

*Presentación de la Doctora Ana María Martirena-Mantel\**

Por el Dr. Julio H. G. Olivera  
Académico de Número

*Señor Presidente de la Academia Nacional de Ciencias Económicas,  
Señores Académicos  
Señor Secretario de Industria, Comercio y Minería Dr. Alieto Guadagni  
Señoras,  
Señores:*

*La justicia es, sin duda, un bien escaso; una de las virtudes fundamentales o cardinales, según los filósofos griegos; reina de las virtudes (“regina virtutem”) en términos de Cicerón. Hoy nos congrega aquí un acto de justicia, basado sobre méritos notorios e incontrovertibles: la elección de la doctora Ana María Martirena-Mantel como Académica Titular de Ciencias Económicas.*

*Trataré de reseñar a grandes rasgos su biografía académica. Egresada de la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad Nacional de Buenos Aires, obtuvo en 1961 una beca del Consejo Nacional de Investigaciones Científicas y Técnicas para realizar estudios en la Universidad de Yale, donde con brillantes calificaciones se graduó de Master of Arts in Economics y posteriormente de Doctor of Philosophy in Economics. En 1965 regresó a la república Argentina e inició una importante labor de docencia e investigación económica que ha desarrollado hasta hoy, con absoluta y ejemplar dedicación a la actividad científica.*

*Su primera designación en nuestro país luego de su retorno de los Estados Unidos fue la de Investigadora Jefe del Centro de Investigaciones Económicas (Instituto Torcuato Di Tella) organismo que dirigió el período 1978-1981 y al que continúa perteneciendo. Fue asimismo Profesora Titular por concurso de Fluctuaciones Económicas y de Economía Internacional en la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad de Buenos Aires y Profesora Titular de Macroeconomía Abierta de la Facultad de Ciencias Sociales y Económicas de la Universidad Católica Argentina. Es actualmente Profesora Titular de Comercio Internacional en la Escuela de Posgrado del Instituto Di Tella y el Banco Interamericano de Desarrollo, Profesora Titular Invitada de Economía Internacional Monetaria en la Universidad de San Andrés e Investigadora Superior de la Carrera de Investigador Científico del Consejo Nacional de Investigaciones Científicas y Técnicas.*

*La doctora Martirena-Mantel ha realizado también una calificada labor académica en prestigiosos centros universitarios del exterior, como investigadora visitante en la Universidad de Chicago y Northwestern University y profesora titular visitante en la Graduate School de la Universidad de Yale.*

*Su personalidad y su obra han merecido altas distinciones nacionales e internacionales, como el Premio Casimiro Lana Serrate otorgado por la Asociación Universitaria Argentino-norteamericana en 1970, la Guggenheim Fellowship por el período 1975-1976, el Premio Konex 1996 (Diploma al Mérito) en Teoría Económica, y los cargos de Presidente de la Asociación Argentina de Economía Política (1984-1986), miembro del Standing Committee para América*

---

\* En el acto de su incorporación académica, realizado el 3 de diciembre de 1997 en la sede de la Academia.

*Latina de la Econometric Society (1985-1988) y Consejero Académico de la Universidad Torcuato Di Tella desde 1991. En 1993 fue designada Académica Titular en la Academia Nacional de Ciencias de Buenos Aires, institución de cuya Mesa Directiva forma parte desde este año con las funciones de Académica Tesorera.*

*Los resultados de sus investigaciones se han publicado en revistas especializadas de primera línea: Yale Economic Essays, Journal of Economic Theory, Journal of International Economics, Journal of Development Economics, Trimestre Económico, Económica y Desarrollo Económico, entre otras. Parte de estos trabajos fueron preparados en colaboración y están escritos conjuntamente con su esposo, el Académico Titular Prof. Dr. Rolf R. Mantel. La nómina de publicaciones científicas de la doctora Martirena-Mantel incluye además dos libros de alto interés, titulados “Un modelo de fluctuaciones económicas” (Editorial del Instituto, 1971) y “Economía internacional monetaria: Teoría y política de la balanza de pagos” (Ediciones Macchi, 1978), así como su valiosa contribución al volumen “Exchange rate rules: The theory, performance and prospects of the crawling peg”, compilado por el profesor John Williamson y editado por MacMillan en 1981.*

*La actividad de investigación de la Dra. Martirena-Mantel ha seguido tres líneas principales a lo largo del tiempo. En primer lugar realizó aportaciones a la teoría económica, entre las cuales se destaca su generalización del modelo de ciclo económico endógeno formulado por Sir John Hicks, modelo en el cual incorporó no-linealidades capaces de explicar la persistencia temporal de las fluctuaciones. Extendió más tarde esta elaboración macroeconómica, tema de su tesis doctoral en la Universidad de Yale, explorando los fundamentos microeconómicos de las tenencias óptimas de mercancías. En estos trabajos se manifiesta nítidamente lo que constituye un rasgo general de toda su actividad científica: el intenso grado de atención que concede a los aspectos dinámicos de los fenómenos examinados.*

*Una segunda línea de investigación de la doctora Martirena-Mantel se desarrolla en el campo de la Economía Internacional real, donde ha analizado tanto la apertura comercial discriminatoria representada por la formación de uniones aduaneras y otras formas de integración regional, como las condiciones para una apertura comercial unilateral no discriminatoria. A este grupo de trabajos pertenece, entre otros, su notable propuesta de apertura externa unilateral que presentó con el Dr. Mantel como disertantes invitados en el 7º Encuentro Latinoamericano de la Econometric Society (1985). A diferencia de otros planes librecambistas, el programa de los esposos Mantel contiene un mecanismo de compensaciones paretianas apto para mitigar los efectos redistributivos ocasionados por la supresión de las barreras mercantiles.*

*La tercera orientación fundamental en la producción científica de la doctora Martirena-Mantel corresponde al ámbito de la Economía Internacional monetaria. Una de sus aportaciones más importantes a esa disciplina es el análisis macroeconómico del régimen cambiario conocido en la literatura como “passive crawling peg”, consistente en ajustes reiterados del tipo de cambio nominal a fin de mantener constante el tipo de cambio real. Inició esta línea de investigación en 1975, como profesora del Economic Growth Center de la Universidad de Yale, con un Discussion Paper sobre tipos de cambio pasivos en una economía inflacionaria, pequeña y abierta. Posteriormente amplió sus indagaciones a los tipos de cambio activos, los fenómenos de especulación cambiaria y sus conexiones con la hiperinflación.*

*Concluiré haciendo especial referencia a su labor científica durante el último cuatrienio. En este período, luego de pacíficas indagaciones, logró una formalización dinámica de las denominadas “burbujas especulativas cambiarias” así como de su papel en las hiperinflaciones argentinas. Con ese objeto desagregó las previsiones de los agentes económicos e introdujo elementos de heterogeneidad en el procesamiento de la información por parte de los inversores. Resolviendo su sistema de ecuaciones funcionales demostró que la interacción de las previsiones estabilizadoras con las previsiones desestabilizadoras puede dar origen a burbujas cambiarias, no sólo en el tipo nominal sino también en los precios monetarios de los productos y servicios.*

*Pero es tiempo de ceder la tribuna académica a la doctora Martirena-Mantel, cuya autorizada palabra estamos todos ansiosos de escuchar. Interpreto los sentimientos unánimes de las autoridades y miembros de la Academia al expresarle la satisfacción de tenerla entre nosotros, con la certeza de que su versación y su talento contribuirán eficazmente a las finalidades estatutarias de nuestra Corporación.*

Por la Dra. Ana María Martirena-Mantel  
Académica de Número

### ***Introducción***

*Muchas gracias al Sr. Presidente Dr. Enrique Reig por haberme entregado el diploma que acredita mi incorporación a esta Academia. También agradezco sus palabras bondadosas que me llenan de emoción al evocar mi paso por su cátedra, una de las más difíciles e interesantes de la carrera.*

*Especialmente agradecida estoy al Dr. Julio H. G. Olivera por la profundidad de sus palabras de presentación y a quien luego deseo volver.*

*También expreso mi reconocimiento a todos los Sres. Académicos que con su voto hicieron posible mi incorporación.*

*Como es usual y una excelente práctica, corresponde ahora recordar a quienes hicieron posible que esta noche existiera conmigo en este escritorio y con ustedes como invitados.*

*En primer lugar están mis padres, que el lento e inexorable devenir de la vida ha impedido hoy su presencia física, por dos motivos diferentes, pero a quienes debo el ejemplo constante de una vida austera y plena de valores humanos y espirituales.*

*Luego está Rolf, amigo y compañero de toda la vida además de colega, con su estímulo constante y pasión contagiosa por el saber.*

*Destaco especialmente mi agradecimiento al Dr. Julio H. G. Olivera, y no solo por sus palabras de presentación, nacidas de su generosidad intelectual. Cuando la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad de Buenos Aires no había aún creado la carrera formal de Economía, el Dr. Olivera, Profesor Titular de Teoría Económica en la Facultad, comenzó a organizar y dirigir un Seminario de Teoría Económica, con estudiantes voluntarios entusiastas, entre los que tuve el privilegio de ser incluida.*

*En estos Seminarios que se extendieron por varios años -veranos inclusive- aprendimos a analizar y a desmenuzar -con la rigurosidad que siempre lo caracterizó- libros formidables con apéndices completos, tales como Valor y Capital de John Hicks, Foundations of Economic Analysis de P. Samuelson, Economía Matemática de Allen, Principios de Leon Walras, y muchos otros. Estos seminarios, con sus varias generaciones ,a veces superpuestas, fueron decisivas en la vida académica de muchos economistas argentinos que hoy se dedican a la investigación, y que tuvieron al Dr. Olivera como verdadero e indiscutible Maestro.*

*Pero la historia es relatada por la pluma excelente de Manuel Fernández López, con la minuciosidad del historiador del pensamiento económico, en el libro en honor del Dr. Julio H. G. Olivera, de próxima publicación.*

*Existieron también instituciones decisivas en mi formación científica. Las menciono en el orden cronológico en que aparecieron en mi vida.*

*El CONICET, Consejo Nacional de Investigaciones Científicas y Técnicas, que hizo posible la beca para estudiar y obtener el Ph. D. En Economía en la Universidad de Yale, y luego me admitiera en la carrera del Investigador Científico.*

*A la Universidad de Yale , que en los inolvidables años de 1961 a 1965 nos formó a Rolf y a mí sistemática y rigurosamente.*

*Al Instituto Torcuato Di Tella, por ser la institución que hizo posible mi permanencia en Argentina dedicada a la investigación, al abrirme las puertas de su Centro de Investigaciones Económicas, en un medio intelectualmente abierto y estimulante, con colegas graduados en distintas universidades argentinas y extranjeras.*

### ***Homenaje al Doctor José F. Punturo***

*Es costumbre en esta Academia que los nuevos integrantes se refieran a la persona de su antecesor en el cargo. En mi caso, me honra ocupar el sitial que perteneció al Dr. José Punturo, que fue nombrado Académico Titular en Septiembre de 1972 y cuyo fallecimiento se produjo en Diciembre de 1994.*

*El Dr. José Punturo obtuvo el título de Contador Público Nacional en 1935 y de Dr. En Ciencias Económicas en 1946.*

*Fue Profesor de Práctica Profesional , de Contabilidad Superior y de Organización Contable de la Empresa, pero su mayor labor la realiza como Profesor Titular de la cátedra de costos de la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad de Buenos Aires. En esta materia volcó su pasión docente universitaria y su labor de extensión profesional en numerosas conferencias y publicaciones.*

