

## UNA MONEDA REGIONAL: IMPACTO SOBRE LA BANCA CENTRAL

Armando León Rojas\*  
BANCO CENTRAL DE VENEZUELA

### Resumen:

El proceso acelerado de globalización y la consecuente simplificación monetaria, han reanimado el debate sobre zonas monetarias y las posibilidades reales de comentarlas. En el ámbito de América Latina, los ambientes de las crisis nacionales parecen diluirlo, sin embargo, es un tema crucial que debe ser abordado en sus diversas dimensiones, incluidos aspectos institucionales de reformas estructurales y organizativas, que se tratan en este artículo.

**Palabras claves:** Banca Central, integración monetaria y moneda única.

### I. INTRODUCCIÓN

El proceso de globalización e integración de la economía mundial, se ha producido de forma contemporánea con el afianzamiento de la regionalización y el fortalecimiento de los bloques monetarios. La simplificación monetaria no se ha expresado a partir del surgimiento de una moneda universal, sino, a partir de la desaparición de monedas nacionales y la consolidación de los bloques monetarios regionales. Sin embargo, debemos señalar de entrada que el surgimiento de una moneda regional nueva, pareciera constituir la fase avanzada de los Acuerdos de Integración Regional (AIR), pero constituye una meta compleja y difícil de concretar.

El establecimiento de los AIR representa la cristalización de un proceso de integración cuya génesis se ubica en el área comercial, para luego extenderse al resto de los sectores económicos de los Estados Miembros (EM) del acuerdo<sup>1</sup>.

---

\* Director del Banco Central de Venezuela. Profesor de la Universidad de los Andes y de la Universidad Metropolitana. Este trabajo contó con la asistencia técnica de la Econ. Eliana Mayorca.

<sup>1</sup> Es así como se puede distinguir entre las diversas etapas o grados del proceso de integración económica, atendiendo al nivel alcanzado por el desarme arancelario y por la coordinación de las políticas económicas entre los miembros. La teoría económica tradicional distingue entre las siguientes etapas de integración: Zona de Libre Comercio, Unión Aduanera, Mercado Común, Unión Económica y finalmente Integración Económica,

En las primeras etapas del proceso el esfuerzo integrador se orienta a suprimir las restricciones comerciales y lograr la ampliación de un área geográfica de actuación de las empresas de los diversos países miembros, lo que significa mayores oportunidades del aprovechamiento de economías de escala, facilitando el incremento en la eficiencia de la producción y mejores términos de intercambio. Estas metas son potenciadas a medida que el proceso de integración avanza, alcanzándose posteriormente una mayor estabilidad económica intraregional como consecuencia de la implementación de una efectiva coordinación de las políticas económicas (fiscal y monetaria), sociales y culturales comunes.

Esta coordinación entre los miembros es fundamental en las últimas etapas del proceso de integración económica, ya que a medida que la integración se expande hacia todos los sectores de la vida nacional, se incrementa la "Interdependencia"<sup>2</sup> entre ellos, existiendo el riesgo de sufrir las consecuencias de la aplicación de "Políticas de Empobrecimiento del Vecino"<sup>3</sup> o "Medidas Free - Riders" por parte del resto de los integrantes, (Strauss, 1994)<sup>4</sup>. Además de esto, la interdependencia puede incrementar la vulnerabilidad nacional ante shocks externos y los efectos de contagio de las crisis financieras de algún integrante.

Adicionalmente, cada EM debe coordinar internamente la ejecución de sus políticas fiscales y monetarias, con el objetivo de procurar la estabilidad interna de cada nación. La coordinación en el ámbito fiscal debe ir en aras de evitar el posible deterioro de la balanza de pagos del país en respuesta a potenciales fugas de capitales al eliminarse las restricciones para la libre movilidad de los

---

siendo las dos últimas etapas las que serán objeto de atención, por implicar la adopción de la "Integración Monetaria".

<sup>2</sup> El concepto de "Interdependencia" implica una mayor sensibilidad ante la aplicación de cualquier política nacional, cada EM generará impulsos y recibirá impulsos por parte del resto de los miembros. Es importante destacar que mientras más pequeña sea la economía nacional, mayores serán los efectos secundarios producto de la interdependencia, ya que las acciones de los países más poderosos, tendrán una mayor impacto sobre ellos.

<sup>3</sup>Entre este tipo de políticas destaca la aplicación de "Devaluaciones Competitivas", aplicadas por los EM con el objetivo de incrementar la competitividad a nivel de precios (abatamiento) de sus exportaciones a expensas del comercio exterior del resto de los miembros.

<sup>4</sup> Strauss (Strauss, 1994) alerta sobre la necesidad de minimizar la acción de este tipo de medidas porque, aunque con estas políticas los países no pretenden alcanzar un mayor bienestar a expensas del resto, pueden verse tentados a adoptar una posición pasiva en el proceso de integración, limitándose a sacar provecho de las ventajas del proceso sin contribuir con él.

factores. En consecuencia la efectividad de la política monetaria nacional, se debilita ante la movilidad casi perfecta de capital, por tal motivo, para maximizar los beneficios asociados a la constitución de un área de integración económica e impedir efectos adversos sobre la estabilidad monetaria, se debe avanzar a una integración monetaria, que derive en un Sistema Monetario Único (SMU) regido por autoridades supranacionales.

En este ámbito es donde se ubica el objetivo de la presente investigación, el cual abarcará las "Reformas Institucionales" y las medidas para alcanzar la "Convergencia Macroeconómica" que deben cumplir los países como requisitos básicos para su inserción al área integrada monetariamente.

## II. INTEGRACIÓN MONETARIA, ALGUNAS CONSIDERACIONES

La primera alternativa a considerar corresponde a la integración monetaria es el aspecto distintivo entre la etapa de Unión Económica (UE) respecto a las etapas anteriores del Proceso de Integración Regional. La Coordinación Económica entre países que profundizan su grado de integración tiene como fundamento el acoplamiento de los objetivos macroeconómicos, tanto internos (déficit fiscal, inflación) como externos (nivel de endeudamiento, tipo de cambio) para lograr el fortalecimiento de la región y ganar competitividad frente al resto de los bloques regionales. La discusión sobre la profundización de la integración conduce al debate acerca del régimen cambiario compatible con un esquema monetario integrado.

### *Opciones de Regímenes Cambiarios Integrados (León, 2000)*

La adopción de un régimen de tipo de cambio fijo dentro de la región integrada, dejando flotar el tipo de cambio en el ámbito extra - regional, es una alternativa poco atractiva, por la persistencia de monedas distintas y por ende, la incertidumbre cambiaria ante la posibilidad de revocar las paridades lo que impide maximizar las ventajas asociadas a la UE.

La otra posibilidad sería la Dolarización Unilateral, aunque presenta similares costos y ventajas respecto a la adopción de una moneda única, la adopción del dólar norteamericano como moneda de curso legal no amerita el diseño y la puesta en marcha de un marco institucional supranacional, aunque tiene varios costos adicionales, representado por los riesgos de presiones intra - regionales en caso de no coincidir con los ciclos económicos del país emisor, la pérdida de señoreaje, la dificultad de coordinar políticas regionales, y la desaparición de la figura de prestamista de última instancia, entre otros.

Finalmente la constitución de una Unión Monetaria con Creación de Moneda Única: Consiste en la emisión de una moneda común para los países que conforman la región objeto de integración, sin embargo, en una unión monetaria los

países deben enfrentar las trabas políticas derivadas de la "Pérdida de Autonomía" de las autoridades nacionales en el manejo de las políticas económicas (fiscal y monetaria) con fines contracíclicos<sup>5</sup>, adicionalmente, los países deben asumir la complejidad derivada de la creación de un banco central supranacional que se encargue de la emisión de la moneda única y del diseño y ejecución de la política monetaria, así como de la coordinación de los Bancos Centrales Nacionales, beneficiándose de la distribución del señoreaje dentro de los países miembros del acuerdo.

La adopción de esta medida tiene dos grandes beneficios. El primero está asociado a la eliminación de los costos transaccionales como consecuencia de la sustitución de las distintas monedas nacionales por una moneda única, mientras que el segundo se refiere a la estabilización del tipo de cambio, que diluye la incertidumbre cambiaria y permite mejorar los flujos de comercio y la inversión extranjera. Adicionalmente, la adopción de una moneda única suprime las devaluaciones competitivas dentro de la región y, disminuye la fijación discriminatoria de precios, lo que se refleja en una mayor transparencia en los mercados.

