

# **LA VIABILIDAD DE UNA MONEDA UNICA PARA MERCOSUR Y CHILE**

**CARLOS MASSAD**

Pedro y yo estudiamos en Chicago y en este tema vamos a salir con conclusiones diferentes, lo que demuestra que los instrumentos que nos entrega Chicago son más flexibles que los tipos de cambio.

El ambiente financiero ha cambiado notablemente en los años 90. La oferta de capitales externos a los países de América Latina se ha multiplicado 8 veces desde 1985 a 1997. La composición también se ha modificado fundamentalmente. Mientras que a principios de los años 80, el grueso del flujo de capitales a Latinoamérica era en forma de deuda, hacia 1997 la inversión en patrimonio -directa y de cartera- alcanzó a representar el 80% del flujo total.

Por otro parte, la demanda por capital externo en América Latina ha crecido correspondientemente. Los procesos de estabilización macroeconómica y de reforma estructural implementados por muchos países han mejorado notablemente la rentabilidad y reducido el riesgo de inversión de diversa índole. En parte como reacción a la demanda de capitales externos, muchos gobiernos latinoamericanos han liberalizado no solo el comercio internacional, sino también las transacciones propias de las cuentas de capital. Según los índices de liberalización en mercados internacionales publicado por el Fondo Monetario Internacional en su publicación Exchange Rate Arrangements las restricciones a operaciones en dichos mercados se han reducido en una tercera parte desde 1985 a 1997.

El nuevo ambiente financiero internacional del que participan también los países nuestros ofrece singulares oportunidades de integración y desarrollo. Sin embargo también presenta desafíos nuevos. El actual ambiente financiero internacional es menos controlado, más activo, más sofisticado, pero también más volátil que hace una década. Frente a este contexto internacional, es necesario que cada país, primero haga un esfuerzo

por flexibilizar todos sus mercados, particularmente el mercado laboral y segundo, diseñe una arquitectura financiera que sea capaz de minimizar los efectos de turbulencias no deseadas sobre la economía del país y al mismo tiempo permita disfrutar de las ventajas de la integración.

Uno de los elementos centrales de la arquitectura financiera el país y uno de los que se han visto más cuestionados y desafiados es el régimen cambiario adoptado por la autoridad económica. Los esquemas cambiarios intermedios, como por ejemplo el de tipo de cambio fijo pero ajustable, el de flotación sucia o manejada y el de bandas ajustables se han visto casi invariablemente expuestos a severos ataques especulativos. Estos ataques han terminado por romper la paridad o bien han provocado fuertes cotos reales en la economía doméstica. Sobre esto hay muchísimos trabajos recientes de Eichengreen del 97, Posen del 97, Stein Talvi y Panizza y Márquez del 99.

En cierta manera, no debiéramos extrañarnos de los problemas sufridos por los esquemas cambiarios intermedios; ellos fueron concebidos para servir de transición en el proceso de liberalización externa. Los regímenes cambiarios intermedios cumplieron un importante rol en el contexto financiero pasado. Ahora en un nuevo contexto los caminos a seguir parecen ser dos: la libre flotación de la moneda sin intervención de la autoridad, o el tipo de cambio fijo en un área relevante, cuyo caso extremo es el de moneda única.

Algunas consideraciones analíticas pueden guiar a la autoridad monetaria en la difícilísima elección del régimen cambiario. Como el tema de esta reunión es el de la viabilidad de moneda única de tipo de cambio fijo, tocaré primero los beneficios de ésta, luego sus costos y finalmente su viabilidad en el Mercosur.

Los beneficios atribuidos a la creación de una unión monetaria son similares a los que se obtienen en teoría con un tipo de cambio fijo. Hay sin embargo una diferencia importante que ya se ha destacado aquí reiteradamente, en el caso de la unión monetaria la credibilidad del tipo de cambio fijo dentro de la unión deja de ser un problema importante, dado que al asumir una moneda única se hace un compromiso irreversible o de altísimo costo de abandono.

El mayor beneficio de un tipo de cambio fijo es la eliminación del riesgo cambiario dentro de la unión monetaria. SI el nivel de comercio y los flujos financieros entre los países de la unión monetaria son sustanciales, la eliminación del riesgo cambiario entre dichos países podría representar un beneficio considerable. Adicionalmente, si estos países adoptan la moneda de un socio comercial común e importante, tal como el dolar o el euro, la eliminación del riesgo cambiario podría beneficiar la mayoría de las relaciones comerciales y financieras de los países de la unión. Ello asociado a menores costos de transacción por el hecho de no tener que realizar transformaciones de moneda, facilitaría el comercio, tendría efectos beneficiosos sobre el producto.

