para Centroamérica, así como analizar los orígenes de este movimiento y sus implicaciones de política económica. Este examen se hace a la luz de la experiencia histórica de la integración monetaria en Europa y del proceso histórico de los aspectos monetarios de Mercado Común Centroamericano. La intención final es que un conocimiento más profundo de las implicaciones económicas de dichos *procesos*, constituya una guía para la toma de decisiones de política económica, tanto en la coyuntura actual como en el futuro cercano.

2. Hipótesis de la investigación

La hipótesis básica de la investigación propone que detrás de los procesos de integración monetaria subyace un dilema de política económica, consistente en la disyuntiva entre una política monetaria-cambiaría autónoma y una política de cooperación monetaria-cambiaría con los otros países de la región.

3. Procedimiento y alcances de la investigación

La metodología empleada consiste en una exploración documental desarrollada como un análisis bibliográfico de las teorías relacionadas con la integración monetaria, y como una investigación bibliográfica de la experiencia histórica y contemporánea derivada de la práctica de dicho proceso. A este marco documental se le aplica el método deductivo, con el fin de darle cumplimiento al propósito de la investigación y de comprobar la hipótesis planteada. Estas tareas se realizan utilizando dos enfoques, uno comparativo y otro histórico. Dado que la experiencia de países menos desarrollados en el área de integración monetaria es muy limitada, el caso de la Comunidad Económica Europea (CEE) se presenta como la alternativa apropiada como contexto de comparación. Las experiencias de la CEE en materia de integración económica y monetaria son no solo abundantes sino también exitosas, de manera que proporcionan sugerencias valiosas sobre la conveniencia (o inconveniencia) de aplicar algunas de sus políticas a otros procesos de integración. La CEE aparece como el modelo de integración

más importante y avanzado y, en consecuencia, podemos extraer de este proceso lecciones de gran utilidad para el proceso de integración monetaria centroamericana.

En el enfoque comparativo de este trabajo (Parte II) se intenta extraer esas lecciones mediante una evaluación de los costos y beneficios de una unión monetaria para Centroamérica. A continuación, se analiza el caso europeo, sus políticas, sus logros y su relevancia para el caso centroamericano.

El enfoque histórico (Parte III) se basa también en la experiencia europea. El análisis histórico se concentra en la manera como la evolución de los tipos de cambio, los mercados financieros y la integración institucional han afectado el proceso de integración monetaria en Europa durante el periodo 1945-1992. Se enfatiza especialmente el análisis de los posibles efectos negativos de la inestabilidad cambiaria sobre el comercio intrarregional.

Para finalizar el cuerpo de trabajo (Parte IV), se presenta una evaluación de los factores institucionales claves que podrían afectar el futuro mejoramiento de la integración monetaria en Europa y en Centroamérica, y su relación con otros asuntos de política económica.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Akhtar, M.A. y Spence Hilton. *Exchange Rate Uncertainty and International Trade: Some Conceptual Issues and New Estimates for Germany and the United States*; Federal Reserve Bank of New York, December, 1983.

Balsells, C., Edgar A. "El Sistema Monetario Centroamericano: Lecciones a partir de la reciente experiencia europea"; *Banca Central*, Año II, No. 6, julio-septiembre, 1990.

BCB (Banco Central de Brasil). "Cooperación monetaria y financiera entre los bancos centrales de América Latina y el Caribe"; *Boletín del CEMLA*, Vol. 24, No. 1, 1988.

Bini-Smaghi, Lorenzo. "Exchange rate variability and trade: Why is it so difficult to find any empirical relationship?"; *Applied Economics*, Vol. 23, 1991.

Bockelmann, H.. "The need for worldwide coordination of economic policies"; en Jac Sijben (editor): *Financing the World Economy in the Nineties*; Kuwer Academic Publishers, Dordrech, 1989.

Bulmer-Thomas, Víctor. *Studies in the Economics of Central America*; MacMillan Press, Hong Kong, 1988.

Carl Beverly. *Economic Integration Among Developing Nations*; Praeger Publishers, Westport, 1986.

CEC (Comisión de las Comunidades Europeas). "One Market, One Money"; *European Economy*, No. 44, octubre de 1990.