Las opciones cambiarias aquí referidas pertenecen a la clasificación de regímenes cambiarios fijos, ya que, aunque no existe consenso acerca de cual es el grado de flexibilidad apropiado para el tipo de cambio en economías integradas, la experiencia internacional señala que la adopción de un régimen de tipo de cambio fijo, hacia el interior de la región integrada, tiene una mayor concordancia respecto a los procesos de integración monetaria, en vista que cuanto mayor es el grado de convergencia entre los equilibrios macroeconómicos de los EM, la efectividad del manejo de la política cambiaria como instrumento para incrementar la competitividad de las exportaciones es menor, es decir, pierde sentido la flexibilidad del tipo de cambio, además, la disminución de los costos transaccionales del dinero en respuesta a la adopción de una moneda única constituye un beneficio a favor de la escogencia de regímenes cambiarios fijos (BID, 2001).

Es importante señalar que la escogencia del régimen cambiario dependerá, en gran medida, de la voluntad política nacional a ceder discrecionalidad en su actuación en la política monetaria, de las recomendaciones del organismo supranacional designado para la coordinación de las políticas económicas, y del nivel de credibilidad de las autoridades monetarias, el cual tiene una relación

---

<sup>5</sup> Es importante aclarar que dentro de una UE los EM "sólo" pierden la discrecionalidad de las políticas económicas con estos fines, ya que la ejecución de estas políticas sigue estando en manos de las autoridades nacionales, pero con la supervisión del ente rector supranacional, encargado de la "Coordinación Económica".

directa con la flexibilidad del régimen cambiario adoptado<sup>6</sup>. Se analizará el proceso de constitución de la UE con la adopción de una unión monetaria basada en la emisión de moneda única, por ser el régimen cambiario compatible con esta etapa de la integración que presenta las mayores beneficios en términos de estabilidad de precios y tipo de cambio.

### *Requisitos para la Integración Monetaria*

Con el objetivo de maximizar los efectos positivos aparejados a los procesos de integración, minimizando a su vez los efectos indeseados, los países de la región deben cumplir al menos tres requisitos:

- Deben *Coordinar Internamente* la ejecución de sus políticas fiscales y monetarias, con el objetivo de procurar la estabilidad interna de cada nación. La coordinación en el ámbito fiscal debe tener como objetivo mejorar la solvencia en este ámbito, con el fin de evitar el posible deterioro de la balanza de pagos del país en respuesta a potenciales fugas de capitales, mientras que en el ámbito monetario se orienta hacia la Integración Monetaria, donde puede existir un "Sistema Monetario Único (SMU)" regido por una autoridad supranacional que formule y permita la ejecución de las políticas monetarias comunes adoptadas que garanticen la estabilidad de precios, para luego avanzar hacia un estado de crecimiento sostenible, mayor nivel de empleo y baja inflación.
- Para potenciar los efectos positivos derivados de la coordinación en un marco de integración debe fomentarse la creación de un *Marco Institucional Común*, lo cual implica la armonización de las legislaciones nacionales y el establecimiento de la normativa que podría regir las funciones del Banco Central Supranacional (BCS) y los Bancos Centrales Nacionales (BCN) dentro del SMU.
- Estrechamente relacionado con el tema de la Coordinación Macroeconómica, surge el requisito de la Convergencia Macroeconómica<sup>7</sup> entre las condi-

---

<sup>6</sup> La experiencia internacional permite establecer esta relación, mediante la cual se ha observado que mientras más credibilidad tenga un BCN respecto a su lucha contra la inflación, y la disciplina fiscal de los gobiernos, mayor flexibilidad puede otorgarle a su política cambiaria.

<sup>7</sup> Esta convergencia también es denominada "Convergencia Nominal", y se refiere a la que debe existir entre las variables económicas: nivel de inflación, crecimiento, tipo de cambio, nivel de endeudamiento y saldo fiscal y comercial de los EM, con el fin último de

ciones que deben cumplir los países para establecer un "Área Monetaria Común (AMC)".

Adicionalmente se requiere que los EM accedan a la "Coordinación Internacional" de sus políticas económicas, aspecto que está a su vez estrechamente relacionado con la "Pérdida de Autonomía" de las autoridades nacionales en cuanto a su discrecionalidad en la formulación de políticas internas, por lo que este punto es el más relevante al discutir sobre la resistencia que puede tener alguna nación para firmar un AIR. Evidentemente, las autoridades nacionales deben realizar una evaluación costos - beneficios para determinar la conveniencia de sumarse a un proceso de integración, que conduzca a la creación de una zona monetaria común o la adopción de una moneda común.

### III. LA CONVERGENCIA MACROECONÓMICA COMO UNA ETAPA PREVIA AL PROCESO DE INTEGRACIÓN MONETARIA

El objetivo final de un proceso de integración monetaria es lograr la estabilidad de precios en el mediano plazo dentro de la región integrada, por lo que dentro de este proceso se exige la explícita fijación de metas anuales y plurianuales respecto a la tasa de inflación, acompañadas de una transparente y conocida forma de medir el cumplimiento de este objetivo. Estas exigencias favorecerían la convergencia en el tiempo del ritmo de crecimiento de los precios entre los países miembros del AIR y proveerían las bases para una mayor estabilidad entre las paridades de sus monedas, (Zahler, 2001).

Adicionalmente, se debe considerar que en un contexto de casi perfecta movilidad de capitales propio de las uniones monetarias, la coordinación mediante objetivos inflacionarios puede no ser suficiente garantía de estabilidad macroeconómica, por lo que autores como Masson (1992), Zahler (2001) y Socas (2002), coinciden en que se debe procurar la convergencia de variables macroeconómicas fundamentales como las tasa de interés, el nivel de endeudamiento, los saldos de las balanzas comerciales, entre otras, con el propósito de minimizar las presiones que pueden ejercer estas variables sobre los niveles de inflación de los países<sup>8</sup> y así lograr establecer áreas monetarias óptimas<sup>9</sup>.

---

reducir las disparidades existentes entre los países integrantes en cuanto a los niveles de productividad y calidad de vida → Convergencia Real.

<sup>8</sup> Los desequilibrios en estas variables requieren ajustes posteriores que suelen consistir en fuertes devaluaciones del tipo de cambio, medida contraria a la adopción de la moneda única, lo que impediría el alcanzar el objetivo de estabilización de precios mermando el éxito de la unión monetaria.

Con el objetivo de establecer fuertes y sostenibles áreas monetarias, a continuación se presenta el complemento adecuado a la coordinación del objetivo inflación, el cual consiste en la formulación de un conjunto de políticas que eviten la acumulación de desequilibrios macroeconómicos:

**Convergencia de Precios y Paridad del Poder de Compra:** Una de las condiciones más importantes para participar ventajosamente en un área monetaria es la paridad de las tasas de inflación de los EM, ya que esta condición permite la dinamización de los flujos de transacción en el área como consecuencia de la mayor estabilidad cambiaria. Por otra parte, la estabilidad de los tipos de cambio da paso a la convergencia entre los niveles de precios internacionales, lo que se refleja en la paridad del poder de compra entre los integrantes del AIR.

- **Convergencia de tasas de interés:** Al adoptarse una moneda única, las autoridades nacionales no se ven tentadas a utilizar las tasas de interés como instrumento para combatir apreciaciones indeseadas en las monedas o para fortalecer la moneda nacional, por el contrario, estas autoridades tendrán suficientes incentivos en la búsqueda de la convergencia de sus tasas para fortalecer la moneda de la región.
- **Convergencia en las Cuentas Corrientes:** Al minimizarse la necesidad de realizar ajustes en la balanza de pagos<sup>10</sup>, se reducen las presiones y los costos de mantener la estabilidad en el tipo de cambio.
- **Convergencia en los ciclos económicos:** Al existir convergencia respecto a las estructuras productivas y los ciclos económicos, los EM pueden enfrentar con mayor igualdad los choques asimétricos, reduciendo la necesidad de utilizar la política cambiaria bilateral para lograr ajustes reales dentro del área, por otra parte, al cumplirse esta condición de convergencia, los EM presen-

---

<sup>9</sup> Las teorías sobre las que se basan Socas, Masson y Zahler sobre el establecimiento de áreas monetarias óptimas fueron formuladas originalmente por los economistas Mundell, McKinnon y Kenen, los cuales se basaron en la relación directa existente entre la convergencia macroeconómica y las áreas monetarias óptimas, mientras que destacaron que la estabilidad y éxito de un área monetaria dependía del grado de movilidad factorial (trabajo y capital), del desarme arancelario respecto al comercio exterior, y de la diversificación productiva de los países miembros.