Sin embargo, no conviene exagerar la importancia de la eliminación del riesgo cambiario. Con la profundidad y diversidad de los mercados financieros actuales, el riesgo cambiario es, como otros tipos de riesgo susceptible de diversificación y reducción significativa por parte de los agentes económicos más afectados, a saber, las empresas de comercio internacional en bienes y servicios y las instituciones financieras y empresas con lazos financieros en el exterior. Para el caso de la Unión Monetaria Europea, Krugman en el año 98 estima que los potenciales beneficios de la eliminación del riesgo cambiario son muy modestos en términos de producto.

Un segundo beneficio de contar con una moneda única sería la disminución de la inflación en los países miembros de la unión. Paradójicamente este beneficio se lograría al renunciar al ejercicio de la política monetaria en el país. Según este argumento, la disminución de la inflación se lograría en la medida en que los países con un manejo fiscal y monetario irresponsable o débil entreguen la conducción de su política monetaria a una autoridad fuerte y conservadora. Por supuesto este beneficio se concretaría solamente si la unión monetaria incluye un país con autoridades monetarias muy adversas a la inflación como Estados Unidos o Alemania. Nada se ganaría en este respecto asociándose con países con una historia de manejo fiscal y monetario cuestionable. Aunque potencialmente importante para algunos países de la región este beneficio es menor para países con disciplina monetaria y control de la inflación bien establecidos.

El tercer mérito que se le atribuye al empleo de una moneda única consistiría en que el tipo de cambio fijo, implícito en la moneda única crea

un incentivo fuerte para la flexibilización del mercado laboral y del nivel de precios domésticos. Aunque en teoría tales incentivos son fuertes, la experiencia de países que han adoptado tipos de cambio fijos e inclusive cajas de convertibilidad, nos indica que los mercados laborales son resistentes a dichas fuerzas de cambio. Por ejemplo, Argentina, en teoría, debería tener los mercados laborales más flexibles de América Latina salvo Panamá ya que desde hace 9 años cuenta con un sistema de caja de convertibilidad, cuya credibilidad está hoy día bien establecida. En la práctica, sin embargo, todavía falta mucho para tener mercados laborales flexibles pese al esfuerzo realizados para reformarlos.

Veamos ahora los costos que se atribuyen a la creación de un área monetaria regional. El mayor argumento en contra de una moneda única es el que aquí ya se ha mencionado que se deriva del concepto de área monetaria óptima. Hemos mencionado a Bob Mundell y este concepto tantas veces que eso señala cuán justificado ha sido el concederle el Premio Nobel este año. Estos criterios de área monetaria óptima fueron desarrollados originalmente por Mundell en el 61, por McKinnon en el 63 y reactualizados por Frankel en el 99 y varios otros autores. Este argumento se puede resumir de la siguiente manera: frente a shocks idiosincrásicos o propios de origen doméstico o externo, un régimen de tipo de cambio fijo priva al país de la posibilidad de realizar el ajuste necesario vía cambios en el precio de las divisas externas, o a través de una política monetaria apropiada. Si el nivel de precios del país es poco flexible, sus precios relativos, en particular los salarios son relativamente rígidos en términos nominales, el ajuste requerido por el shock sufrido no podrá completarse vía salarios y precios domésticos sino a través de una caída del empleo, de trabajo y de capital. Demás está decir que tal ajuste tiene un alto costo en términos de bienestar social si el capital y el trabajo desempleados no pueden movilizarse fácilmente a otras economías, que sería la salida natural en una unión económica. De haber tenido un tipo de cambio nominal flexible, ajustes apropiados en el precio de las divisas externas habrían remediado, al menos parcialmente, la rigidez de los precios y los salarios domésticos. Análogamente, de haber podido conducir una política monetaria propia, el banco central podría haber mitigado los efectos del shock negativo en la economía.