Christie, H. y M. Fratianni. "EMU: Rehabilitation of a case and some thoughts for strategy"; en M. Fratianni y T. Peeters, *One Money for Europe*, Praeger Publishers, New York, 1979.

CMC, Consejo Monetario Centroamericano. "Hacia la adopción de una moneda común latinoamericana"; *Boletín del CEMLA*, Vol. 24, No. 1.

Cobham, David. "Strategies for the monetary union revisited"; *Journal of Common Market Studies*, Vol. 27, No. 3, 1989.

----- "European monetary integration: a survey of recent literature"; *Journal of Common Market Studies*, Vol. 29, No. 24.

De Grauwe, Paul. "International trade and economic growth in the European Monetary System"; *European Economic Review*, Vol. 31, 1987.

----- "Exchange rate variability and the slowdown in growth of international trade"; *IMF Staff Papers*, Vol. 35, marzo de 1988.

Devinney, T.M. y W.C. Hightower. *European Markets After 1992*; Lexinton Books, Lexinton, 1991 y varios números entre junio y octubre, 1992.

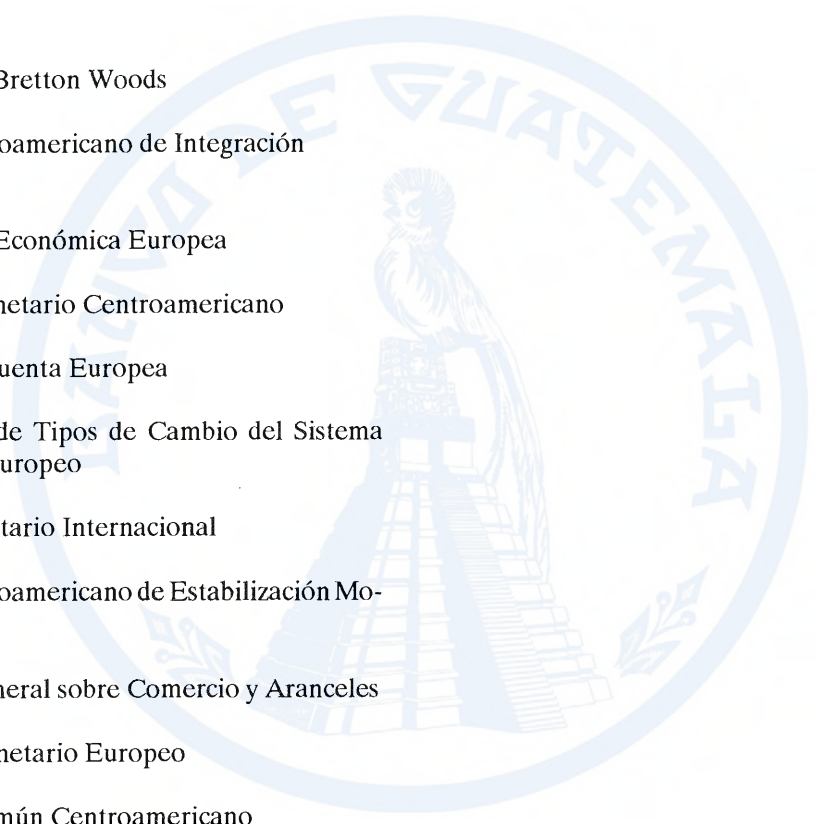
"Trade's last laugh"; *The Economist*, Londres, 5 de octubre de 1985.