*Fue también Director del Departamento de Contabilidad , Decano y más tarde Profesor Emérito de la Facultad de Ciencias Económicas.*

*Se desempeñó como Presidente de la National Association of Public Accountants de New York, filial Buenos Aires.*

*En Septiembre de 1972 fue nombrado Académico Titular de esta Academia, en la que fue presentado por el Dr. Manuel San Miguel, cuyas palabras de presentación deseo recordar hoy:*

*Dijo el Dr. Manuel San Miguel : “El Dr. José Punturo pertenece a una generación de argentinos que se ha brindado con talento y generosidad al servicio de causas eminentemente nacionales. Se dedicó con entusiasmo y creatividad a la enseñanza universitaria, alcanzando los mas altos rangos en la jerarquía de Profesor Titular y Decano de la Facultad de Ciencias Económicas de la UBA. Tuvo una brillante actuación profesional que fue coronada con la Presidencia en el Consejo Profesional de Ciencias Económicas de la Capital Federal.*

*Es también la práctica en todas la Academias que el nuevo miembro o “miembra” presente un trabajo o pronuncie una conferencia sobre un tema de su especialidad.*

*Así es que daré comienzo a mi contribución de esta noche.*

REFLEXIONES SOBRE UNIONES MONETARIAS :  
PENSANDO EL MERCOSUR DESDE EL CASO EUROPEO\*

Por la Dra. Ana María Martirena-Mantel  
Académica de Número

”... so much of barbarism however, still remains in the transactions of most civilized Nations, that almost all independent countries choose to assert their nationality by having, to their own inconvenience and that of their neighbours, a peculiar currency of their own.”  
John S. Mill. (1894) Principles of Political Economy”.

## I- INTRODUCCIÓN.

El trabajo preparado para mi incorporación a la Academia Nacional de Ciencias Económicas con el título ”Reflexiones sobre Uniones Monetarias : pensando el Mercosur desde el caso Europeo”, tiene como última mira analizar un proceso de integración económica recommenzado tímidamente en 1991 con el Tratado de Asunción (proceso reforzado con los Protocolos de Ouro Preto), pero que rápidamente viene adquiriendo una envergadura tal - medida por ejemplo, por el crecimiento superior al 300 % en el comercio en el período 1991-1996 - que quisiéramos , quizás con excesivo optimismo, que pronto hiciera honor a su nombre MERCOSUR o Mercado Común del Sur, donde por definición se desregula totalmente la circulación de los factores productivos entre todos los países miembros, como paso obligado a una Unión Monetaria.

Sin embargo, para llegar a la Unión Monetaria desde el Tratado de Asunción, cuyo artículo 5º señala a la coordinación gradual de las políticas macroeconómicas como principal herramienta de integración *junto* con las desgravaciones arancelarias, un largo camino falta recorrer. Y es pensando en este Mercado Común del Sur que trataré de señalar los aspectos mas relevantes que hacen a la creación de una Unión Monetaria, a la luz de la experiencia europea de integración.

Para ello dividiré mi exposición, tratando los temas siguientes:

En primer lugar, me referiré a la teoría económica que sustenta la creación de una unión monetaria, marcando su evolución y operacionalidad empírica, desde el enfoque tradicional de las áreas monetarias óptimas , hasta el enfoque monetario que enfatiza posibles shocks monetarios.

En segundo lugar me referiré al gran tema de la ineficiencia especulativa de los mercados cambiarios y mercados financieros en general, puesta agudamente de manifiesto con la desregulación de los mercados financieros internacionales o globalización de las finanzas internacionales.

---

\* Trabajo presentado en el acto de su incorporación académica, realizado el 3 de diciembre de 1997 en la sede de la Academia.

En tercer lugar abordaré otro gran tema : el de la transición hacia una Unión Monetaria, transición que requiere, según mi modo de argumentar, un régimen de bandas cambiarias, como solución superior a una de tipos de cambio fijos o libremente flexibles. Esta sección discutirá también la experiencia de este régimen en Europa y en América Latina, con los casos de Chile, México y Colombia.

En cuarto y último lugar, trataré el tema de las lecciones que la discusión anterior puede arrojar para el Mercosur y las Conclusiones finales.

Antes de proceder con el plan propuesto y a modo de cable a tierra, debemos ser conscientes de la cronología de los acontecimientos de integración en Europa.

Hace *cuarenta años*, en Marzo de 1957, seis países europeos (Francia, Alemania, Italia, Luxemburgo, Netherlands y Bélgica), firman el Tratado de Roma que dio base legal a la Comunidad Económica Europea, construyendo a su vez sobre la Comunidad del Carbón y el Acero, que los seis países pre-establecieron en 1951. En cuatro décadas, la CEE de seis se transformó en una Unión Europea de 15 miembros, con una población de 372 millones de habitantes.

*Veinte años mas tarde* de la firma del Tratado de Roma, nace en 1978 el Sistema Monetario Europeo, formado originalmente por ocho miembros, (los anteriores mas Dinamarca e Irlanda), luego del fracaso del Sistema Monetario Internacional de Bretton Woods creado en 1946 y luego de la desilusión con el régimen de tipos de cambio flexibles que siguió en 1973 al colapso de Bretton Woods.

El propósito de este SME (Sistema Monetario Europeo) fue reforzar la coordinación de las políticas monetarias entre los miembros, para estabilizar los tipos de cambio bilaterales y tender hacia una UME (Unión Monetaria Europea).

En 1985 se firma el Acta del Mercado Único, por el cual se acuerda tomar medidas progresivas para demoler gradualmente las barreras nacionales existentes al movimiento de bienes, capitales y trabajo. Con este Acta, que reforma el Tratado de Roma, se profundiza la interdependencia entre los miembros ya que le da a Europa las herramientas para alcanzar la meta del mercado único sin fronteras a ser completado hacia el año 1992.

En Diciembre de 1991 se reforma el Tratado de Roma dando lugar al Tratado de Maastricht, que es la vía hacia la Moneda Única dentro de la década actual. Los países firmantes de este Tratado aceptaron que la UME comenzará el 1-1-1999 y acordaron anunciar en mayo de 1998 las paridades cambiarias que serán cerradas bajo llave para siempre, desde Enero de 1999. Entre 1999 y 2002 el plan es dejar las monedas nacionales en circulación con paridades irrevocablemente fijas, hasta la Moneda común, el euro.

Cabe la pregunta siguiente: ¿ necesita un mercado comercialmente integrado la unificación monetaria para su desarrollo pleno, pregunta que naturalmente se extiende al Mercosur? Una respuesta la da la existencia de una especie de lógica acumulativa de integración, es decir una dinámica interna del proceso de integración.

¿Por qué? Porque con el nacimiento de la CEE o del Mercosur, los países dejan un día de poseer la herramienta de la política comercial independiente y su eliminación puede crear la tentación de manipulación de los tipos de cambio para generar ventajas competitivas dentro de la

región, usando el principio de que una devaluación equivale en sus efectos a un subsidio a las exportaciones junto con un arancel a las importaciones. Estos cambios en los tipos de cambio nominales pueden generar cambios transitorios o permanentes en los tipos de cambio reales, según sea el grado de flexibilidad en los precios de los bienes. De esta forma, tipos de cambio nominales no controlados pueden terminar afectando el libre comercio regional.

Una última observación finaliza esta introducción que hace al espíritu de lo que escucharán a continuación al desarrollar las distintas secciones. Mientras el Tratado de Maastricht de 1991 enumera una serie de requisitos cuantitativos de convergencia para determinar si un país está o no preparado para integrar la UME en 1999, los criterios económicos de evaluación de uniones monetarias que veremos a continuación, son muy distintos. Son criterios más profundos, sustentados en la teoría económica aceptada y en estimaciones econométricas en ella basadas.

## II - LA TEORÍA ECONÓMICA QUE SUSTENTA LAS UNIONES MONETARIAS.

a) Enfoque real, b) Operacionalidad empírica. c) Crítica de Lucas, d) Enfoque monetario.

Podemos comenzar preguntando ¿cual es la teoría que sustenta la creación de una unión monetaria?. Hoy se reconocen tres enfoques que respaldan la creación de una unión monetaria, aunque durante mucho tiempo, comenzando en la década de 1960, el enfoque teórico dominante fue el de las áreas monetarias óptimas, unido a los nombres de Robert Mundell, Peter Kenen y Ronald McKinnon.

Se dice que el criterio de las AMO (áreas monetarias óptimas) se ocupa de la elección entre regímenes de tipos de cambio fijos y de tipos de cambio flexibles, pero es mucho más que esto ya que el concepto trasciende el área geográfica de país.

Nació en los años sesenta pero experimenta un notable renacimiento en los años noventa, a pesar de los fuertes ingredientes macroeconómicos keynesianos que posee, al reconocer ciertas rigideces nominales de la vida real, ya que precios nominales perfectamente flexibles convierten en anodino el mismo tema de la unión monetaria.

Mundell define una AMO como el dominio dentro del cual los tipos de cambio son irrevocablemente fijos, es decir no son ajustables como bajo Bretton Woods.

El enfoque aísla una característica económica clave donde trazar la línea que separa las AMO, no necesariamente coincidentes con áreas geográficas. Para Mundell esta característica es la movilidad del trabajo, capaz de aliviar los costos de fijar irrevocablemente el tipo de cambio entre los miembros de la unión, en presencia de rigideces de precios y de shocks reales asimétricos o idiosincráticos. Para Kenen es el grado de diversificación productiva ya que ella favorece la formación de la UM al reducir el efecto de shocks reales importantes. Para McKinnon finalmente, esa característica es el grado de apertura económica, de modo que los tres características constituyen el corazón de la teoría de AMO y la base del trabajo empírico reciente.

En general, la literatura que propone la perfecta flexibilidad cambiaria como régimen óptimo superior a tipos de cambio fijos, lo hace en relación al área Nación o país, prestando poca atención a las asimetrías entre países en términos de tamaño, grado de apertura, movilidad de factores, etc.

La teoría de las AMO señala en cambio los casos favorables a la creación de una UM cuando los cambios en el tipo de cambio nominal (TCN) resultan ser o bien inefectivos o bien irrelevantes. En estos casos, el abandono del instrumento del tipo de cambio nominal que se produce al integrar una UM, no producirá costos económicos a los países involucrados.

En cambio, si los cambios en el tipo de cambio nominal (TCN) resultan ser efectivos en lograr cambios en el tipo de cambio real (TCR) necesarios para corregir desequilibrios externos, el enfoque de las AMO trata de evaluar los costos del ajuste en términos de tener que abandonar la herramienta al formar una UM.

Explicemos mejor este tema que es crucial a la teoría de las UM. ¿Son efectivos los cambios nominales del tipo de cambio en el sentido de inducir un cambio permanente en los TCR?. Si la respuesta es negativa entonces la herramienta tipo de cambio no dejaría corregir los desequilibrios externos ya que alteraciones en el TCN producirían cambios nulos en el TCR. En consecuencia el abandono de la herramienta no trae costo alguno a la futura UM.