La teoría del área monetaria óptima nos enseña que a fin de que el ajuste requerido por shocks negativos no tenga un costo real alto, los integrantes de la unión monetaria deben cumplir las tres condiciones que

se han señalado ya. Primero, los países del área monetaria deben estar sujetos a perturbaciones similares, tanto en su origen y naturaleza, como en su momento de ocurrencia. De esta manera, la autoridad monetaria común podría reaccionar en la forma y oportunidad necesarias para todos los participantes de la moneda común; segundo, los países del área monetaria deben contar con una fluida movilidad de capital y trabajo entre ellos. De este modo, los trabajadores y el capital podrían salir de países afectados por una recesión económica hacia aquellos que se encuentren en auge, y tercero, como señalamos anteriormente, a fin de que los costos del ajuste macroeconómico no sean muy elevados, es necesario que los países del área monetaria común cuenten con mercados laborales flexibles tanto en sus prácticas de contratación como en las de salarios y beneficio.

Tal vez valga la pena profundizar en la primera condición del área monetaria óptima. Cuando los integrantes de la unión monetaria no tienen sus ciclos económicos sincronizados, la política monetaria del banco central unificado podría exacerbar las fluctuaciones cíclicas de algunos países. De acuerdo a un reciente artículo de Samuelson de este año, tal parece ser el caso de Irlanda. Este país, pese a tener una economía sobrecalentada, tiene que convivir con las bajas tasas de interés impuestas por la Unión Europea en respuesta a los intereses de sus socios más fuertes, Francia y Alemania. Como agravante adicional, la capacidad de Irlanda para frenar la economía con una nueva contracción fiscal está por el momento limitada ya que recientemente tuvo que ajustar el gasto público para cumplir los requisitos de ingreso a la unión.

Un segundo costo de tener una moneda única es la desaparición de la autoridad local como prestamista de última instancia. En tal capacidad, el banco central tienen las funciones de aliviar fenómenos sistémicos de falta de liquidez, producidos por ejemplo por temores de una devaluación abrupta, y de socorrer a bancos que de modo particular enfrenten problemas de liquidez y supervisar la salida ordenada de bancos con insalvables problemas de solvencia. Algunos analistas, como Hausmann y Powell han señalado que las funciones de prestamista de última instancia no se asocian necesariamente con la facultad de emitir moneda, como lo demuestra la reciente discusión sobre asignar tal rol en el ámbito internacional, al Fondo Monetario Internacional. Según este argumento, la autoridad local podría cumplir estas tareas a través de préstamos internacionales con ella como aval, o bien firmar algún tipo de acuerdo con el país base del sistema, que sería Estados Unidos en el caso de la dolarización. Lo que se olvida a

menudo es que a fin de cumplir las funciones de prestamista de última instancia, no solo es preciso canalizar fondos del sistema bancario en momentos de crisis sistémica o individual, sino también contar con poderes efectivos de liquidación cuando los problemas bancarios son de solvencia. Son estos poderes finales, los que realmente justifican la acción de prestamista de última instancia. Sin ellos, la autoridad monetaria carece de resguardo. Demás está decir que la factibilidad sobre todo política, de una autoridad monetaria supranacional con poderes de liquidación de bancos domésticos es sumamente cuestionable. Naturalmente, existe la opción de no tener bancos domésticos, opción ineludible si el prestamista de última instancia es extranjero.

Después de haber expuesto los argumentos a favor y en contra de la integración en un área monetaria, cabe la pregunta ¿Cumplen hoy los países del Mercosur y Chile los requisitos para tener una moneda única? Con base en los argumentos presentados a continuación, la respuesta que ofrezco en esta mesa redonda es negativa.

Los ciclos de las economías de Mercosur y Chile no están altamente sincronizados. Según un reciente estudio del Banco Central de Chile, preparado en la gerencia de estudios del banco preparado por Loayza, López y Ubide este año, la fracción de las fluctuaciones cíclicas de los países de Mercosur y Chile explicada por factores comunes es menor del 35%, mientras que en los países de la Unión Europea dicha fracción es del orden del 65%. Adicionalmente, cuando se comparan los ciclos de los países de Mercosur y Chile con los de Estados Unidos, que sería el socio ancla en el caso de la dolarización, se encuentra que las similitudes con también muy limitadas. La diferente estructura productiva de los países del Mercosur, Chile y Estados Unidos los sujeta a shocks externos e internos de distinta magnitud, periodicidad y naturaleza. Según lo expuesto anteriormente, esto requeriría una política monetaria de estabilización específica para los países

Las economías de los países de Mercosur y Chile no están altamente integradas en lo referente a sus mercados laborales. Esto se debe en parte a restricciones a la migración de trabajadores entre países y en parte a los niveles disímiles de preparación y capital humano de las respectivas fuerzas laborales. La poca movilidad laboral entre países, junto a la inflexibilidad de los mercados laborales domésticos, dificultaría la obtención del equilibrio económico en las economías de la región frente a shocks

nacionales específicos en ausencia de sendas políticas monetarias nacionales.