<sup>10</sup> Entre estos mecanismos de ajuste destacan: Ajuste del tipo de cambio hacia su valor de equilibrio; Reasignación de los recursos por medio de políticas fiscales o monetarias; y Financiamiento interno o externo del desequilibrio.

tan una mayor simetría en la reacción de sus economías frente a la aplicación de políticas monetarias conjuntas.

- **Convergencia Fiscal:** La homogeneización de las condiciones fiscales en los EM tiene como principal fin evitar masivas fugas de capitales hacia aquellos países con mayor estabilidad en el sector fiscal, ante la eliminación de las restricciones a la libre movilidad de este factor. Adicionalmente, la convergencia en los déficits presupuestarios de los EM es fundamental para la estabilidad de las tasas de interés, ya que el endeudamiento excesivo de algún país para financiar su déficit provocará un alza en las tasas de interés del resto, encareciendo esta fuente de financiamiento. Por otra parte, en ausencia de mecanismos fiscales compensatorios para corregir los desequilibrios fiscales producto de las asimetrías en los ingresos de los EM, éstos se ven obligados a ejecutar políticas fiscales autónomas que pueden alterar el equilibrio de precios la estabilidad cambiaria del área monetaria.
- **Convergencia Monetaria:** En este tipo de convergencia surge la discusión antes presentada acerca de la elección del régimen cambiario a adoptar, presentándose tres alternativas: La adopción de un régimen de tipo de cambio fijo dentro de la región integrada, dejando flotar el tipo de cambio en el ámbito extra - regional; La adopción de la dolarización unilateral; y La creación de una moneda única; llegando a la conclusión que el régimen cambiario con mayor compatibilidad respecto a un esquema monetario integrado es la creación de una moneda única.

La convergencia monetaria en este caso requerirá de una profunda reforma estructural que comprenda la constitución de un Sistema Monetario Único (SMU) liderado por un Banco Central Supranacional (BCS), el cual se encargará de la emisión de la moneda única adoptada y de la política monetaria única de la región a ser ejecutadas por los Bancos Centrales Nacionales (BCN).

La medición del grado de convergencia de los indicadores respecto a los niveles de equilibrio de largo plazo establecidos para la región, es utilizada para estimar la evolución y los resultados obtenidos por parte de los Estados miembros dentro del proceso de integración monetaria, existiendo dos parámetros fundamentales para este propósito:

En primer lugar, un alto grado de convergencia implica una minimización de la utilidad de las variaciones intrarregionales de los tipos de cambio para realizar ajustes macroeconómicos (corregir desequilibrios de la balanza de pagos, reducir la inflación o el desempleo), afianzando la convicción de los países de adoptar la moneda regional con el objetivo de aprovechar los beneficios producidos



por la reducción de los costos de transacción, elevando los beneficios de la coordinación macroeconómica.

Un bajo grado de convergencia, cristalizado en una mayor asimetría entre los niveles de los indicadores, provoca una disminución de los beneficios de participación en el AIR, por lo que el riesgo de reversión es mayor.

Como se puede observar, estos parámetros y el planteamiento de la Convergencia Macroeconómica como una condición *sine qua non* para avanzar hacia un proceso de integración monetaria en un contexto de Integración Regional es apoyada por la experiencia europea, en la cual, a partir del Tratado de Maastrich (1992), se establecieron tres criterios de convergencia macroeconómica que debían cumplir los países aspirantes a la UME como una precondition para avanzar a la tercera etapa de la unión monetaria con la creación de la moneda regional:

- Criterio Fiscal: Se pretende mantener saneadas las finanzas públicas de los países miembros, por lo que se estableció que el déficit público no deberá exceder del 3% del PIB, mientras que la deuda pública no deberá exceder del 60% del PIB; estableciendo criterios de flexibilidad para que los países alcanzaran esos límites.
- Criterio para las tasas de inflación: La tasa de inflación anual no podrá exceder en 1,5 puntos el promedio de la tasa de los tres países con inflación más baja.
- Criterio para el Tipo de Cambio: En la etapa previa a la adopción de la moneda única, los tipos de cambio nacionales deberán permanecer sin tensiones dentro de los márgenes impuestos por el Sistema Monetario Europeo.

Sin embargo, Paul Masson (1992), señala que la "Convergencia Macroeconómica" no es una precondition para el establecimiento de la UE, por el contrario, ésta es una consecuencia de este proceso, ya que a medida que el proceso de unión monetaria se consolida y avanza, las tasas de inflación, los tipos de interés, y el resto de los equilibrios macroeconómicos convergerán respecto a los valores de equilibrio de largo plazo. Es por esta razón que la convergencia como un requisito previo para la constitución de la unión monetaria es cuestionable.

#### IV. INTEGRACIÓN Y OPERACIÓN DE UN SISTEMA MONETARIO ÚNICO (SMU)

La formación de una UE supone la instrumentación de una política monetaria común. Para esto se constituye un SMU, que además supone la Creación de

una Moneda Única como el régimen cambiario compatible con un esquema monetario integrado. En este sistema monetario, participan una Entidad Supranacional y los Bancos Centrales Nacionales (BCN), siendo interesante analizar cómo se produce la transferencia de la responsabilidad de la política monetaria desde los BCN a una nueva institución supranacional.

Efectivamente la existencia de un sistema de tipo de cambio fijo supone la delegación de la política monetaria a la nación que emite la Moneda Ancla, en el caso de la Unión Monetaria, con emisión de una moneda regional, el diseño y aplicación de la política monetaria corresponde al Banco Central Supranacional (BCS), asumiendo los BCN funciones de operadores o ejecutores de la política monetaria a nivel nacional, otorgando los créditos a las entidades y custodiando las garantías (Cuadrado, 2002).

En general, la literatura económica y sobre todo la experiencia de la Integración Monetaria Europea refiere la siguiente estructura del SMU: Estructura Institucional:

### *Estructura Institucional*

#### Banco Central Supranacional (BCS)

Antes de llevar a cabo la constitución de la UE, se debe crear el marco institucional necesario que respalde esta política<sup>11</sup>. Es necesario la creación de un Banco Central Supranacional (BCS), institución independiente que debe asumir la formulación de la política monetaria única de la zona integrada, además de establecer y velar por el correcto cumplimiento de un marco institucional sólido necesario para la ejecución de las políticas comunes adoptadas, con el propósito de alcanzar la estabilidad de precios, objetivo primordial del BCS, como una condición necesaria para el funcionamiento adecuado del SMU y el logro del objetivo de la estabilidad monetaria y económica, lo que permitirá crear condiciones macroeconómicas adecuadas para alcanzar un crecimiento sostenible en la región.

Con respecto a la estrategia de política monetaria del BCS, ésta debe incluir una definición cuantitativa del objetivo de estabilidad de precios, la cual constitui-

---

<sup>11</sup> Se debe reconocer que el Pacto Andino tiene una amplia experiencia en el diseño e implementación de instituciones supranacionales como el FLAR, la CAF, entre otros.

rá un ancla para las expectativas de inflación y establecerá una referencia para que el BCS rinda cuentas a la región respecto a su actuación. Al anunciar esta definición, se debe reafirmar el objetivo de estabilidad de precios en el medio plazo, y deben ser anunciadas la combinación de políticas económicas para alcanzar este objetivo. Adicionalmente, el Banco Central Europeo (BCE, 2002) considera que el objetivo de Estabilidad de Precios requiere el establecimiento de mecanismos que permitan:

Monitorear las expansiones y contracciones del nivel de liquidez en la economía, por lo que la estrategia debe incluir un valor de referencia para el crecimiento monetario, dada su relación con la inflación en el mediano y largo plazo; y realizar un seguimiento y un análisis periódico de una amplia gama de otros indicadores económicos y financieros que puedan afectar la evolución de los precios.

La formulación de la Política Monetaria Única de la región integrada por parte del BCS, incluye la adopción de decisiones relativas a "los objetivos monetarios intermedios, los tipos de interés básicos y el suministro de reservas" en el SMU, además de establecer las orientaciones necesarias para el cumplimiento de dichas decisiones.

Un aspecto fundamental en la creación del BCS es la credibilidad y reputación que debe tener esta institución, conceptos aparejados con el grado de responsabilidad y compromiso que demuestre en la ejecución de sus funciones. Es importante señalar que desde el mismo instante en que se crea la entidad, ésta debe contar con una buena reputación, ya que el éxito de las políticas que adopten los EM, y eventualmente las metas que se establezcan, deben reflejar ese compromiso. Es por esta razón que los países integrantes de la Unión Europea debieron aplicar durante el período de convergencia la "Teoría de la Credibilidad Alquilada", con el objetivo de brindarle al Banco Central Europeo la credibilidad y transparencia necesaria desde su nacimiento.