Sin embargo, aún en el caso de ineffectividad de esta herramienta, no podríamos concluir que los países que forman la UM nada pierden al abandonarla. ¿Por qué?. Porque existen los efectos de corto plazo además de los de largo plazo de la política cambiaria de modo que, si no creemos que el corto plazo es demasiado efímero y que solo importa el largo plazo, no se puede obviar la dinámica del ajuste del TCN. En efecto, puede demostrarse que una política de cambio en el TCN ante desequilibrios externos, será preferible a una política alternativa deflacionaria de reducción del gasto ya que evita el costo de la caída del producto bruto doméstico inevitable durante la transición al equilibrio de largo plazo con precios “sticky”. Esta transición además es tanto mas extensa cuanto mayores sean las rigideces durante el ajuste.

O sea, la pérdida o abandono del TCN es un costo para la UM, especialmente para países con ciclos económicos idiosincráticos, aunque en el largo plazo no tenga efectos reales permanentes sobre la economía.

El costo básico de abandonar la propia moneda al integrar una UM se produce porque nunca mas se podrá recurrir a esta herramienta de política económica para corregir problemas de competitividad externa. O sea, el criterio de las AMO expresa un punto de vista pesimista acerca de la posibilidad de integrar una UM a costo reducido.

Un enfoque alternativo al de las AMO es el que consiste en evaluar los costos y beneficios de integrar una UM. [Ver De Grauwe (1994)]. Entre los costos se tiene la existencia de rigidez salarial y de escasa movilidad del trabajo entre regiones, que dificultan el ajuste a shocks de demanda permanentes. También se mencionan las preferencias sociales distintas entre países con respecto a la inflación y al desempleo. Si estas preferencias difieren, la desaparición de la herramienta TCN implica un costo representado por el mayor desempleo temporario que será necesario aceptar durante la transición por parte de los países con mayores tasas de inflación relativas.

Los Beneficios de integrar una UM se sitúan mas a nivel microeconómico al ser beneficios unidos a una mayor eficiencia económica. Por ejemplo los provenientes de la eliminación de los costos de transacción asociados al cambio de monedas nacionales, recursos reales que pueden destinarse a usos más productivos. La eliminación de este costo a su vez, reduce la discriminación de precios entre mercados nacionales segmentados. Otro beneficio propio de una moneda común es el que surge por la eliminación del riesgo cambiario con la consiguiente mejora en el funcionamiento del sistema de precios, debido a la reducción en los problemas de Riesgo Moral y Selección adversa unidos a proyectos de inversión más riesgosos.

En síntesis, la teoría de las AMO acerca de la cual existe consenso general en el mundo académico, exhibe varios criterios para juzgar la conveniencia de formar una UM: el grado de apertura comercial, la similitud de los ciclos económicos y el grado de flexibilidad laboral, de modo que cuanto mayor es el vínculo entre los países usando cualquiera de estos criterios, más conveniente será integrar una UM.

Luego de estas consideraciones teóricas generales cabe naturalmente la siguiente pregunta : ¿es posible dar contenido empírico operacional a la teoría de las AMO ? Investigaciones nuevas de las décadas de 1980 y 1990 buscaron precisamente esa operacionalidad para el caso europeo, desarrollando nuevas técnicas para medir el tamaño y la correlación de shocks subyacentes entre distintas regiones.

Este tema resulta agenda de investigación insoslayable para el caso de Mercosur, a medida que se obtengan mas datos empíricos.

En efecto, el criterio expuesto por Mundell sugiere que dos países desearán adoptar un *AMO* cuando los ahorros en los costos de transacción asociados con el comercio entre distintas monedas *dominen* el aumento en los costos del ajuste a diversos shocks subyacentes. A su vez, la reducción en los costos de transacción es función creciente del grado de apertura externa, ya que cuanto más abiertas sean las economías mas sufren los efectos de las fluctuaciones en el valor de las distintas monedas.

Por otro lado, los costos del ajuste son función del grado de asimetría de los shocks y también de la flexibilidad laboral que engloba la movilidad interregional del trabajo y la flexibilidad salarial.

¿Como se han estimado los costos del ajuste de abandonar la independencia de la política cambiaria en una UM, como función de la asimetría de shocks y de la flexibilidad laboral? Los shocks subyacentes fueron estimados como los residuos de una autoregresión bivariada del PBI nominal y real entre Alemania y varios países de Europa sobre tres retardos (“lags”) propios, con el objeto de observar la correlación de los ciclos económicos entre los países.

Bayoumi y Eichengreen (1996) usaron el método desarrollado por Blanchard y Quah (1989) que permite distinguir shocks de demanda y de oferta agregados. Tomaron datos del PBI y de precios para el período 1968-88, es decir veinte años de vida de la CEE.

Como resultado importante encontraron que los países de la Unión Europea se dividen entre un Núcleo firme y una Periferia. Un núcleo, donde las perturbaciones macroeconómicas subyacentes son relativamente similares y una Periferia con shocks idiosincráticos. El primer grupo de países incluye Alemania y sus vecinos inmediatos : Austria, Francia, Netherlands, Suiza, Dinamarca y Benelux. En la Periferia se sitúan Italia, España, Portugal, Grecia, Inglaterra, Noruega y Finlandia.

Significa que los shocks subyacentes a los países del núcleo están más altamente correlacionados que aquellos a los países de la periferia, de lo cual se infiere que en la periferia de la Unión Europea los shocks son idiosincráticos o asimétricos, mientras que en el núcleo son simétricos. La comparación con una UM existente y consolidada como la representada por los EE.UU. permite concluir que la correlación de shocks a las ocho regiones de U.S.A. resulta similar a la que presenta el núcleo europeo, pero mucho mayor que la de la periferia europea.

En cuanto a la medición del segundo elemento mencionado que afecta los costos del ajuste, esto es, la movilidad interregional del trabajo, la investigación de Blanchard y Katz (1992) es el

más citado sobre el tema. Estos autores hallaron en el caso de U.S.A. que la migración entre regiones juega papel crucial en el ajuste *mas que* la contribución de la flexibilidad de los salarios reales.

En el caso de Europa, los resultados empíricos basados en la teoría de *AMO* apoyan la presunción de que Europa está peor ubicada que U.S.A. para constituir una UM, debido a la menor respuesta de la migración a los shocks regionales .

Finalmente se pensó que la reunificación de las dos Alemanias de 1990, en si misma un shock idiosincrático importante para Alemania, era factible que alterara las correlaciones estimadas. Sin embargo, la reestimación de las ecuaciones previas entre Alemania y el resto de los países europeos post-reunificación, sigue confirmando la existencia de un núcleo y de una periferia europeas, con una mayor conexión ahora, de Italia con el núcleo.

De esta forma , entre otras existentes, se dio contenido empírico preciso a los criterios identificados por la teoría de las *AMO*, esto es, simetría o asimetría de shocks o grados de correlación de los ciclos económicos entre los países miembros y flexibilidad laboral, comprobando al modo de un experimento de laboratorio que estos criterios son importantes en la vida real para evaluar UM.

Sin embargo, es posible argumentar que estas correlaciones empíricas se basan, por definición, en datos históricos y sobre la base de esa historia, algunos países pueden aparecer ex-ante como candidatos inapropiados para constituir una UM.

En otras palabras, en este tema también parece posible aplicar la crítica de Lucas: la formación de una UM cambia las estructuras de las economías de modo que la correlación entre los ingresos nacionales de un país con los demás miembros se torna un parámetro endógeno : a medida que se fortalecen los lazos comerciales entre los miembros, sus ciclos económicos aparecerán más correlacionados, aumenta la movilidad del trabajo y el quantum del comercio internacional!

Dicho de otra forma, es posible que un país satisfaga los criterios de la *AMO* ex-post y no ex-ante. Siguiendo estas líneas J. Frankel y A. Rose (1996) presentaron evidencia econométrica robusta, usando datos de panel de veinte países industriales a lo largo de treinta años, hallando relaciones positivas fuertes entre la intensidad del comercio bilateral y la correlación de los ciclos económicos entre países, tal que a mayor integración histórica, resultan ciclos más sincronizados.

O sea, el examen cándido de los datos históricos puede dar una foto falsa sobre la conveniencia o no de entrar a una UM porque ambos criterios son endógenos.

Es cierto que en teoría, existe una ambigüedad acerca de los efectos del aumento de la integración comercial sobre la correlación de los ciclos entre países. Así, mayor comercio dentro de la región puede llevar a una mayor especialización según los lineamientos de las ventajas comparadas, si predomina el comercio inter-industrial. En tal caso, los países miembros serán más sensibles a shocks específicos siendo entonces los ciclos económicos menos sincronizados entre países.

Pero si el comercio predominante es intra-industrial, entonces los ciclos se tornan más similares o correlacionados al aumentar el comercio post-integración.

El importante trabajo de los autores Frenkel y Rose que yo he querido mencionar hoy demuestra que esta ambigüedad es teórica y no empírica. Concluye que países que integran la UME o cualquier otra, ---no importa cual fuere la motivación--- pueden satisfacer los criterios de las *AMO* en forma ex-post, aunque no los satisfagan ex-ante. Mayor integración histórica resulta así en ciclos más sincronizados.

Integrar una UM per se puede dar ímpetu importante al comercio, lo cual puede resultar en ciclos muy correlacionados, fenómeno que indica que el abandono de la política monetaria y cambiaria independientes que implica constituir una UM no resultará costoso ex-post. Y viceversa, constituir una UM lo cual implica abandonar las políticas nacionales independientes, resultaría costoso en presencia de shocks asimétricos y rigideces de precios.

Hasta ahora mi presentación estuvo totalmente influenciada por la teoría tradicional de la *AMO*, con fuerte basamento en la teoría de Mundell.

Sin embargo, podríamos decir que el *foco* puesto sobre el grado de simetría de shocks reales entre países no resulta suficiente para evaluar una UM. También existen shocks monetarios asimétricos, lo cual da lugar al tercer enfoque mencionado a la teoría de la *AMO*. [Ver Bofinger ,1994].

Entrar a una UM equivale a perder la autonomía nacional en la conducción de la política monetaria y la teoría de las *AMO* descuida totalmente los efectos de la elección entre tipos de cambio irrevocablemente fijos y tipos de cambio ajustables sobre la política monetaria.

El beneficio descuidado es el que surge de la desnacionalización de la política monetaria, ya que al transferir la responsabilidad de la política monetaria al nivel supranacional, la UM actúa como un compromiso inductor de credibilidad.

Existe una diferencia fundamental entre mercados reales y mercados monetarios. A diferencia del precio de las manzanas, el tipo de cambio es una variable macro fundamental, cuyo nivel de optimalidad se juzga en el contexto de metas macroeconómicas.

En cambio, el precio de las manzanas se determina por factores reales como la utilidad que los agentes económicos le dan a su consumo y por los costos de producción, factores que no tienen ninguna importancia para el mercado de cambios.

Los mercados de cambios, como discutiremos ampliamente en la sección III del trabajo, están sujetos a menudo a la especulación desestabilizante que puede llevar a burbujas especulativas de modo que el tipo de cambio corriente pierde todo contacto con los fundamentales del mercado.

Esta situación se reflejó en ataques especulativos masivos sobre Francia y países mas pequeños de la UE en el otoño de 1992. Flujos masivos de capitales , esto es, shocks asimétricos negativos forzaron a estos países a mantener tasas de interés incompatibles con el equilibrio interno, trayendo recesión y desempleo.

En general, toda vez que los flujos de capitales se desalinean con respecto a los fundamentales macroeconómicos, un sistema de tipos de cambio irrevocablemente fijos propios de una UM resulta superior a áreas monetarias nacionales con tipos de cambio ajustables.