Los mercados laborales de los países de Mercosur y Chile son aún muy rígidos. Con limitadas excepciones, las reformas laborales son las reformas económicas que menos han avanzado en estos países. Por otra parte, los mercados financieros son más flexibles y están mejor integrados internacionalmente. Ello significaría que la volatilidad del tipo de cambio nominal podría no representar un costo significativo a las economías de la región, mientras que un ajuste vía precios domésticos y salarios sí podría ser costoso en términos de empleo y producto.

Finalmente, los países de la región han avanzado de manera marcadamente disímil en lo referente a la obtención de un equilibrio fiscal, tanto en el aspecto de solvencia como en el de asignación de los recursos públicos. Aun no hay evidencia clara de que las preferencias de política y la administración de las mismas sean concordantes entre los países de la región. Pretender una convergencia fiscal y monetaria que facilite el uso de una moneda única puede ser muy ambicioso en el corto plazo. No cabe ninguna duda que la existencia de una moneda única introduce incentivos para avanzar en esa dirección, pero mientras no se haya avanzado en un grado suficiente, la introducción de la moneda única se hace extremadamente riesgosa sin tener en la mano algunos elementos de convergencia fiscal y monetaria ensayados y concordados de antemano.

Concluyo que la unificación monetaria para Mercosur y Chile es una meta poco factible en el corto y mediano plazo. Aquí necesitamos hacer mucho más trabajo en materia de convergencia de políticas, y para ello las consultas deben hacerse entre todos los países interesados, eventuales miembros de un área común. Este proceso es inevitable. Pretender introducir primero una moneda común y luego avanzar en la convergencia, es una batalla que nos parece perdida de antemano. Las condiciones de integración internacional y flexibilidad doméstica no están dadas para la disolución de la política monetaria nacional a favor de una regional. Tampoco están dadas las condiciones de armonización fiscal entre países. Por tanto, la implementación de un sistema de moneda única solo podría ser considerada como una esta de largo plazo. La moneda única -y esta es mi principal conclusión- debe ser la culminación y no el inicio de un proceso de integración de mercados, coordinación de políticas y consolidación de las reformas estructurales en las economías de la región.

El sistema más apropiado para la región parece ser aquel -por ahora- que conserva la autonomía monetaria y cambiaria de sus países. En el caso chileno, la autonomía cambiaria se refleja en un sistema recientemente confirmado de libre flotación del peso chileno. Se llegó a esta decisión no por una presión del mercado inmediata, sino después de una cuidadosa preparación que tomó alrededor de dos años y que incluyó algunos elementos de los que aquí se han mencionado, el establecer limitaciones al descalce de las instituciones financieras en materia de monedas, en materia de plazos y en materia de tasas de interés, de modo de evitar los riesgos de que una volatilidad cambiaria, pudiese afectar patrimonialmente a esas empresas; introducir mecanismos de cobertura de riesgo cambiario, de manera de que las empresas no financieras pudieran existir mecanismos de cobertura que también minimizara los riesgos generados por la volatilidad cambiaria; modificar la contabilidad del banco central para pasar desde el tipo de cambio centro de la banda que utilizábamos en ese entonces, al tipo de cambio del día, y algunas otra medidas de menor trascendencia que se fueron adoptando en un plazo de alrededor de dos años. Cuando esas medidas estuvieron puestas en su lugar el mercado estaba tranquilo, consideramos que era la oportunidad para abandonar las bandas que habíamos usado durante casi 10 años y para a un sistema de flotación que -nos parece- se presta mejor par enfrentar las volatilidades del sistema financiero internacional actual. En este contexto, los mayores desafíos que enfrentan las autoridades de política económica en Chile son, primero, el continuado perfeccionamiento de los mercados financieros domésticos a fin de que permitan la reducción del riesgo cambiario y otras fuentes de incertidumbre derivadas de la integración internacional y, segundo, la continuación del cumplimiento de la meta de baja inflación, que es lo que se ha venido haciendo en los últimos 10 años. Ninguno de estos desafíos es menor, si se considera que Chile es una economía altamente integrada comercial y financieramente con el resto de las economías regionales y emergentes.