En el Tratado de Maastrich (1992) se contempla la transferencia de la reputación antiinflacionista y la credibilidad del banco central alemán hacia el Banco Central Europeo, cuya moneda, el marco alemán, serviría de ancla al Sistema Monetario Europeo (SME), para configurar el entramado institucional de la Unión Monetaria Europea. Esta elección del Bundesbank obedeció a la fuerte credibilidad de la institución en el manejo de la política monetaria y a la independencia que poseía éste frente al poder político y económico, lo que le otorga ciertas garantías a los inversionistas con respecto al conjunto de monedas que fueron convergiendo. Adicionalmente, había venido ejerciendo un papel hegemónico dentro del SME por lo que poseía una gran influencia en la política monetaria dentro de la Comunidad.

De esta experiencia se deduce la necesidad de adoptar un banco central como ancla de la credibilidad del BCS y por ende del SMU. Este organismo debe cumplir con al menos los siguientes requisitos:

Con el requisito de absoluta independencia con respecto al Gobierno de su país, lo que garantiza la formulación y ejecución de políticas monetarias libres de presiones políticas. Esta característica se mantendrá luego en la constitución del BCS, cuyos directivos deberán ser electos por períodos determinados por ley<sup>12</sup>.

Adicionalmente el BCN debe compartir con la entidad supranacional que se quiere crear, el principal objetivo de la política monetaria como lo es la "Estabilidad de Precios". Para alcanzar este objetivo el BCN debe estar dotado de independencia en cuanto al manejo de los agregados monetarios, fijando para ello objetivos cuantitativos respecto al crecimiento de estos agregados.

En el caso de América del Sur y en general de América Latina, este punto es crucial por el pasado inflacionario de la región y las permanentes presiones políticas y de grupos de interés que reciben los Bancos Centrales<sup>13</sup>, lo que debilita su credibilidad y reputación antiinflacionaria. Este punto dificulta, como ningún otro, el diseño de un BCS que pueda emitir una moneda regional creíble capaz de flotar frente a los bloques existentes.

### Bancos Centrales Nacionales (BCN)

La emisión de una moneda regional en sustitución de la moneda nacional implica que las funciones de emisor, formulador y ejecutor de las políticas monetarias que eran aplicadas por los BCN para estabilizar los precios internos sean transferidas al BCS, por lo que deben redefinirse las funciones de los BCN.

Efectivamente, si un conjunto de países toman la decisión de ceñirse al SMU, adoptando la creación de una moneda única para la región integrada como el régimen cambiario a seguir, deberá redefinir las atribuciones de su Banco

---

<sup>12</sup> En el tratado de Maastrich se establece que las autoridades del Banco Central Europeo son designadas por períodos de ocho años sin posibilidades de reelección, mientras que los directivos de los BCN de la zona euro lo son por períodos de cinco años en promedio.

<sup>13</sup> El último episodio lo vivió Brasil con el anuncio, en plena campaña electoral, de la sustitución del presidente del banco central para designar a uno políticamente cercano al candidato presidencial.

Central, ya que será el Banco Central Supranacional el encargado de la formulación de la política monetaria única de la región integrada, aunque vale destacar que los BCN serán los encargados de la ejecución de dicha política.

Este proceso de formulación (BCS) y ejecución (BCN) de la política monetaria única requiere de procedimientos y reglamentos institucionales para coordinar la actuación de ambos actores, siendo indispensable analizar las atribuciones en las operaciones monetarias, procediendo posteriormente a analizar los cambios que deben producirse en la operatividad de los BCN con el objetivo de adaptarse a este nuevo esquema, al ser BCS el que formula la política monetaria<sup>14</sup>:

### *Política Monetaria Única*

En el proceso de transición de una política monetaria nacional a una regional, el BCS debe tener un mandato claro y fuerte respecto a la estabilidad como objetivo fundamental de su actuación, y respecto a sus funciones de diseño y formulación de la política monetaria. Al respecto el Banco Central Europeo (BCE (b), 2001) define para la comunidad los niveles de competencia y responsabilidad entre el BCS y los BCN.

La operatividad de la política monetaria única se refiere a las operaciones ejecutadas por las autoridades monetarias dentro del SMU, entre las que destacan:

- Emisión de la moneda única adoptada<sup>15</sup>; con la adopción de la moneda única, se elimina el poder monopólico de los BCN para emitir dinero quedando esta función a discrecionalidad del BCS;
- Establecimiento de las Tasas de Interés:

Con relación a los mecanismos de política monetaria para controlar el nivel de liquidez del Sistema Financiero y las tasas de interés de corto plazo en el mercado monetario, se requiere definir de forma clara la actuación del BCS y el

---

<sup>14</sup> Las funciones aquí expuestas están contempladas en el Apartado 2, Art. 105 del Tratado Constitutivo de la Comunidad Europea, como "Funciones Básicas del Eurosistema".

<sup>15</sup> En el caso de la creación de un "Sistema de Bancos Centrales", en lugar de un Banco Central Supranacional, éstos deberán coordinar la emisión de la moneda única con base en la elasticidad ingreso de la demanda y la elasticidad renta de la oferta (Socas, 2002).

margen de ejecución de los BCN. Es evidente que en la fase de transición, la función de actuación en el corto plazo en los mercados monetarios deberá estar a cargo de los BCN bajo la directriz del BCS. Este punto es relevante porque significa la orientación de los tipos de interés y el nivel de crédito del BCN a la banca. La orientación de la política y los tipos de interés en corto deben haber sido definidos al momento de formular la política monetaria que orientará el objetivo de estabilidad de precios.

Dentro de este marco surge el principio más importante que debe regir las operaciones del BCS, denominado "Eficiencia Operativa", el cual se refiere a la capacidad del marco operativo de transmitir las decisiones de política monetaria a las tasas de interés de corto plazo del mercado monetario con la mayor precisión y rapidez posibles para garantizar la construcción de credibilidad y alcanzar el objetivo de estabilización.

- Operaciones de Mercado Abierto (OMA):

Las OMA desempeñan un papel fundamental en la orientación y ejecución de la política monetaria, en la fijación de las tasas de interés, y en la gestión de la liquidez en el mercado monetario, por lo que son claves para alcanzar los objetivos del SMU. La estrategia y objetivos de las OMA en una zona monetaria con moneda regional, deben ser definidas por el BCS, y la discrecionalidad de estas operaciones será ejercida de forma descentralizada por los BCN<sup>16</sup>. La experiencia europea demuestra que la actuación de los BCN, según los lineamientos de política definidos por el Banco Central Europeo, es más eficiente para lograr los objetivos de inflación y nivel de liquidez dentro del área común.

Sin embargo, a pesar que los BCN tienen la discrecionalidad de realizar las OMA, el BCS, en su función de creación de un marco institucional sólido en la región integrada, deberá establecer los principios generales para las operaciones de mercado abierto y para las operaciones de crédito que efectúe por sí mismo o que efectúen los BCN, incluido el anuncio de las condiciones para efectuar dichas transacciones, entre las que destacan el volumen de liquidez inyectado y la tasa mínima de puja en las subastas.

---

<sup>16</sup> Los BCN son los encargados de ejecutar estas operaciones, sin embargo, es fundamental destacar que el BCS, en el ejercicio de su función de supervisión y garantía de la estabilidad del sistema financiero, está facultado a ejecutar "Operaciones Bilaterales de Ajuste" en casos excepcionales.

Con el fin de alcanzar los objetivos del SMU y de llevar a cabo sus funciones los BCN deberán<sup>17</sup>:

Operar en los mercados financieros comprando y vendiendo directamente (al contado y a plazo), o con arreglo a pactos de recompra, prestando o tomando prestados valores y otros instrumentos negociables, ya sea en monedas comunitarias o en divisas extracomunitarias, así como en metales preciosos; y además realizar operaciones de crédito con entidades de crédito y demás participantes en el mercado, basando los préstamos en garantías adecuadas.