Bajo el sistema del ERM (mecanismo europeo de los tipos de cambio ), anterior al Acta del Mercado Único de 1985 ya mencionado, ES POSIBLE ACEPTAR el núcleo básico de la teoría de las *AMO*, esto es, que un tipo de cambio ajustable siempre compensa los shocks reales asimétricos, de modo que la pérdida del instrumento bajo una UM es siempre costosa.

Llamemos shocks monetarios asimétricos a estos flujos de capitales sin conexión con los fundamentales macroeconómicos. Entonces expresemos con Bofinger (1994) que la crisis del SME de 1992 contribuyó a comprender los costos de UNA NO UNIÓN MONETARIA .

Por lo tanto, estos shocks monetarios proporcionan un argumento a favor de las UM, porque bajo ellas, ya sea con moneda única o con tipos de cambio irrevocablemente fijos, con sustitución perfecta de monedas y habilidad ilimitada de la autoridad monetaria supranacional a intercambiar monedas, tales ataques no existirían.

Los argumentos propios del enfoque monetario son ciertamente a favor de la UME, así como los shocks reales potenciales no rechazan la creación de la UME.

### III - INEFICIENCIA ESPECULATIVA EN LOS MERCADOS CAMBIARIOS. CRISIS DEL SME DE 1992 Y SUS LECCIONES.

Dijimos en la Introducción que el SME nace en 1978 veinte años más tarde que la CEE, con ocho países miembros y como transición hacia la UM futura.

El sistema está constituido por varios elementos entre los cuales ocupa lugar primordial el ERM (“Exchange Rate Mechanism”) o mecanismo de los tipos de cambio.

Es éste un acuerdo multilateral para limitar las fluctuaciones de los tipos de cambio bilaterales estabilizándolos dentro de bandas o “target zones”, que empezaron siendo muy angostas , mas-menos 2,26 % alrededor de la paridad central, siendo ampliadas a más-menos 15% después de la crisis de 1992 mencionada.

No es un sistema de paridades rígidas, ya que desde el comienzo se acordó que se ajustarían a cambios en las condiciones económicas.

En efecto, entre 1978 y 1987 hubo once realineaciones de las paridades centrales, debido a diferencias persistentes entre las tasas de inflación entre los países miembros. El sistema requiere que el país que desea cambiar su paridad debe obtener el acuerdo de todos los países miembros, siendo ésta la regla de decisión colectiva que se adoptó para evitar políticas de “empobrecer al vecino”.

En contraste, entre 1987 y 1992 no se produce ninguna otra realineación.

Muchos economistas influenciados por el colapso de Bretton Woods predijeron el fracaso inevitable y temprano del SME, sistema que fue aceptado al principio con gran escepticismo, dados los antecedentes de la Serpiente Europea anterior, plagada de ataques especulativos. Para avalar esa predicción pesimista usaban la teoría de la macroeconomía abierta, argumentando que acuerdos monetarios entre países sometidos a tasas de inflación tan diversas, no pueden persistir por largo tiempo bajo la restricción de paridades fijas.

Catorce años después de su nacimiento, el SME era considerado un éxito total, el único arreglo monetario que perduró entre países industriales, desde Bretton Woods.

No sólo sobrevivió sino que creció agregándose España en 1989, Inglaterra en 1990 y Portugal en 1992.

La evidencia es notable: la variabilidad de los TCN y de los TCR disminuyó apreciablemente. El Sistema no solo no colapso sino que tampoco se cumplió la predicción acerca del sesgo inflacionario para toda Europa que las bandas producirían.

Debemos admitir sin embargo, que hasta la segunda mitad de los años ochenta, el SME nace y se desarrolla bajo el paraguas del control a los movimientos de internacionales de capitales, para proteger las reservas de los bancos centrales nacionales contra ataques especulativos. En efecto, hasta fines de la década de los años ochenta la gran mayoría de países regulaba el comercio de activos financieros. Tal era el caso de Francia e Italia que prohibían a los residentes domésticos pedir prestado en el exterior e imponían un impuesto prohibitivo o cuotas a la compra de activos externos. O el de Bélgica que tenía mercados cambiarios duales, uno oficial regulado para la cuenta corriente y otro libre para la cuenta capital de la balanza de pagos. O la misma Alemania, que hasta 1981 en que liberó, imponía controles administrativos a las entradas de capitales.

Recordemos también que el Acuerdo del FMI contenían provisiones permitiendo el control a los movimientos de capitales para luchar contra las presiones especulativas de corto plazo.

En contraste con estos controles, en 1985 se firma el Acta del Mercado Único que establece la eliminación progresiva de todas las barreras internas al movimiento de capitales, de bienes y de trabajo, como vimos anteriormente. Como consecuencia, la consiguiente eliminación a toda regulación al comercio de activos financieros, dejó a los bancos centrales sin protección alguna contra ataques especulativos.

Así al final de 1992, el SME soportó la crisis más severa de sus catorce años de existencia cuando dos de las diez monedas (la lira y la libra) fueron expulsadas del sistema con fuertes devaluaciones, otras como la peseta y la corona sueca sufrieron también fuertes devaluaciones. ¿Por qué ?. Las bandas existentes tan angostas del ERM (“Exchange Rate Mechanism”) no fueron capaces de responder al desafío que resulta de una tensión creciente entre las triples metas de tipos de cambio ajustables propios de las Bandas Cambiarias, movimientos de capitales perfectamente libres y autonomía de la política monetaria.

De modo que bajo estas condiciones la libre movilidad de los capitales internacionales hace inviable en el largo plazo el ERM de bandas angostas. Estas tensiones se agravaron y se convirtieron en la crisis del SME de 1992 que deja una cruel lección : muchas veces alcanzar la convergencia en las políticas y tener políticas económicas sanas no son suficientes en presencia de ineficiencia especulativa en los mercados financieros.

¿Por qué decimos esto ? ¿Qué es la ineficiencia especulativa ?

Muchas veces los mercados de activos financieros resultan no ser eficientes.

¿Qué significa? En realidad, pocos creen que el precio de mercado de un activo financiero refleje su valor verdadero en todo momento, ya que a menudo resulta estar afectado por información irrelevante.

¿Cómo se observa este fenómeno? Si los mercados financieros atacan una moneda sin justificativo alguno de los correspondientes fundamentales económicos, y si la defensa de la moneda atacada no es lo suficientemente fuerte, el ataque será exitoso y la devaluación o realineación de la paridad central no podrá ser evitada.

Vayamos ahora un poco más atrás en el tiempo para luego volver al argumento principal.

Durante la década de 1980 se disolvieron las fronteras entre los mercados financieros y emergió un mercado de capitales global e integrado, no por acción de ley o gobierno alguno, sino por acción espontánea del mercado. La llamada Revolución Financiera de los ochenta, extendida como reguero de pólvora por todo el mundo, se debió primero a las fuerzas de la innovación o tecnología financiera capaces de aprovechar las oportunidades de beneficios creados por las regulaciones existentes. En segundo lugar, a la tecnología de las comunicaciones, de máxima influencia en promover los movimientos de capitales, y en tercer lugar a las desregulaciones deliberadas de mercados financieros segmentados.

Básicamente fue EL MERCADO el conductor de esta revolución financiera que deshizo el orden financiero creado en los años de 1950 y 1960. De ahí su naturaleza irreversible ya que los gobiernos fueron resignados “followers” y no líderes del proceso. Deben aprender a vivir con ellos en el largo plazo.

Esto nos lleva a formular una pregunta crucial, a la luz de la crisis de 1992 del SME.

¿Son o no eficientes los mercados cambiarios en particular, como componente central de los movimientos internacionales de capitales?

Se cumple en ellos la hipótesis de los mercados eficientes lo cual equivale al cumplimiento de la hipótesis conjunta de expectativas racionales y neutralidad al riesgo por parte de los inversores?

Eficiencia no significa necesariamente que el precio de mercado del activo financiero refleje en todo momento su verdadero valor, cualquiera que éste sea. Muy pocos creen en esto con respecto al tipo de cambio o precio de la moneda externa en términos de la moneda doméstica, de modo que el concepto de eficiencia se refiere a que el precio de mercado del activo refleje toda la información conocida, de modo tal que no surjan oportunidades de beneficiarse con esa información. Si las señales que transmiten los tipos de cambio no reflejan toda la información disponible acerca de las oportunidades del mercado, se producirá una mala asignación de recursos en los mercados de capitales internacionales.

A primera vista, los mercados cambiarios debieran ser eficientes en este sentido, ya que las variables económicas que más los afectan, es decir “fundamentals” como las tasas de interés y el tipo de cambio corriente contado y a término, son muy visibles sin mayor posibilidad de “inside information”, como es el caso de otros activos financieros.

Sin embargo, hoy se admite que la fe en la hipótesis de “market efficiency” colapso con el crash del mercado de acciones en U.S.A. de 1987.

Autores como Schleifer y Summer (1990) estudian como alternativa al paradigma de la eficiencia de mercados, uno basado en dos supuestos. Primero, que algunos inversores no son

plenamente racionales. Su demanda de activos riesgosos está afectada por sus creencias o sentimientos, no justificados totalmente por los “fundamentals” de mercado. Segundo, que el arbitraje de los inversores racionales es limitado y riesgoso.

Ambos supuestos implican que los cambios en los sentimientos de los inversores no son arbitrados en forma completa, pues se trata de especuladores que apuestan unos contra otros en vez de hacerlo contra un precio en desequilibrio, mantenido oficialmente por la autoridad monetaria.

Surge entonces la pregunta : ¿Por qué el proceso no se disciplina a sí mismo a través de algún proceso Darwiniano que expulse del mercado a los especuladores ruidosos desestabilizantes penalizándolos con pérdidas suficientes de capital y permita que los especuladores racionales realicen la tarea de estabilizar los tipos de cambio, como suponía Milton Friedman que sucedería?

Hoy se piensa que es prematuro apostar a la no relevancia teórica y empírica de los “noise traders” o agentes ruidosos, pues aún en el largo plazo los cambios en la demanda de activos financieros independientes de los “fundamentals”, afectarán los precios.

Las estrategias de retroalimentación (“feedback”) que siguen estos inversores ruidosos, esto es, comprar con el precio en alza y vender con el precio en baja---estrategia que otros llaman “stop-loss” (Krugman y Miller (1992)), ---INDUCEN a los arbitrajistas racionales a saltar al vagón de los ruidosos ellos mismos y aprovechar la situación.

Así, el efecto de este proceso será que el arbitraje termina contribuyendo a los movimientos de precios lejos de los “fundamentals” del mercado, aunque eventualmente los arbitrajistas venderán y ayudarán a volver a los “fundamentals”.

Pero en el corto plazo los arbitrajistas racionales alimentan la burbuja especulativa, en lugar de contribuir a disolverla y esto resulta crucial al argumento de la ineficiencia especulativa.

George Soros, autor del libro Alquimia de las Finanzas (1987) describe su estrategia inversora, esencialmente de “feedback”, durante los años sesenta (“Boom conglomerate”) y los años setenta (“Real investment boom”), en estos términos: “La llave para el éxito no era contrarrestar la ola irracional de entusiasmo sobre los “conglomerates”, sino cabalgar la ola por un tiempo y vender mucho más tarde. Una compra racional de stocks de “conglomerates” ya sobrevaluado, trajo compras adicionales de agentes ruidosos y permitió a la especulación racional ganar más dinero vendiendo en la cima”

Otro inversor famoso John Train autor del libro “The Money Masters” (1987), llama a esta estrategia inversora “Pumping up the Tulips”. (Por las famosas burbujas especulativas asociadas al cultivo de los tulipanes en Holanda durante el siglo 17.)