- FMI (Fondo Monetario Internacional). *Perspectivas de la Economía Mundial*; FMI, Washington, mayo de 1991.
- Giovannini, Alberto. "On gradual monetary reform", *European Economic Review*; No. 35, 1991.
- Goodhart, Charles. "An approach to European currency unification"; *Lloyds Bank Annual Review*, Vol. 3, 1990.
- Gosh, Pradip K. *Economic Integration and Third World Development*; Greenwood Press, Westport, 1984.
- Gotur, P.. "The Effects of Exchange Rate Volatility on Trade: some further evidence"; *IMF Staff Papers*, Vol. 32, 1985.
- Hooper, Peter y Steven Kohlhagen. "The effect of exchange rate uncertainty on the prices and volume of international trade"; *Journal of International Economics*, Vol. 8, noviembre de 1978.
- INCEP. "Centroamérica: el reto del desarrollo y la integración"; *Panorama Centroamericano*, Serie Temas y Documentos de Debate, No. 5, septiembre-octubre de 1990.
- Kahn, George A. "Policy implications of trade and currency zones"; *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review*, noviembre-diciembre de 1991.
- Kenen, P. y D. Rodrick. "Measuring and analyzing the effects of short-term volatility in real exchange rates"; *Review of Economics and Statistics*, Vol. 58, 1986.
- Klein, Michael. "The European Monetary System and European Integration: an Evaluation"; en Paul Welfens (editor): *European Monetary Integration: from German Dominance to an EC Central Bank?* Springer-Verlag; Berlin, 1991.
- LBS (London Business School) "European Monetary Union: a rocky road from Maastricht?"; *International Economic Outlook*, December, 1991.
- Leipziger, Danny M. *The International Monetary System and the Developing Nations*; AID, Washington D.C., 1976.
- Lemke, Dietrich. "Recent experience of international monetary cooperation"; en D. Fair y C. Boissieu: *The International Adjustment Process*; Kluwer Academic Publishers, Dordrecht, 1989.
- Linares, Federico. *Posibilidades de integración de los sistemas financieros en Centroamérica: un desafío*; Conferencia inaugural del Primer Congreso Bancario de Centroamérica y Panamá; Guatemala, marzo de 1992.
- Medhora, Rohinton. "The effect of exchange rate variability on trade: the case of the West African Monetary Union's imports"; *World Development*, Vol. 18, No. 2, 1990.
- Mundell, Robert. *International Economics*; The Macmillan Company, New York, 1968.
- Muns, Joaquín. *La Unión Económica y Monetaria de la Comunidad Europea y su Futuro*; Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, CEMLA, México, 1992.
- Padoa-Schioppa, Tommaso. "The European Monetary System: a long-term view"; *Lloyds Bank Annual Review*; Vol. 3, 1990.
- Parke Young, John. *Unión Monetaria Centroamericana*; Centro Regional de Ayuda Técnica (AID), México, 1964.
- Pöhl, Karl-Otto. "The path to European Monetary Union"; *Lloyds Bank Annual Review*, Vol. 3, 1990.
- Russo, Massimo y Guiseppe Tullio. "Criteria for choice of monetary and exchange regime"; en Policy coordination in the European Monetary System, *IMF Occasional Paper* No. 61; Washington D.C., Septiembre, 1988.
- Salazar, José Manuel. "Presente y futuro de la integración centroamericana"; *Revista de la CEPAL*, No. 42, diciembre de 1990.
- SIECA. *El desarrollo integrado de Centroamérica en la presente década*; BID-INTAL; Buenos Aires, 1973.
- The World Bank. *Trade Liberalization and Economic Integration in Central America*; Documento oficial, marzo de 1989.

Van der Wee, Herman. *Prosperity and Upheaval: the World Economy 1945-1980*; University of California Press, Berkeley, 1987.

Von Furstenberg, George. *International Money and Credit: the Policy Roles*; IMF, Washington, 1983.

SIGLAS Y ABREVIATURAS UTILIZADAS EN ESTE TRABAJO



ABW	Acuerdo de Bretton Woods
BCIE	Banco Centroamericano de Integración Económica
CEE	Comunidad Económica Europea
CMCA	Consejo Monetario Centroamericano
ECU	Unidad de Cuenta Europea
ERM	Mecanismo de Tipos de Cambio del Sistema Monetario Europeo
FMI	Fondo Monetario Internacional
FOCEM	Fondo Centroamericano de Estabilización Monetaria
GATT	Acuerdo General sobre Comercio y Aranceles
IME	Instituto Monetario Europeo
MCCA	Mercado Común Centroamericano
PAECA	Plan Económico para Centroamérica
SIECA	Secretaría Permanente del Tratado General de Integración Económica Centroamericana
SME	Sistema Monetario Europeo
UMCA	Unión Monetaria Centroamericana
UME	Unión Monetaria Europea