Con respecto a los tipos de OMA ejecutadas dentro de la Unión Monetaria Europea, el Banco Central de España (BCE, 2001) las clasifica en las siguientes modalidades:

- Operaciones Principales de Financiamiento: Son consideradas como el principal instrumento del SMU, ya que mediante ellas, el BCS inyecta liquidez a sus entidades de contrapartida a través de los BCN.
- Operaciones de Financiamiento a Plazos más Largos: Los fundamentos de estas operaciones son los mismos que los presentados para las operaciones principales de financiamiento, sólo que el vencimiento es a tres meses, y su periodicidad es mensual.
- Operaciones de ajuste: Estas operaciones tienen por objeto minimizar las presiones que ejerce la variabilidad inesperada de la liquidez sobre las tasas de interés por medio de la regulación de la misma (absorción o inyección de liquidez), por lo que es indispensable que cuenten con un alto grado de flexibilidad.
- Operaciones estructurales: Por último, estas operaciones tienen como objetivo ajustar la posición estructural de liquidez del SMU frente al sistema bancario, es decir, el volumen de liquidez disponible en el mercado en el largo plazo.

Las Operaciones de Mercado Abierto acá discutidas pretenden lograr la actuación tanto en el corto como en el largo plazo del BCS. Sin embargo, la aplica-

---

<sup>17</sup> La reglamentación de las OMA en la Unión Económica Europea aquí presentadas está contemplada en el Capítulo IV: "Funciones Monetarias y Operacionales del SEBC", Art. 18 del "Protocolo sobre los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del Banco Central Europeo" (BCE, 1999).

ción de múltiples modalidades de OMA depende de la profundidad y eficacia de los mercados monetarios y financiero. En el caso de América Latina, la profundidad de los mercados es menor y el nivel de sofisticación financiera bajo, lo que significa que de adelantarse un sistema monetario integrado con emisión de una moneda regional, el BCS y los BCN deberán ejecutar esfuerzos adicionales para darle profundidad y consistencia al mercado monetario.

### Banco de Bancos

En la literatura económica, una de las funciones básicas de los bancos centrales se refiere a la de "Banco de Bancos", en un contexto regional, esta función debería compartirse entre el BCS y los BCN. Debemos considerar que uno de los objetivos del BCS es garantizar el correcto funcionamiento y estabilidad del sistema financiero. Para ello, este ente ejerce la función de proporcionar financiamiento a las entidades de crédito con el propósito de que éstas cuenten con la suficiente liquidez para enfrentar posibles retiradas imprevistas, y para que ajusten sus saldos de fin de día.

Debido a la necesidad de dinero y, sobre todo, a la obligación de cumplir las exigencias de reservas, el sistema bancario de la zona integrada tiene un déficit agregado de liquidez y depende de la financiación del SMU, por lo que el BCS actúa como proveedor de liquidez, lo que le permite controlar los tipos de interés y transmitir los impulsos de política monetaria a toda la región integrada. Con respecto a la función de **Prestamista de Última Instancia** deben formularse mecanismos que permitan la intervención coordinada entre los BCN supervisada por el BCS, ... "ya que los cambios estructurales necesarios para la creación de una zona integrada son portadores de riesgo sistémico" (Pratti y Schinasi, 1999).

La experiencia de la Unión Monetaria Europea, analizada por Xavier Freixas (Freixas, 1999), revela que esta región se orienta hacia el desarrollo de una versión más liberal del modelo de prestamista de última instancia: la utilización exclusiva de operaciones de mercado abierto, ya que las entidades existentes no permiten ni la intervención coordinada entre países, ni una coordinación rápida y eficiente entre el Banco Central Europeo (BCE) y los distintos BCN, aunque en las legislaciones monetarias de cada país miembro se mantienen los mecanismos nacionales para el rescate de entidades financieras dentro de su territorio.

Hasta ahora, la carencia de estos mecanismos regionales no han amenazado la estabilidad financiera de la región, ya que a corto plazo, los bancos no habrán diversificado sus inversiones, por lo que continuarán siendo nacionales. Sin embargo, a más largo plazo, el proceso de fusiones y adquisiciones financieras llevará a una diversificación intraeuropea, por lo que el Banco Central del



país de origen puede verse obligado a liquidar una entidad cuyo costo de rescate es excesivo, especialmente cuando solo una fracción de los beneficios derivados del rescate revierten al país de origen.

Este diferencial entre el costo y el beneficio que obtiene el Banco Central de un país al fungir como prestamista de última instancia en una región integrada monetariamente, ha traído como consecuencia un endurecimiento en las políticas de rescate de entidades financieras ejecutadas por los BCN dentro de la Unión Europea, sobre todo en el caso de aquellas entidades cuyo tamaño e importancia en el mercado financiero pueda generar un riesgo sistémico. Este hecho se refleja en que dentro del "Protocolo sobre los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del Banco Central Europeo" no se contempla ninguna fórmula mediante la cual el BCE ofrezca liquidez de forma rápida y unilateral a una entidad financiera que no disponga de activos pignorable<sup>18</sup>.

Adicionalmente al riesgo de asumir este diferencial, los BCN, debido a su incapacidad de emisión de liquidez, deberán obtener fondos del BCS cuando se trate de rescatar entidades que requieran grandes importes, lo que a su vez, implicará que el organismo supranacional tenga que supervisar también a las entidades financieras nacionales. Ambas razones son las que sustentan la necesidad de un diseño y ejecución conjunto de mecanismos de rescate de entidades financieras, entre el BCS, responsable de la creación monetaria y los BCN, corresponsables de la supervisión financiera.

En el caso de América Latina, este punto tiene esencial importancia en virtud de las crisis financieras que han azotado la región desde mediados de los años noventa y que ha significado el debilitamiento de la confianza en la región y una intensa discusión sobre sus efectos y cómo atender las crisis financieras sistémicas<sup>19</sup>. Adicionalmente, uno de los argumentos en contra de la dolarización se refiere a la pérdida de la figura de prestamista de última instancia y la incapacidad de las autoridades locales de atender crisis financieras focalizadas o generalizadas. De allí que el diseño y definición tanto legal como operativa de la "Última Instancia" en un SMU se convierta en un factor tan relevante como la

---

<sup>18</sup> Activos de garantía de devolución de los préstamos que las entidades de crédito reciben de los BCN, así como los activos vendidos a los BC por las entidades de crédito como parte de las operaciones dobles (FMI, 2000).

<sup>19</sup> Este punto ha sido ampliamente discutido en los organismos multilaterales, en especial en el FMI, los cuales han dirigido la atención al diseño de mecanismos de solución conjunta de las crisis financieras sistémicas, evaluándose la pertinencia de órganos regionales de apoyo.

independencia en el diseño y aplicación de la política económica para la constitución de la reputación del BCS y lograr credibilidad frente a otras regiones integradas.

### Encaje Legal

A pesar de la tendencia al uso de las OMA como instrumento de política monetaria, los BCN conservan la facultad de utilizar el encaje legal como parte de esta política<sup>20</sup> para controlar el nivel de liquidez en la economía y lograr alcanzar su objetivo de inflación en el mediano plazo. Es de suponer que en un SMU, el uso del instrumento de encaje legal será marginal al implementar la política monetaria. Sin embargo, dada la naturaleza volátil de la región, un BCS en América Latina deberá conservar la facultad de exigir reservas mínimas al sistema financiero por sus depósitos. En el caso de la Unión Europea, el Banco Central Europeo conserva la facultad de aplicación de encaje que se constituye en los BCN.

### Supervisión prudencial

Los Bancos Centrales ejercen en la actualidad la evaluación y supervisión del sistema financiero, en algunos países de forma autónoma, y en otros conjuntamente con la Superintendencia de Bancos. En un sistema de moneda regional esta función deberá coordinarse con el BCS con el propósito de vigilar la estabilidad del sistema financiero, contribuyendo a su vez con el buen funcionamiento de las políticas adoptadas por las autoridades competentes. Adicionalmente, el BCS debe ejercer una función de "Supervisión" de la evolución económica y monetaria de cada EM y de la región en conjunto con el fin de evitar sorpresas expresadas en crisis económicas nacionales.

### Política Cambiaria

La tendencia general en materia de política cambiaria es la instauración de sistemas de flotación que permitan aplicar esquemas de política basados en inflación objetivo, sin embargo aún en este caso se contempla (Banco Central Europeo, 2002): El mantenimiento y gestión de todo tipo de activos denomina-

---

<sup>20</sup> De hecho, Venezuela ha sido uno de los países de la región que más uso le ha dado al encaje legal, en ausencia de instrumentos activos para adelantar sus OMA.

dos en moneda extranjera o unidades de cuenta, así como metales preciosos (Reservas Oficiales de los EM); así como efectuar cualquier tipo de transacción bancaria con entidades nacionales o extranjeras o con organismos internacionales, incluidas las operaciones de concesión y obtención de préstamos. Como se puede observar, las autoridades monetarias nacionales perderán discrecionalidad en la política cambiaria, aunque los BCN podrían mantener y gestionar fondos de maniobra en moneda extranjera. (Banco Central de España, 2002).