O sea, la interacción entre arbitrajistas racionales y ruidosos da lugar a la formación de burbujas especulativas, donde el “feedback” positivo se refuerza por el “salto” del arbitrajista racional al carro de la banda de los ruidosos. (Este tema, que implica desagregar las expectativas sobre el tipo de cambio admitiendo heterogeneidad, forma parte de mi agenda personal de investigación, donde he tratado de relacionar la interacción macroeconómica entre la especulación estabilizante y la desestabilizante con las hiperinflaciones sufridas por Argentina. [Ver Martirena-Mantel, A. ,1996].

Este tema también resulta iluminado por nuevos datos resultados de encuestas (“surveys”) a participantes en el mercado de cambios, encuestas conducidas por empresas de servicios financieros usando medidas de tendencia central. (Takagi, 1991).

Con ellas se concluye que para horizontes de un año, seis meses y tres meses, o sea largo plazo para este mercado, las expectativas aparecen como estabilizantes. Por ejemplo, los inversores reaccionan a una apreciación del tipo de cambio, esperando una depreciación futura. Pero para horizontes menores a un mes o una semana, tienden a extrapolar las tendencias recientes. (Ver Froot and Ito ,1989, e Ito, 1990).

Como el mercado de cambios implica tomar posiciones con horizontes medidos en horas más que en meses o años, estos resultados poseen serias consecuencias.

La evidencia avala la posibilidad de heterogeneidad en la formación de expectativas, a diferencia de la homogeneidad aceptada universalmente hasta los años noventa.

En verdad las reglas de decisión resultan más complicadas que simples extrapolaciones ya que surgen del Análisis Técnico usado crecientemente para pronosticar el mercado de cambios, donde las predicciones surgen de la búsqueda de patrones recurrentes en los movimientos del tipo de cambios. Esto no significa necesariamente que sean irracionales ya que pueden ser agentes maximizadores racionales que no se ajustan plenamente a la hipótesis conocida de expectativas racionales.

Todas esta reglas de decisión caen bajo la categoría de especulación desestabilizante a la Ragnar Nurkse que nos alejan del paradigma de las expectativas racionales y nos acerca en cambio a la teoría de las Burbujas especulativas endógenas estudiadas por De Long, Shleifer, Summer y Waldmann (1990), entre otros muchos autores. Las burbujas, sin embargo, también pueden ser racionales como estudiara Blanchard, O. (1992).

Finalmente, la interacción entre especuladores chartistas y fundamentalistas, puede dar lugar a procesos caóticos, es decir un proceso totalmente impredecible a pesar de que el modelo base es determinista, como fuera estudiado por De Grauwe, Dewachter y Embrecht (1993), al analizar el período de tipos de cambio flexibles post Bretton Woods.

Volvamos ahora al Sistema Monetario Europeo. El caso de la crisis de 1992 del ERM del SME ilustra la ineficiencia especulativa en los mercados de cambios, que llevó a la ampliación del ancho de las bandas cambiarias a mas-menos 15 %, desde el 2.28 % previo.

Esta crisis reveló que las expectativas de los especuladores no estaban centradas sobre las políticas corrientes sino sobre las políticas futuras que irían cambiando con las condiciones de convergencia de Maastricht. Esto dio lugar a movimientos de capitales perversos, fruto de la especulación desestabilizante que demostraron que no es suficiente desarrollar políticas económicas sanas y prudentes SI la especulación ataca una moneda sin justificación por los “fundamentals”.

Efectivamente, el Tratado de Maastricht tenía incentivos perversos incorporados que, según algunos autores como Eichengreen y Wyplosz (1996), condujeron a ataques autocumplidos. ¿Cuales?. Al establecer la estabilidad de los tipos de cambio dentro de las bandas angostas como PRECONDICION para participar en la UME, esto es, que el país no haya realineado su paridad central por lo menos durante los dos años anteriores a la incorporación, en Enero de 1999.

Surge entonces el incentivo perverso que es función de las políticas futuras anticipadas y no de las políticas pasadas y corrientes. ¿En que forma?. La austeridad presupuestaria requerida para satisfacer los criterios de convergencia de Maastricht *forzó* a los gobiernos a adoptar medidas dolorosas de austeridad fiscal que produjeron varias protestas. Por ejemplo, en España, cuando el gobierno quiso reducir los beneficios por desempleo, o en Inglaterra al mantener tasas altas de interés en recesión.

La idea de que un tipo de cambio “pegged” puede ser atacado AUN sin problemas en los “fundamentals” económicos, descansa también en el principio de los ataques autocumplidos que en forma arbitraria desplazan el mercado cambiario entre equilibrios alternativos. Es decir, los ataques especulativos autocumplidos en el mercado de cambios dan lugar a equilibrios múltiples, como Obstfeld demostrara en teoría . Obstfeld, M. (1986).

Si los inversores anticipan que la políticas monetaria será modificada haciéndose más laxa SOLO como consecuencia de un ataque especulativo, entonces tendrán el incentivo a atacar pues anticiparán racionalmente ganancias de capital sobre sus activos externos.

Es la validación ex-post que torna posibles dos equilibrios, con y sin ataque especulativo. Es distinto del modelo de crisis de balanza de pagos de P. Krugman (1979) que posee un único equilibrio y donde el ataque especulativo solo ocurre SI EXISTE un problema previo de balanza de pagos que deprime las reservas de la autoridad monetaria. En este caso el mercado meramente anticipa la crisis que seguro ocurrirá aún sin ataque especulativo.

En cambio, en caso del ataque autocumplido, los mercados provocan la crisis ya que, en ausencia del ataque, no existiría problema alguno de balance de pagos y el tipo de cambio podría seguir indefinidamente.

Esta explicación de la crisis de 1992 del SME se impone, ya que la tesis alternativa de movimientos divergentes de precios y salarios jugó un papel limitado, ya que solo se aplicaría a unos pocos países como Italia, Inglaterra y España.

En el caso de la crisis de 1992 del SME, los especuladores desestabilizantes anticiparon el cambio de políticas monetarias provocadas por el desempleo creciente europeo, FRENTE a la austeridad demandada por Maastricht.

Se cumplía un principio básico de Economía Internacional Monetaria, esto es, la incompatibilidad de tipos de cambio “pegged”, movimientos perfectos de capitales internacionales y políticas monetarias independientes.

Me explico: durante cinco años, entre 1987 y 1992 no hubo realización alguna de paridades dentro del SME. A su vez, en este período se completa la remoción total de los controles a los movimientos de capitales, ...pero no se abandona la opción de políticas nacionales independientes!!.

De esta forma abrupta terminó el período de cinco años sin realineaciones, que hacía creer a los bancos centrales que estaban ya dadas las precondiciones para la Unión Monetaria Europea. El SME se tornó inestable. La libra cayó a sus niveles más bajos contra el marco y la hemorragia de reservas que sufre la obliga a retirarse del ERM (Mecanismo de los Tipos de Cambio). Italia se retira a continuación. España devalúa la peseta un 5% y Portugal un seis %.

La inestabilidad intrínseca del SME no desaparece con la crisis de 1992, ya que solo se calmó con el ensanchamiento de la banda a más-menos 15 %, lo cual disminuye la necesidad de intervención oficial y la oportunidad de obtener beneficios especulativos,

Solo desaparecerá al constituirse la Unión monetaria o alternativamente, si se arroja “alguna arena en las ruedas de las finanzas internacionales” al decir del Profesor James Tobin, tema que retomaré en la sección final, al tratar las lecciones para el Mercosur.

#### IV - PROBLEMAS DE LA TRANSICIÓN A UNA UNIÓN MONETARIA. RÉGIMEN CAMBIARIO OPTIMO.

Con la discusión anterior acerca del gran problema potencial de la ineficiencia especulativa en los mercados cambiarios, podemos preguntarnos acerca de cual sería el régimen cambiario más conveniente para una transición hacia una UM.

El tema es especialmente importante para Argentina como miembro de Mercosur, país que a modo de laboratorio experimentó casi todos los regímenes cambiarios conocidos, esto es, como analicé en un trabajo anterior (Martirena-Mantel 1996). Ellos fueron:

1) Tipos de cambio fijos a la Bretton Woods, con devaluaciones discretas y recurrentes que otorgaba a la especulación apuestas seguras de una sola mano (“one side bets”), sin riesgo alguno;

2) Régimen de crawling peg pasivo entre 1971 y 1978, con ajustes pequeños y frecuentes del TCN, abiertos o disfrazados, ajustes en función de la diferencial interna-externa de inflación, que buscaba mantener la competitividad externa de la economía.

3) Régimen de crawling peg activo o tablita cambiaria, entre 1979 y 1981, según el cual el TCN es usado como herramienta anti-inflacionaria. El régimen derivó en una crisis tipo Krugman, ya que la regla monetaria estricta que debió acompañarla no pudo ser respetada.

4) Desde 1991 en que se promulga la Ley de Convertibilidad, Argentina sigue un plan anti-inflacionario basado en el ancla del TCN, con reglas propias de una Caja de Conversión, tal que la creación de dinero sigue los resultados de la balanza de pagos. Este régimen resulta una necesidad para una economía que experimentó dos hiperinflaciones, unidas a una historia tan larga de maxidevaluaciones anticipadas por el mercado.

Sin embargo, no obstante el éxito de este Plan, el mantenimiento de TCN fijos no podrá ser nunca una solución permanente de largo plazo.

¿Qué nos queda por experimentar, no solo a Argentina como país, sino como miembro del Mercosur? En otras palabras, ¿cual es el régimen cambiario que puede responder mejor ante la ineficiencia especulativa potencial propia del mercado cambiario y de los mercados financieros en general, ineficiencia que nos aleja por definición, tanto de TCN flotantes como de TCN fijos y ajustables?

Es la propuesta de Bandas Cambiarias o “Target Zone Exchange Rates”, ya sea multilaterales como en el SME o unilaterales como en Chile y otros países.

Como fue ya expresado, este sistema fue adoptado en forma multilateral por el Mecanismo de los Tipos de Cambio del SME, desde 1978. También las bandas cambiarias, fueron adoptadas

unilateralmente por Chile, Israel, México, Colombia y los países nórdicos de Finlandia, Noruega y Suecia.

El caso a favor de las bandas cambiarias en la vida real no depende tanto de la hipótesis ideal e irrealista de la eficiencia de mercados, sino de como administrar mercados que son, de acuerdo con la evidencia empírica, especulativamente ineficientes. La real motivación en adoptar las bandas es evitar que los precios de los activos monetarios fluctúen tanto como para generar ventas irracionales de la moneda doméstica. Es decir, evitar las corridas especulativas desestabilizantes contra las monedas.

En este tema se observa un divorcio entre la teoría económica existente de Bandas Cambiarias y el objetivo de los hacedores de la política económica al adoptarlas.

La teoría existente, que utiliza el cálculo estocástico y fue ampliamente desarrollada desde el modelo canónico de P. Krugman (1991), tuvo una motivación crucial, esto es, contestar el desafío planteado verbalmente por muchos economistas en el sentido de que introducir bandas cambiarias tendría el efecto opuesto a la estabilidad cambiaria. Se creía que favorecería la especulación al hacerla autocumplida. Para aclarar este punto es que el modelo canónico adopta el supuesto de mercados cambiarios eficientes, demostrando que en este contexto, una banda es estabilizante.

Sin embargo, esto no es suficiente de modo que, no obstante la elegancia del modelo canónico, no puede captar la especulación desestabilizante, el interés principal de los hacedores de la política económica al adoptar las bandas cambiarias!.

En verdad, muchos economistas académicos no se sienten cómodos con el argumento de la ineficiencia especulativa, ya que piensan que el auto-interés de los especuladores normalmente implicará expectativas estabilizadoras en su forma más fuerte, la de la hipótesis de eficiencia de los mercados. Sin embargo la evidencia econométrica produjo resultados totalmente negativos para la hipótesis, como el trabajo de McDonald, R. Y Taylor, M. (1992) documentó. Los tests rechazan ampliamente la hipótesis de que el premio futuro de los tipos de cambio o las diferenciales internacionales de tasas de interés sean predictores eficientes e insesgados de los cambios en los TCN. Tal hallazgo usualmente se racionaliza invocando primas por riesgo, o sucesos no observados de baja probabilidad de ocurrencia ("peso problems"). Sin embargo no existe evidencia que corrobore primas de riesgo tan grandes y cambiantes como las que serían necesarias para avalar esta hipótesis.

En cambio, encuestas a participantes en los mercados de cambios sobre las que informa y analiza también Allen y Taylor (1990), encuentran que el análisis chartista, inútil para la hipótesis de eficiencia de mercados, resulta crucial, como discutimos en la sección 3 anterior.

Pero vayamos mas a fondo y presentemos brevemente las bandas cambiarias. A primera vista, es un sistema híbrido que combina en forma no lineal atributos de flexibilidad y de fijación del tipo de cambio, pero se distingue claramente de ambos regímenes.

Resulta ser un compromiso entre el deseo de la autoridad monetaria de administrar el TCN para frenar presiones especulativas, y el deseo de ejercer soberanía (responsable) sobre la política monetaria. O sea, las bandas cambiarias introducen algo de Bretton Woods sin su parte negativa consistente en otorgar a la especulación apuestas seguras de una sola mano, que lo llevaron al colapso.

¿Por qué?. Porque las bandas le dan al mercado un ancla para las expectativas acerca del TCN en el mediano plazo.

Existe una forma cándida y errada de apreciar las bandas cambiarias y es creer que dentro de ellas los TCN se comportan como si flotaran hasta que llegan a uno de los bordes o fronteras y entonces CAMBIAN a tipos de cambio fijos. Esta apreciación es errónea, ya que la mera existencia de la banda AFECTA la conducta del TCN dentro de la banda, aunque nunca se llegue a los bordes. Este es el efecto estabilizante de la banda cambiaria.

Uno de los atributos más importantes de una banda cambiaria está constituido por el ancho de la misma alrededor de la paridad central o valor de equilibrio de largo plazo del TCN. Este ancho debe ser lo suficiente como para acomodar shocks transitorios o cíclicos, que no alteran el valor de la paridad, y lo suficiente como para reflejar incertidumbre sobre la paridad. ¿En que forma la banda acomoda shocks transitorios?.

Supongamos un aumento transitorio en la tasa de interés externa. Los inversores domésticos preferirán ahora comprar activos externos e iniciarán la correspondiente salida de capital de corto plazo. Bajo TCN fijos, el Banco Central, para defender la paridad, intervendría vendiendo la moneda de reserva de sus reservas, evitando así la depreciación correspondiente. Bajo bandas cambiarias en cambio, el Banco Central no necesita intervenir en el mercado cambiario. Puede permitir que el TCN se deprecie por arriba de la paridad central, hasta que las expectativas de depreciación se tornen negativas, es decir, se crea una apreciación esperada dentro de la banda.

Significa que con una banda cambiaria la autoridad monetaria puede explotar la reversión a la media del TCN, relativa a la paridad central HACIA la media de largo plazo que es la paridad misma!.

Podríamos preguntar ¿Por qué las bandas cambiarias pueden ser PREFERIBLES a TCN fijos que implican bandas nulas?.

El motivo básico fue vislumbrado por John M. Keynes en los años cuarenta, cuando se discutía el sistema monetario internacional de Bretton Woods. Una banda distinta de cero alrededor de la paridad central permite el ejercicio de cierta independencia de la política monetaria para perseguir metas de equilibrio interno, aún bajo perfecta movilidad de capitales.

En cambio, con bandas nulas, teoría económica enseña que en la economía abierta, con movilidad perfecta de capitales, el dinero resulta pasivo o endógeno, ya que la autoridad monetaria no puede determinar la tasa doméstica de interés independientemente de la tasa externa.

¿Como se explica esto? La teoría de la paridad de intereses descubierta nos dice que en equilibrio, la diferencial de intereses interna-externa debe igualar la suma de la tasa esperada de realineación de la paridad central y la tasa esperada de depreciación dentro de la banda. Bajo TCN fijos, el segundo término es nulo y la diferencial de intereses iguala en equilibrio simplemente la tasa esperada de realineación. En cambio bajo una banda cambiaria, ya no es cierto que la tasa esperada de depreciación del TCN sea cero. Entonces la autoridad monetaria puede controlar la tasa doméstica de interés VÍA EL CONTROL sobre la tasa esperada de depreciación dentro de la banda.

¿Como la controla? Explotando la reversión a la media del TCN dentro de la banda, a la cual ya me referí. Es decir, se crea una apreciación esperada dentro de la banda, lo cual reducirá la tasa de interés interna.

O sea, las bandas cambiarias otorgan a la autoridad monetaria cierta libertad de ajustar la tasa de interés interna a las condiciones internas de recesión o auge.

Otra razón a favor de bandas anchas es que significan realineaciones pequeñas de la paridad central, de modo tal que es posible que ante estas realineaciones las bandas viejas y nuevas se superpongan sin que el TCN experimente saltos discretos. Es ésta otra forma de desalentar apuestas seguras de una sola mano para la especulación.

Pasemos ahora a discutir la experiencia de bandas cambiarias unilaterales adoptadas por Chile desde 1984, por Méjico desde 1991 hasta la crisis del Tequila, por Israel desde Enero de 1989. Colombia reemplazó en Febrero de 1994 su tradicional y exitoso “crawling peg” pasivo que mantuvo durante veinticinco años, por bandas cambiarias.

Si deseamos extraer lecciones para el Mercosur, es importante considerar la experiencia que en materia de bandas cambiarias y de las políticas macroeconómicas subyacentes, tuvieron países como Chile y Méjico en la década de los años ochenta y noventa. En particular, podemos preguntarnos si la experiencia chilena con bandas cambiarias reptantes aplicadas después de haber estabilizado su tasa de inflación, puede servir de modelo para lograr la limitación de las fluctuaciones de los TCN dentro del Mercosur, en la etapa de transición hacia la UM.

Tomemos el caso de Chile que comenzó a aplicarlas en 1984 y aún las mantiene. Después de utilizar el tipo de cambio como ancla nominal dentro de un programa de estabilización de la inflación, Chile fue desplazándose en forma gradual, al igual que Méjico e Israel, a un régimen de mayor flexibilidad cambiaria, sin dar señales de debilitamiento de la política anti-inflacionaria. El rasgo importante de estas bandas cambiarias es que ellas reptan en el tiempo, es decir, son bandas cambiarias reptantes (“crawling bands”), a diferencia de las del Sistema Monetario Europeo.

Chile por ejemplo, no abandonó el papel del TCN como ancla nominal para las expectativas pero percibe las bandas cambiarias como forma de introducir suficiente flexibilidad en el TCN para responder a shocks internos y externos sin renegar de las señales de mediano y largo plazo que da la fijación de la paridad central de la banda.

La paridad central, definida según una canasta de monedas, es reptante, porque en países con tasas de inflación interna superior a la internacional, si se fija en forma permanente no resulta factible, de modo que sería necesario elegir entre realinear la paridad frecuentemente o reptar y Chile prefirió reptar. A su vez, la realineación frecuente genera incertidumbre y volatilidad en las tasas de interés, como fue el caso del Sistema Monetario Europeo durante su primera fase, pudiendo desatar expectativas inflacionarias.

El ancho de la banda en Chile, era de 2.5 % en 1985 y pasó al 10% en 1992 ante la gran entrada de capitales internacionales que colocó al TCN contra el borde inferior de la banda cambiaria durante un año y medio, con revaluación del 9.5 % de la paridad en 1994.

Hoy el ancho iguala más-menos 12 % alrededor de la paridad, lo cual permite movimientos del TCN que impiden la acumulación de desequilibrios reales severos y afrontan la volatilidad de los flujos de capital. Este rasgo resulta crucial pues ayuda al aumento del riesgo del cambio

extranjero para la especulación. ¿ Por que?. Si la banda es demasiado angosta, no ayuda en este propósito pues al no dar suficiente flexibilidad al TCN, no evita la apuesta segura de mano única que desata la especulación desestabilizante.

El ritmo del crawl de la paridad central en Chile es anunciado al comienzo de cada mes para ese mes y se basa en la diferencial de tasas de inflación interna del período anterior y un pronóstico de tasa externa de inflación. En otras palabras, el “crawl” resulta ser “backward looking”, mientras que en Israel es “forward looking” pues se basa en metas de inflación. En Méjico, hasta el Tequila, el régimen se caracterizaba por el crawl gradual del borde superior de la banda, mientras que el borde inferior quedaba fijo, de modo tal que el ancho de la banda aumenta en el tiempo.

Otro rasgo importante del régimen de bandas cambiarias es el referido a la intervención oficial, la que puede ser marginal que actúa solo en los bordes o intramarginal para apoyar alguna banda interna confidencial, con fines tales como bajar la tasa de depreciación nominal si se espera una suba en la tasa de inflación, o acelerar la tasa de depreciación dentro de la banda ante un descenso en el nivel de actividad económica., etc.

En Chile, el régimen de bandas cambiarias pudo contener las presiones inflacionarias que hubieran seguramente seguido si el cambio hubiera sido a un régimen de libre flotación. ¿Por qué?. Porque proporciona un compromiso óptimo entre el control de la inflación y la estabilidad del TCR, crucial para mantener la competitividad externa del sector real, ya que por definición, evita la sobrevaluación prolongada del TCR.

La experiencia chilena con bandas cambiarias respalda el modelo simple de P. Krugman ya que el TCN se mantuvo cercano al piso o al techo de la banda entre 1985 y 1992.

En el período 1988 a 1992, Chile sufrió una tendencia a la apreciación real del tipo de cambio como consecuencia de entradas masivas de capitales internacionales. Para reducir el problema, Chile impuso un impuesto del 20 % a la importación de capitales (préstamos externos de residentes domésticos), que se aplicaría a préstamos con una madurez inferior al año, impuesto que subió al 30 % en Mayo de 1992.

El efecto fue que el TCR retornó al nivel del año 1987, que a su vez ya estaba depreciado con respecto al de 1980.

El comportamiento de la economía chilena fue notable, desde la adopción de las bandas cambiarias reptantes, como documentan los trabajos de Leiderman, y Bufman (1995) y de Helpman, Leiderman y Bufman de (1994). La tasa de crecimiento fue superior al 6 % anual; la tasa de inflación, en promedio del 16 % anual; el desempleo bajó en 1992 al 6 % , las exportaciones crecieron en volumen al 14 % por año , todo con equilibrio fiscal ya que el déficit presupuestario, entre 1985 y 1992 se mantuvo en el 1 % del PBI.