### Sistemas de compensación y de pago

El BCS deberá promover el buen funcionamiento de los sistemas de pago mediante la proporción de medios<sup>21</sup> y mediante la creación y vigilancia de reglamentos destinados a garantizar unos sistemas de compensación y liquidación eficientes y solventes dentro de la región integrada, así como con otros países.

### Operaciones con Entidades Públicas

Al igual que en el caso de los BCN, el BCS debe tener prohibido la financiación de déficits de los gobiernos y la concesión de todo tipo de créditos de entidades públicas nacionales<sup>22</sup>; debe quedar igualmente prohibida la adquisición directa a los mismos de instrumentos de deuda por el BCS.

### Recopilación y Procesamiento de Estadísticas

Los BCN seguirán siendo los encargados de recopilar, procesar y presentar las estadísticas económicas nacionales, aunque el BCS podrían tener facultad para recopilar la información estadística necesaria para la política monetaria, obteniéndola de las autoridades nacionales o directamente de los agentes económicos.

Estas funciones se llevan a cabo con base en un conjunto de indicadores tomando en cuenta los agregados económicos y monetarios de la región, esta-

---

<sup>21</sup> Esta función, al igual que las OMA, es compartida con los BCN.

<sup>22</sup> Esta prohibición no debería aplicar a las entidades financieras públicas, que en el contexto de la provisión de liquidez por los bancos centrales, recibirán de los BCN y del BCS el mismo trato que las entidades de crédito privadas.

blecidos de común acuerdo y coherentes entre sí. Por su parte, los BCN acuerdan los supuestos comunes de las perspectivas económicas y financieras extra-regionales, con el objetivo de asegurar la coherencia general de las proyecciones nacionales<sup>23</sup> en las que se basa el diseño del proyecto nacional de política monetaria a ser evaluado por las autoridades supranacionales.

En el cuadro No.1 se recoge una síntesis de las operaciones que actualmente realizan los BCN y las posibles transformaciones que sufrirán de concretarse el establecimiento de una autoridad monetaria supranacional (BCS). Es evidente que la discusión de estas transformaciones surge a partir de la observación de la experiencia europea y las discusiones que en materia de coordinación macroeconómica y desarrollo de la integración, se han adelantado en Latinoamérica en el seno del Pacto Andino y el Mercosur. En todo caso, el cuadro No. 1 refleja cómo la transformación institucional y la redefinición de objetivos y funciones tendría un alto impacto en los BCN. Sin embargo, más allá de las consideraciones institucionales o transformaciones organizacionales, el problema de la reputación y el control efectivo de la inflación es el elemento institucional de más largo alcance en el sistema monetario que se adopte.

Cuadro No. 1: Funciones y Áreas de Actuación de los BCN antes y después de la Integración Monetaria

<i>Funciones</i>	<i>Moneda Nacional</i>	<i>Moneda Regional</i>
Emisiones de billetes	Plena discrecionalidad	Ejecutada por BCS
Diseño de la política monetaria	Plena discrecionalidad	La formulación de la política en materia de objetivos, instrumentos y el modelo subyacente es ejecutada por el BCS, mientras que los BCN se encargarán de la ejecución de la misma.
Diseño de la política cambiaria	Plena discrecionalidad en el diseño e implementación de la política, a veces siendo utilizada para promover la competitividad de las exportaciones a través de "Devaluaciones Competitivas".	Perdida total de la discrecionalidad de las autoridades nacionales en esta materia, ya que el organismo supranacional se encargará de su diseño e implementación, además de encargarse de mantener las reservas Internacionales de cada EM.

<sup>23</sup> Estas proyecciones conllevan a su vez a la realización de "Análisis de Escenarios", respecto al desenvolvimiento de la economía nacional e internacional.

Funciones	Moneda Nacional	Moneda Regional
Fijación de las tasas de interés	Plena discrecionalidad	El BCS establece las tasas de interés a corto plazo del mercado monetario como actividad relacionada al manejo de la liquidez bajo el criterio de "eficiencia operativa", adicionalmente utiliza como mecanismo de control el otorgamiento de "facilidades permanentes"
Regulación del sistema financiero y de los mercados capitales	Plena discrecionalidad para realizar las funciones ejercidas con este objetivo (fijar las tasa máximas de interés; dictar las normas y limitaciones para las instituciones financieras en materia de avales y fianzas en moneda extranjera, fijar las relaciones entre las operaciones activas y pasivas de los bancos, etc.).	Supervisión del organismo supranacional, el cual velará porque las acciones ejercidas en este mercado no vayan en detrimento del desenvolvimiento de las operaciones financieras en el resto de los miembros.
Operaciones de mercado abierto	Plena discrecionalidad	Operaciones ejecutadas de manera descentralizada por los BCN con la supervisión y vigilancia supranacional. El BCS sólo tendrá discrecionalidad en la ejecución de operaciones bilaterales de ajuste en casos excepcionales.
Operaciones de encaje legal	Plena discrecionalidad	Esta actividad, al igual que el resto de las actividades de regulación del sistema financiero, es supervisada por el ente supranacional, el cual se encargará del cálculo, determinación y sanciones en caso de incumplimiento del encaje legal exigido.
Prestamista de última instancia	Ejecutadas por los BCN con el objetivo de mantener la solvencia y garantía de las entidades de crédito, ante deficiencias en el nivel de liquidez de las mismas.	En el corto plazo, las entidades financieras no habrán diversificado sus operaciones, siendo los BCN los que ejecuten la función de prestamista de última instancia, mientras que en el largo plazo, es necesario la formulación de mecanismos de rescates financieros coordinados entre el BCS y los BCN.
Atribuciones en materia internacional	Son facultades del Banco Central con los organismos financieros extranjeros; controlar toda clase de créditos en el exterior; emitir títulos y colocarlos en el extranjero; y mantener, administrar y disponer sus reservas internacionales, ya sea en el país o en el exterior.	En una UE, los bancos centrales seguirán manteniendo relaciones de negociación con los organismos transnacionales, pero ahora el encargado de contratar créditos externos y mantener las reservas internacionales es el organismo supranacional.
Funciones estadísticas	Los BCN se encargan de recolectar, procesar y anualizar las políticas económicas.	Las autoridades mantienen completa discrecionalidad en este respecto, aunque el BCS puede recolectar la información nacional necesaria para la formulación de la política monetaria.

Fuente: Cálculos propios.

## V. COORDINACIÓN ENTRE LOS BANCOS CENTRALES NACIONALES

Dentro de la constitución del SMU, uno de los requisitos clave que deben cumplir los BCN de una UE debe ser la "Coordinación Internacional" de sus políticas económicas, con el objetivo de maximizar los beneficios inherentes a los AIR. La mayor coordinación entre los BCN, brinda a su vez un marco de previsibilidad y certidumbre para la toma de decisiones de los agentes económicos, lo que incrementa la credibilidad de estas instituciones.

Es importante señalar que, al igual que en los procesos de integración, se puede distinguir diferentes grados en la coordinación entre los integrantes, dependiendo de la medida en que haya acuerdo entre las autoridades para<sup>24</sup>:

- Enmendar la posición política en el corto plazo a fin de enfrentar shocks externos;
- Realizar un seguimiento en forma conjunta y monitorear aquellas variables que vinculan sus economías. Fijando objetivos intermedios compatibles (tipo de cambio, tasas de interés, oferta monetaria) como medio para alcanzar sus metas últimas (estabilidad de precios, crecimiento económico o del empleo).
- Por último, formular e implementar políticas económicas conjuntas.

Con el objetivo de asegurar una coordinación eficiente de las políticas económicas, los BCN deben establecer compromisos institucionales respecto al proceso de integración bajo el eje rector del BCS. Estos compromisos deben ser factibles y realistas con el objetivo de contar con la "Credibilidad" necesaria para el éxito en la coordinación de las políticas, credibilidad que a su vez se apoyará en la autonomía de los BCN, ya que al ser estos organismos autónomos, existe una mayor "Transparencia"<sup>25</sup> en la fijación de metas de largo plazo y en la evaluación de su cumplimiento en regiones con una perfecta movilidad de capitales. Sin embargo, a pesar de que se exige la autonomía de los BCN, se debe ejecutar la vigilancia multilateral para asegurar la efectiva coordinación de las políticas

---

<sup>24</sup> Esta clasificación entre los grados de coordinación internacional fue expuesta por Marc - Olivier Strauss Khaun en el papel de discusión: COORDINACIÓN MONETARIA Y EL PAPEL DE LOS BANCOS CENTRALES: ¿Porqué?, ¿Cuándo?, ¿Cómo?