Tampoco se produjo en Chile el temido traspase (“passthrough”) de los TCN a los precios , que es la gran preocupación en países de América Latina con tan larga historia de inflación cuando se considera una mayor flexibilidad en los TCN.

Si el traspase es total, no existirá vínculo alguno entre movimientos del TCN y el TCR. En cambio, si el traspase es nulo, ambos tipos de cambio se moverán paralelamente. La experiencia, tanto de Chile como de Israel es que la mayor flexibilidad del TCN dentro de la banda cambiaria,

no fue acompañada por mayor volatilidad del TCR, y el motivo principal es que las bandas se introdujeron DESPUÉS de haber estabilizado la inflación interna, de modo que la mayor flexibilidad del TCN no produjo rebrotes inflacionarios.

La lección interesante en este tema es que existe una no linealidad en el traspase del TCN a precios, tal que a niveles bajos de inflación, el grado de traspase disminuye de modo que cambios en el TCN juega su papel en lograr cambios en el TCR. Este nuevo fenómeno se observa también en los países europeos después de la crisis de 1992 que amplió el ancho de la banda en más-menos 15 % . Las depreciaciones substanciales de los TCN de 1992 en Italia, Inglaterra y otros países, después de transcurridos tres años, no produjo la aceleración de sus tasas de inflación, sino que al contrario siguieron bajando de modo tal, que dieron lugar a cambios en los TCR y a mejoras substanciales de las cuentas corrientes.

## V - LECCIONES PARA EL MERCOSUR Y CONCLUSIONES.

¿Cuales son las conclusiones y lecciones a extraer del largo camino recorrido con la experiencia del Sistema Monetario Europeo y de Chile con respecto a la profundización del proceso de integración en el Mercosur?.

En primer lugar es necesario reconocer que el enfoque hacia la integración adoptado por el Mercosur en la década de 1990 resulta ser radicalmente diferente del enfoque de las décadas de los años sesenta y setenta con la Asociación Latinoamericana de Libre Comercio. ¿Por qué ?. Porque el segundo enfoque concebía a la integración regional como complemento de las estrategias nacional de desarrollo económico basadas en la sustitución de importaciones. O sea, el trasfondo de esta estrategia era el proteccionismo indiscriminado vis a vis el resto del mundo, muy distinto del nuevo enfoque de integración que Mercosur adopta en 1991. Es distinto debido a que casi todos los países adoptaron y ejecutaron metas prioritarias de estabilidad interna a través de la adopción activa de políticas de estabilización de la tasa de inflación y de apertura externa al resto del mundo, medidas todas que combinan el equilibrio macroeconómico con reformas microeconómicas.

En efecto, en el primer caso la tasa de inflación dentro del Mercosur pasó del 2.500 % en 1980, al 120 % como tasa promedio del período 1991-96 y al 6 % en 1997. En este tema merece señalarse el caso de Colombia del Grupo Andino, que en 1994 dejó de sentirse cómoda con su tasa de inflación crónica del 20-30 % anual, resultado de la exitosa aplicación durante veinticinco años del “crawling peg” pasivo que le permitió mantener su competitividad externa con política monetaria acomodante. En 1994 Colombia adopta las bandas cambiarias con renuncia a la pasividad monetaria y con reducción importante en la tasa de inflación.

Este esfuerzo colectivo de estabilización, que revela la adopción de un modelo macroeconómico común ,es de por si inductor natural a la coordinación de las políticas macroeconómicas dentro de la región.

¿Por qué?. Porque a medida que crece la integración comercial en Mercosur por liberalización arancelaria y para-arancelaria, aumenta la interdependencia económica entre los miembros y por lo tanto se reduce la eficacia de las políticas macroeconómicas nacionales independientes, al aumentar la transmisión internacional de las mismas antes shocks diversos.

Además, sin coordinación macroeconómica, preocupan bastante los efectos de la inestabilidad cambiaria, en términos de los TCR bilaterales, sobre los flujos comerciales. Aunque el análisis econométrico hasta ahora no ha revelado en general, efectos apreciables negativos en este

tema, la inestabilidad cambiaria afecta sin embargo los contratos internacionales de largo plazo entre las empresas, comprometiendo potencialmente las estrategias de comercio cum inversión.

Todo esto va creando entonces incentivos para alcanzar la armonización macroeconómica regional, nombre que según el economista brasilero De Motta Veiga (1994) involucra tres procesos graduales y sucesivos: a) la consulta, b) la colaboración y c) la coordinación, donde solo ésta última implica compromisos que incluyen cambio en las políticas nacionales.

En forma equivalente, para autores como Heymann y Navajas (1992) la coordinación implica inicialmente crear una rutina de cooperación entre las políticas de los países miembros, basada en el intercambio de información y consulta en la elaboración de los presupuestos nacionales. Son todas estas metas factibles, conducentes a una mínima coordinación macroeconómica inicial, tendiente a acompañar el proceso de liberalización comercial total y plena entre los países miembros.

Pero la armonización de políticas macro no es suficiente en el mediano y largo plazo para generar aquello que caracterizó a la Unión Europea, esto es, el aumento en la interdependencia económica entre los socios y el avance hacia formas más profundas de integración, esto es, el mercado único común y la unión monetaria.

¿Por qué? Porque el camino hacia la reducción arancelaria y para-arancelaria total dentro del Mercosur requiere reducir la inestabilidad cambiaria durante la transición hacia la liberalización plena del comercio y del movimiento de factores productivos.

¿Qué lecciones nos da en este terreno el SME y el Mecanismo de los tipos de cambio (Exchange Rate Mechanism)? En 1980 las diferenciales de inflación dentro de Europa eran grandes incluyendo a Italia con el 20.4 %, a Francia con el 13% y a Alemania con el 5.8 %.

El funcionamiento del SME reduce estas tasas apreciablemente, ya que en diez años, entre 1979 y 1989, la inflación en Italia baja al 5.9 %, la de Francia al 3.3 % y la de Alemania al 2,1% . También la experiencia registra la reducción en las fluctuaciones del TCN y del TCR.

Sin embargo el proceso, lejos de ser uniforme y lineal, no estuvo libre de tropiezos, como el que la literatura registra bajo el nombre de “el experimento Mitterrand” en Francia, entre 1981 y 1983. En este lapso el Presidente Mitterrand emprende un programa fuertemente expansivo, aumentando la inversión pública, los salarios mínimos, el empleo público, acortando la semana laboral, etc. El déficit presupuestario subió de 0 en 1980 al 3.1 % del PBI en 1981. La deuda pública saltó del 9 % en 1980 al 15 % del PBI en 1983; M uno subió en 15.9 % en 1981 y en 11 % en 1982. La tasa de inflación sube al 12.3 % en 1982, comparada con el 4.5 % de Alemania Occidental. (Ver Frattiani y Von Hagen (1992))

Los resultados del paquete fueron malos para el gobierno ya que el desempleo subió dos puntos en dos años. El desequilibrio externo era creciente en 1982, llegando el déficit de la cuenta corriente al 3.5 % del PBI. Francia realineó su paridad central tres veces en estos dos años, en un total de 10 % contra el ECU y del 14 % contra el marco. La intervención oficial para apoyar el franco demolió las reservas del Banco de Francia, frente al ataque especulativo contra el franco.

Finalmente, en Mayo de 1983 el gobierno francés dio un giro total de política hacia la austeridad del equilibrio externo y la estabilidad de precios, con el aumento de impuestos, la congelación del gasto público y el control estricto del crédito.

El SME tuvo un papel crucial en esta decisión pues ayudó a Francia en su esfuerzo de estabilización, de modo tal que resultaba muy costoso dejar el SME.

Anécdotas similares se repiten en los casos de Italia y de Irlanda, en el largo camino hacia la UME. El SME no solo tuvo papel importante en generar la estabilidad cambiaria entre los países miembros, sino que fue factor DISCIPLINADOR para países con inflaciones crónicas, logrando reducciones substanciales en las tasas de inflación.

Por otro lado, Chile a través de sus bandas reptantes unilaterales -lo mismo que Méjico, Israel y Colombia- después de alcanzar inflaciones moderadas lograron resolver el compromiso básico existente entre mantener TCR competitivos y evitar la aceleración de la inflación. Por lo tanto, la introducción de bandas cambiarias, reptantes o no, demuestra permitir alcanzar la estabilidad cambiaria multilateral, disciplinantes intrínsecas de las políticas nacionales.

También podemos extraer lecciones de las crisis del SME de 1992-93, de la globalización creciente de los mercados financieros internacionales y de la crisis de Méjico de 1994. Las lecciones claras son las siguientes:

1--Sistemas de tipos de cambio fijos, cualquiera sea el método o variante, terminan siendo muy vulnerables. Juegan papel crucial al comienzo de un plan de estabilización si se acompañan con Fundamentals fiscales austeros. Pero tarde o temprano se torna muy difícil sostenerlos, con reservas externas limitadas y alta movilidad, ya irreversible, del capital internacional. Por lo tanto, se descarta que la necesaria coordinación de las políticas macro en Mercosur pueda hacerse bajo un régimen de TCN fijos, aunque existe alguna propuesta de extender el régimen de la Caja de Conversión argentino a nivel regional.

2--Tipos de cambio flotantes o flotación con intervención, como en Paraguay, Brasil, Bolivia, Ecuador, Venezuela y Perú, sufren las restricciones de la movilidad creciente de los capitales, aunque en teoría, con movilidad restringida de capitales, AÍSLAN a los países de los shocks nominales transmisible.

3--La mayor flexibilidad de los TCN lograda bajo el régimen de las bandas cambiarias como hemos visto, no resultó en descontrol inflacionario, a pesar de la autonomía relativa de las políticas monetarias nacionales con ellas lograda.

O sea, el régimen de bandas cambiarias entre países con inflaciones moderadas, resuelven el compromiso básico de mantener TCR competitivos y evitar la aceleración de la inflación.

¿En qué forma?. Mediante el compromiso de política de mantener el sendero temporal de las paridades centrales de la banda reptante, sendero que se convierte en un nuevo ancla nominal.

“Last but not least”, aprender lecciones del SME y de la crisis de 1992 implica también afrontar el tema de la ineficiencia especulativa arriba analizado, aumentada notablemente después del Acta del Mercado Único de 1985, que liberó todos los controles remanentes que existían en Europa hasta la segunda mitad de 1980 sobre el comercio de activos financieros.

En el caso de América Latina, la globalización financiera llevó los flujos de capitales (inversión directa y de cartera) del nivel de 8.000 millones de dólares por año en 1980, al nivel de 67.000 millones de dólares al año en 1996, de los cuales dos tercios van al Mercosur..

Este tema nos lleva a analizar dos medicinas preventivas:

1-- Hacer más lentos los mercados cambiarios, a través de la supervisión prudencial de estos mercados financieros aún no regulados, regulaciones equivalentes a la supervisión de los sistemas bancarios nacionales, como se discutió en la Conferencia sobre el Mercosur y el SME, organizada por FIEL y el Banco Central recientemente. Requeriría por ejemplo, que todas las posiciones abiertas en cambio extranjero estén igualadas por depósitos sin interés en el Banco Central. La ventaja es que el impuesto implícito crecería con la tasa de interés, y aumentaría en épocas de crisis cambiarias.