<sup>25</sup> El concepto de "Transparencia" aquí presentado está estrechamente relacionado con el de "Accountability", el cual se refiere a la autonomía de los BCN en la formulación y ejecución de la política monetaria, pero respetando el principio de "Rendición de Cuentas" Al respecto ver Poole William (2001).

monetarias entre los EM, por medio de la formulación de normativas comunes en el área.

Se debe considerar además que la coordinación monetaria requiere del cumplimiento de exigencias operativas que permiten la homogeneización de los lineamientos de la política monetaria ejecutada por los BCN en materia de objetivos, instrumentos, y de los indicadores → Convergencia Macroeconómica.

La necesidad de coordinar las políticas económicas de los países integrantes del acuerdo no se restringe al ámbito monetario, también se requiere la armonización de las políticas presupuestarias dentro de la región, como se indicó antes al referirse al tema de la convergencia macroeconómica, todo esto acompañado por un marco institucional coherente que permita el correcto funcionamiento de las medidas planteadas.

#### **VI. OTRAS ADAPTACIONES DE LAS FUNCIONES DE LOS BCN DENTRO DEL PROCESO DE INTEGRACIÓN MONETARIA**

Adicionalmente, las autoridades monetarias nacionales deben realizar actividades que le permitan adecuarse en sus nuevas funciones, pudiéndose identificar dos áreas de acción en este respecto. En primer lugar, la preparación de los debates y su participación en ellos; en segundo lugar, su impacto interno en términos de organización, planificación e incluso formación.

En tal sentido, los BCN deben desarrollar y mantener la capacidad institucional para la preparación y participación de los BCN en la realización de debates sobre las políticas económicas a ser ejecutadas, con el objetivo de facilitar y mejorar la coordinación de las políticas tanto a nivel intraregional, como en busca de la armonización de los AIR respecto a los Acuerdos Globales, limitando a su vez, la sobrecarga de participantes para evitar que los efectos positivos de estos acuerdos se diluyan, dando paso a más "Free Riders" dentro del proceso.

Como ya fue indicado antes, la experiencia internacional demuestra que la total homogeneización entre los objetivos, instrumentos, grado de reputación y credibilidad, entre otros factores, no es una condición *sine qua non* para la eficiente coordinación monetaria, sin embargo, los AIR requieren condiciones mínimas para alcanzar una mayor armonización en la economía intra – regional. "Esto implica, o bien ciertas modificaciones formales en la conducción de la política monetaria, o bien en los estatutos de los BCN (y consecuentemente en sus estructuras), o bien algunos cambios moderados impulsados por el mercado en el comportamiento de los BCN (Strauss, 1994).

## VII. VENTAJAS Y DESVENTAJAS DE LA INTEGRACIÓN MONETARIA

Las principales ventajas para los EM derivadas del proceso de integración monetaria se definen en términos de la "Estabilidad Económica" que brinda, tanto en el ámbito externo como en el nacional, en los siguientes aspectos:

- La *Estabilidad Externa* está directamente asociada a la estabilidad del tipo de cambio, como consecuencia de la adopción de una moneda única, lo que favorecería, tanto las relaciones comerciales internacionales como la inversión extranjera.
- La *Estabilidad Interna* en un ámbito de interdependencia sólo es posible alcanzarla mediante la "Coordinación y Convergencia" de las políticas y variables económicas, lo cual minimizará los efectos secundarios del proceso de integración.

Esta coordinación debe mantener la "Coherencia" entre las políticas nacionales aplicadas con el objetivo de alcanzar la estabilidad interna y externa. Estas condiciones de estabilidad reflejadas a nivel nacional e internacional, otorgadas por la estabilidad del tipo de cambio de los EM, como consecuencia de la adopción de un SMU supervisado por una autoridad supranacional, y por la coordinación de las políticas económicas nacionales, respectivamente, tiene un efecto contagio positivo sobre el resto de los sectores económicos, destacando las mejores condiciones alcanzadas en los siguientes mercados:

1. En el Mercado Financiero, al eliminar la incertidumbre de las fluctuaciones del tipo de cambio de los EM, y al obtenerse una mayor estabilidad institucional proveniente del ente supranacional monetario, el nivel de riesgo país se reduce, lo cual provocará una disminución de las tasas de interés internas<sup>26</sup>, "lo que tiene un efecto favorable sobre los bancos, al promover un régimen de competencia en el sistema financiero que redundará en una mayor eficiencia bancaria, además de tener efectos positivos en el mediano plazo al mejorar la capacidad de pago de los deudores y de esa manera mejorar la calidad de la cartera de los bancos, permitiendo un sistema financiero más sólido" (Barraza, 2000).

Sin embargo, al adoptarse una moneda única de circulación internacional con el objetivo de disminuir los riesgos de devaluaciones, los plazos de los

---

<sup>26</sup> Hay que destacar que las tasas de interés internas dependerán del comportamiento del mercado internacional y no reaccionarán frente a las políticas fiscales y monetarias adoptadas en los EM, ya que éstos, al conformar la UE, adoptan un sistema monetario único, es decir, pierden la discrecionalidad sobre esta variable macroeconómica.



instrumentos financieros se alargan, adicionalmente, esta medida permitirá diversificar las carteras de instrumentos financieros existentes en cada EM, abriéndose respecto de los valores de otros Estados.

2. Por otro lado, podría inducir una dinamización en el *Sector Real de la Economía*, ya que se incrementará la inversión privada nacional y extranjera de largo plazo como consecuencia de la eliminación del riesgo cambiario; de la mayor estabilidad financiera institucional reflejada en un menor riesgo país (Credibilidad); y debido al abaratamiento relativo de los créditos (reducción de las tasas de interés activas). Finalmente, el efecto multiplicador resultante del incremento de la inversión, podría permitir el mantenimiento de su nivel de producto en una senda expansiva.
3. El ámbito institucional gozará de una mayor estabilidad al contar con la supervisión del ente supranacional, y al formularse leyes para impedir el uso político de la política monetaria (Prohibición de monetización de los déficits) y la imposibilidad de aplicar devaluaciones para incrementar la competitividad comercial de los bienes nacionales respecto a los bienes transables de los otros miembros del acuerdo (Devaluaciones Competitivas).

En contraposición a las ventajas señaladas, a continuación se presentan las posibles desventajas más discutidas por los opositores del proceso de integración monetaria derivadas por la mayor "Interdependencia" generada en los procesos de integración sobre sus EM. Entre estas desventajas resaltan:

Vulnerabilidad ante shocks externos y crisis financieras internacionales, derivada de una más elevada movilidad del capital, en especial, en aquellos integrantes que posean sectores fiscales inestables:

Riesgo a sufrir las consecuencias de la aplicación de "Políticas de Empobrecimiento del Vecino" y/o de "Medidas Free Riders" por parte del resto de los integrantes, como consecuencia de una deficiente "Coordinación" entre los EM y/o de una insuficiente supervisión del organismo supranacional designado.

Menor discrecionalidad de las autoridades nacionales para influir sobre la marcha de la economía a través de la conducción de las políticas monetaria, fiscal y, especialmente, en la política cambiaria, la cual ha sido utilizada tradicionalmente en las economías emergentes como instrumento para mantener la competitividad de sus exportaciones. Este aspecto está estrechamente relacionado con la pérdida de autonomía en política económica de los países miembros de un acuerdo de integración.

Las naciones deben evaluar las ventajas y desventajas derivada de los procesos de integración monetaria propios de la conformación de una Unión Económica, sobre todo frente al fenómeno de la globalización, con el objetivo de integrarse a éste último y aprovechar las ventajas que ofrece. Al realizar esta evaluación y al comparar la integración monetaria con otros sistemas monetarios internacionales (Bretton Woods, Flotación con objetivos nacionales de oferta monetaria y Flotación con objetivos de PIB monetarios), podemos afirmar que la adopción de una moneda única luce atractiva, ya que si bien es cierto que este proceso implica "Pérdida de Autonomía Nacional" en la formulación de las políticas económicas, trae aparejado un conjunto de ventajas que otros sistemas monetarios no ofrecen, por lo menos de manera simultánea como se refleja en el cuadro 2.