2--El ya citado impuesto de Tobin (“Tobin tax”). Un impuesto explícito sobre las transacciones, que el Profesor Tobin racionaliza a través de las desiguales velocidades de ajuste de los mercados de bienes, y de los mercados de activos financieros. Esta realidad impone “poner arena en las ruedas de un mecanismo de ajuste demasiado rápido.”[Ver Tobin, J. ( ) y Eichengreen y Wyplosz (1994)]. Este impuesto desalentaría a los especuladores de tomar apuestas seguras de una mano única. Obviamente, el impuesto no podría apoyar permanentemente monedas débiles debido a Fundamentals débiles, pero les daría tiempo para planificar ordenadamente sus realineaciones.

España utilizó la variante 1 en la crisis de 1992, ya que no viola ni el espíritu ni la letra de Maastricht ni es tampoco una prohibición administrativa.

Las dos medidas juntas tienen el objetivo preciso de aumentar el costo de los flujos de capitales de corto plazo MAS que los de largo plazo, como la inversión directa. Ejemplo: un impuesto del 1 % a la compra y a la venta, representa en términos de su costo anualizado un impuesto de 8.000 % en un día; del 180 % en una semana; del 27 % en un mes y del 0.2 % en diez años.

De esta forma la medida no impide que los países miembros aprovechen los beneficios de largo plazo del comercio internacional intertemporal, permitiendo la diversificación de las carteras. Solo buscan desalentar la ineficiencia especulativa unida a los flujos de corto plazo, como vimos en la sección segunda del trabajo.

La lección final para estudiar y madurar en el caso del Mercosur es una que aún no fue planteada. Es un tema del mediano y largo plazo que surgirá con el progreso en el camino hacia la coordinación macroeconómica bajo---así espero---un régimen de bandas cambiarias multilaterales.

Es el paradigma de los N-1 grados de libertad. Cuando N países constituyen una unión de tipos de cambio, al establecer N-1 paridades centrales, deja un grado de libertad para elegir. En otras palabras, es clave determinar cual es el país miembro al que se le da la autoridad sobre ese grado de libertad y como se distribuye la carga del ajuste a shocks externos.

Existen dos soluciones extremas. Una, que el enésimo grado de libertad se resuelva asignando la independencia de políticas a un miembro dentro del Mercosur. Es la solución hegemónica, asimétrica o disciplinaria, donde un país determina en forma unilateral la política monetaria de la unión, como fue el caso de Inglaterra durante el patrón oro clásico y el de U.S.A. durante Bretton Woods.

La segunda solución es la cooperativa o simétrica, donde la política monetaria conjunta es producto de un proceso de decisión cooperativa entre todos los miembros.

En el caso del SME caben dos interpretaciones. La interpretación cooperativa que lo considera como un arreglo para facilitar la coordinación de la política monetaria entre sus miembros. En efecto, el SME fue pensado por sus fundadores como una coalición de autoridades monetarias, con el fin de coordinar sus políticas y mejorar los esfuerzos estabilizadores. Así se superarían los problemas de fallas de coordinación sufridas durante la época post Bretton Woods de flexibilidad cambiaria.

En cambio, la interpretación disciplinaria del SME argumenta que los países más inflacionarios usan el SME como forma de alcanzar menores tasas de inflación, bajo el liderazgo estricto de Alemania. El extremo de esta interpretación indica que el SME operó efectivamente como una zona del Marco, donde Alemania retuvo la habilidad de fijar independientemente la política monetaria y los demás de pegar sus tipos de cambio al marco alemán. En la solución asimétrica, el problema de la sobredeterminación del paradigma de los N-1 grados de libertad se resuelve asignando la tarea de ser un ancla nominal a un país centro del sistema.

¿Qué país?. Aquel con mayor reputación anti-inflacionaria.

Durante los años de 1980 el péndulo se fue corriendo hacia la interpretación disciplinaria, que ve al SME como forma de alcanzar mayor disciplina monetaria en países con tasas de inflación tradicionalmente altas, como Francia, Italia e Irlanda. Se apoya en el análisis positivo de Barro y Gordon (1983) de la credibilidad de la Banca Central. El Bundesbank alemán era la institución más creíble por su compromiso a la estabilidad de precios y su grado notable de independencia política. Otros Bancos Centrales estaban más sometidos a presiones políticas de modo que usan al SME para delegar parte de su autoridad monetaria al Bundesbank y así ganar mayor credibilidad.

Para terminar diré que este trabajo, al argumentar a favor del régimen de bandas cambiarias busca no avanzar más allá del análisis de la etapa de transición a una UM, como parte de las políticas de coordinación macroeconómica que el Mercosur debería emprender a fin de cosechar plenamente los beneficios de la integración económica comenzada en 1991. Como dijimos antes, el Tratado de Asunción ya establecía la necesidad de la coordinación progresiva de las políticas macroeconómicas, como principal herramienta de integración, junto con la profundización de las desgravaciones arancelarias.

Pero hablar hoy de una Unión Monetaria en Mercosur es totalmente prematuro. No solo le llevó a Europa más de cuarenta años pasar de la CEE que integró el sector real, al Tratado de Maastricht de 1991 que empezó a delinear el terreno para la UME de Enero de 1999, sino que Europa dedicó medio siglo en construir las instituciones transnacionales para el gobierno colectivo de la Moneda común, con la legitimidad suficiente para administrar la política monetaria común.

Como expresara el Profesor Eichengreen recientemente, es poco probable que la UM ocurra en América Latina en nuestra generación, a lo que podríamos añadir a la luz de todo lo discutido esta noche que la globalización financiera irreversible que el mundo vive, creadora de una dinámica especulativa podría muy bien acelerar los plazos.

Nada más y muchas gracias.

## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- 1--ALLEN H. y TAYLOR, M.--(1990)--"Charts, Noise and Fundamentals in the Foreign Exchange Market", *Economic Journal*, March
- 2--BARRO, R. y GORDON, R. (1983)--"Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy", *Journal of Monetary Economics*.
- 3--BAYOUMI, T. y EICHENGREEN, B. (1996)--"Operationalizing the Theory of Optimum Currency Areas", Center for Economic Policy Research, CEPR, London, Discussion Paper 1484, October.
- 4--BAYOUMI, T. (1994)--"A Formal Model of Optimum Currency Areas", CEPR 968, June.
- 5--BLANCHARD, O. y KATZ, G. (1992)--"Regional Evolution", *Brookings Papers in Economic Activity*, 1.
- 6--BLANCHARD, O. y QUAH, D. (1989)--"The Dynamic Effects of Aggregate Demand and Supply Disturbances". *American Economic Review*,
- 7--BOFINGER, J. (1994)--"Is Europe an Optimum Currency Area?", CEPR 915, February.
- 8--DE GRAUWE, P. (1994)--*The Economics of Monetary Integration*. Second Edition, Oxford University Press.
- 9--DE GRAUWE, P. y DEWACHTER, R. (1993)--"A Chaotic Monetary Model of the Exchange Rate", en Frisch, H. y Worgotter, A. (Ed.) *Open Economy Macroeconomics*. (St. Martin)
- 10--DE LONG, J., SHLEIFER, A., SUMMER, L. y WALDMAN, R. (1990)--"Positive Feedback Investment Strategies and Destabilizing Rational Speculation", *Journal of Finance*, June.
- 11--DE MOTTA VEIGA, P. (1994)--"Grados de Convergencia Real y Monetaria en los procesos de integración en Latinoamérica". *INTAL* 203, Agosto-Setiembre.
- 12--EICHENGREEN, B. (1997)--"Free Trade and Macroeconomic Policy". Draft May.
- 13--EICHENGREEN, P. y WYPLOSZ, P. (1993)-- "The Unstable EMS", CEPR 817, London, May.
- 14--FRENKEL, J. y ROSE, A. (1996)--"The Endogeneity of the OCA", Center for Economic Policy Research, CEPR Discussion Paper 1473.
- 15--FRATTIANI, M. y VON HAGEN, J. (1992)--"The European Monetary System and The European Monetary Union" (Westview, Boulder).
- 16--FROOT, K. y ITO, T. (1989)--"On the Consistency of Short Run and Long Run Exchange Rate Expectations", *Journal of International Money and Finance*, 38.
- 17--HELPMAN, E., LEIDERMAN, L. y BUFMAN, G. (1995)--"New Exchange Rate Bands". *Economic Policy*, October.
- 18--HEYMANN, D. y NAVAJAS, F. (1992)--"Aspectos Conceptuales de la Coordinación de Políticas Macroeconómicas con referencia al Mercosur", en CEPAL *Ensayos sobre coordinación de políticas macroeconómicas*. Sgo de Chile.
- 19--ITO, T. (1990)--"Foreign Exchange Rate Expectations. Micro Survey Data". *American Economic Review*, 80.
- 20--KRUGMAN, P. (1979)-- "A Model of Balance of Payments Crisis". *Journal of Money Credit and Banking*,
- 21--KRUGMAN, P. (1991).. "Target Zones and Exchange Rate Dynamics", *Quarterly Journal of Economics*.

- 22--KENEN, P. (1969)--"The Theory of Optimum Currency Areas. An Eclectic View", en Mundell, R. y Swoboda, A. (Ed.s) Monetary Problem of the International Economy. (University of Chicago Press).
- 23--KRUGMAN, P. y MILLER, M. (1993)--"Why have a Target Zone?", Carnegie Rochester Conference Series, 38.
- 24--LEIDERMAN, L. y BUFMAN, G. (1995)--"Searching for Nominal Anchors in Shock Prone Economies in the 90's", Tel Aviv University Discussion Paper 4, November.
- 25--LUCAS, R. (1976)--"Econometric Policy Evaluation. A Critique", en The Phillips Curve and the Labor Market. (K. Brunner y A. Meltzer, Eds.). Carnegie Rochester Conference Series, North Holland.
- 26--McDONALD, R. y TAYLOR, M. (1992)-- "Exchange Rate Economics", International Monetary Fund Staff Papers, 39.
- 27--MARTIRENA-MANTEL, A.M. (1996)--"Speculative Bubbles, Noise Traders and Hiperinflation", en Ensayos en Honor del Dr. Julio H. G. Olivera, forthcoming, 1997. Tambien Documento de Trabajo del Instituto T. Di Tella, 1997.
- 28--MARTIRENA-MANTEL, A.M. (1996)--"Globalización de los mercados financieros y sus efectos sobre el mercado de cambios", en Comercio Internacional, Integración y Estabilidad Monetaria. Ensayos en honor del Dr. Federico Pinedo. Compilación de Horacio García Belsunce. (Abeledo-Perrot).
- 29--McKINNON, R. (1963)--"Optimum Currency Areas", American Economic Review
- 30--MUNDELL, R. (1961)--"A Theory of Optimum Currency Areas", American Economic Review.
- 31--NURKSE, R. (1944)- International Currency Experience. (League of Nations.)
- 32--OBSTFELD, M. (1986)- "A Rational Self-fulfilling Balance of Payments Crisis". American Economic Review.
- 33--SHLEIFER, A. y SUMMER, L. (1990)- "The Noise Trader Approach to Finance" Journal of Economic Perspectives, Spring.
- 34--SOROS, G. (1987)- The Alchemy of Finance . (Simon and Schuster.)
- 35--TAKAGI, S. (1991)--"Exchange Rate Expectations. A Survey of Survey Studies", International Monetary Fund Staff Papers, 38.
- 36--TRAIN, J. (1987).-- The Money Masters. (Harper and Row.)