Cuadro No. 2: Comparación de los sistemas monetarios internacionales

	<i>Control de la inflación</i>	<i>Contrarresta ciclo mundial</i>	<i>Equilibrio interno</i>	<i>Modificación del tipo de cambio como herramienta de ajuste</i>	<i>Control sobre desalineamientos</i>	<i>Independencia macroeconómica</i>
Bretón Woods	Débil	Si	Si	Difícil	Malo	Limitada
Flotación con objetivos nacionales de oferta monetaria	Si	Malo	Malo	Si	No	Si
Flotación con objetivos de PIB monetarios	si	Si	Si	Si	No	Si
Zonas cambiarias con objetivos en el PIB monetarios	si	Si	Si	Si	Si	limitada

Fuente: Gretschmann, 1994.

### VIII. CONSIDERACIONES FINALES

El proceso de regionalización propio del fenómeno de la globalización, conduce de forma acelerada a la simplificación monetaria donde un grupo reducido de monedas continuarán operando. La creación de áreas monetarias óptimas

implica, no sólo el desplazamiento de las monedas nacionales por una moneda única, sino el avance del proceso hacia altos grados de convergencia económica entre los países miembros del acuerdo. En este ámbito cabe preguntarse la posibilidad de establecer áreas integradas monetariamente en América Latina, debiendo analizar entonces los requisitos establecidos en la literatura económica al respecto.

Con relación al grado de convergencia macroeconómica de los países latinoamericanos, de acuerdo a las premisas de Maastrich, se observa que éste es escaso, a pesar de su mejora en los últimos años, lo que se refleja en la asimetría respecto a los choques externos (Inestabilidad Cíclica) que enfrentan los países de la región. Por otra parte, la perfecta movilidad de los factores capital y trabajo propia de los Mercados Comunes y de las etapas posteriores del proceso de integración económica, es baja, existiendo por el contrario rigideces en cuanto a los precios y los salarios.

La asimetría observada en los países latinoamericanos respecto a las condiciones en los mercados de factores y en la reacción ante choques, es acompañada por diferentes grados de apertura comercial en los países, por lo que no se puede definir a América Latina como una Zona de Libre Comercio. Por estas asimetrías, se puede concluir que para que el diseño y emisión de una moneda regional en cualquiera de los acuerdos sub-regionales sea una alternativa factible, es indispensable que se reduzcan las barreras que impiden la libre movilidad de factores y que se homogenicen las condiciones económicas de los países, lo que obligaría a un mayor nivel de coordinación de las políticas económicas. Adicionalmente, en América Latina no existe una moneda de referencia que cumpla el rol del marco alemán en la Unión Monetaria Europea, lo que disminuye las probabilidades del establecimiento de una unión monetaria en la región en el corto plazo. Adicionalmente, las transformaciones institucionales en el ámbito de los organismos que diseñan y ejecutan la política económica son múltiples y laboriosas, requiriendo una profunda voluntad política para acometer estas reformas.

Finalmente, las dificultades económicas que confrontan la mayoría de las naciones de la región dificultan que este tema se pueda transformar en prioritario dentro de las agendas políticas regionales o nacionales, lo que además de interferir con la aplicación de políticas dirigidas a disminuir las asimetrías, impide que se diseñen los arreglos institucionales necesarios para la creación de un SMU. Hay que reconocer que las acciones previas, tanto en política económica como en transformación institucionales necesarias para la emisión exitosa de una moneda comunitaria, son largas y requieren de una profunda voluntad para lograr resultados en el mediano plazo.

## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Banco Central de España, (2000), "Política Monetaria del BCE", <http://www.bde.es/informes>.
- Banco Central de España, (2001), "Política Monetaria Europea y sus Posibles Repercusiones sobre la Economía Española".
- Banco Central Europeo. "Tratado Constitutivo de la Comunidad Europea", y "Protocolo sobre los Estatutos del Sistema Europeo.
- Banco Interamericano de Desarrollo (2001), Documento de Trabajo: "Documento de Comercio e Integración", Washington.
- Barraza, R. (2000), Ponencia: "Crecimiento y Empleo: Una Propuesta de Integración Monetaria", presentada en la Conferencia sobre Integración Monetaria organizada por ASPAE y celebrada en el Banco Central de Reserva del Salvador.
- Bordo, M. y Schwartz, A. (1997), "Monetary Policy Regimes and Economic Performance: The Historical Record". NBER, Working Paper 6201.
- CAF (2001), "Procesos de Convergencia Macroeconómica en la Comunidad Andina", Documento de la Secretaría General de la CAF, Caracas.
- Capote, H. (2000), "Los Bancos Centrales y la Integración de América Latina", Banco Central de Uruguay.
- CEPAL (2001), "Panorama de la Inserción Internacional de América Latina y el Caribe 2000 - 2001", Santiago de Chile.
- Cuadrado, J. (2002), "Política Económica: Objetivos e Instrumentos", Edit. Mc Graw Hill. Madrid.
- Edward, S. (1999), Working Paper, "Latin America at the End of the Century: More of the Same?", Universidad de California, Los Ángeles.
- Frankel J. y Rose A. (1996), "The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria", *National Bureau of Economic Research (NBER), Working Paper No. 5700*, Cambridge, EEUU.
- Fratzcher, M. (2002), "The Euro Block, the Dólar Bloc and the Yen Bloc: How much monetary policy Independence can exchange rate flexibility buy in an interdependence world", Banco Central Europeo, *Working Paper No. 154*.
- Freixas, X. (1999), "El prestamista en última instancia en el entorno financiero internacional", *CREI, No. 4*, Universidad Pompeu Fabra, España.

- Frenkel, A. y otros (1997), "Optimum Currency Areas: New Analytical and Policy Developments", IMF Survey.
- Gretschmann, K. (1994), "El Arte de la Formulación de la Política Macroeconómica y la Lógica de la Integración" y "Opciones de Regímenes Monetarios e Integración Monetaria", Centro de Formación para la Integración Regional (CEFIR), Uruguay.
- Holmes, M. (2000), "Exchange Rate Policy and Economic Convergence in the European Union", Loughborough University, *Paper No. 3*.
- León, A (2000), "Convergencia, Moneda Única y Dolarización: Quo Vadis?", *Revista Venezolana de Análisis de Coyuntura, Vol. VI, No. 2*: 151-174, Caracas.
- León, A. (2001), "Globalización: ¿El fin de las monedas nacionales?", *Nueva Economía, Año X, Octubre (16)*: 107-138.
- MacKinnon, Robert (2002), "Áreas Monetarias Óptimas y Monedas Claves", *Boletín del CEMLA*, ene - mar.
- Masson, P. y Taylor M., "Issues in the Operation of Monetary Unions and Common Currency Areas", Edt. Goldstein, pp. 39 - 72.
- Masson, P (1992), "Exchange Rate Policy in a Monetary Union", *Approaches to Exchange Rate Policy*, IMF Institute, Washington.
- Mundell, R. (1999), "The Euro: How important?", *Cato Journal. Vol. 18, No. 3*, pp. 441-444.
- Pineda, J. y Pineda R, Julio (2002), "Evaluación de la Viabilidad de una Unión Monetaria para la Comunidad Andina de Naciones", Banco Central de Venezuela, Vicepresidencia de Estudios.
- Rubini, H. (1998), "Dolarización y Moneda Única en el Mercosur", Asociación Argentina de Economía Política.
- Sachs, J., y Warner A. "Economic Convergence and Economic Policies", (NBER), *Working Paper No. 5039*, Cambridge, EEUU.
- Scandizzo, Stefania "Options for Monetary Integration in the Andean Community". Corporación Andina de Fomento, Caracas.
- Schmidt, KI y otros (junio 2002), "MONETARY UNION: European Lessons, Latin American Prospects", Banco Central de Chile, Documento de Trabajo No. 167.

Strauss, M. (1994), Artículos: "Coordinación entre Bancos Centrales: Motivaciones, Limitaciones y Prácticas"; y "Coordinación Monetaria y el Papel de los Bancos Centrales: ¿Por qué?: ¿Cuándo?: ¿Dónde?". (CEFIR), Uruguay.

Sutherland, A. (septiembre 2002), "International Monetary Policy Coordination and Financial Market Integration", Banco Central Europeo, Working Paper No. 174.

Vega, R. (2002), Artículo: "Convergencia en la Integración Regional", En: Revista Electrónica Lámparas de Sal, Universidad Arturo Prat, Santiago de Chile.

William, P. (2001), Mimeo: "Transparency: Why and how?", Federal Reserve Bank of Philadelphia.

Zahler, R. (2001), "Estrategias para una Cooperación/Unión Monetaria", Boletín del CEMLA oct. - dic.