

# Unión monetaria de América del Norte, una perspectiva

● ● ● ● ● ● ● ● ● ● RAÚL MORALES CASTAÑEDA\*

Tras la desafortunada y para muchos sorpresiva devaluación del peso en diciembre de 1994 surgieron propuestas para que México adoptara una caja de conversión o incluso para que dolarizara su economía. Esas opiniones provinieron inicialmente de académicos de Estados Unidos, algunos de los cuales han manifestado un cierto fervor evangelizante en el asunto.<sup>1</sup> A principios de marzo de 1996 un destacado funcionario del sector bancario mexicano puso a debate la propuesta de una unión monetaria de América del Norte, la cual, según señaló, posiblemente “escandalizaría a más de cuatro”.<sup>2</sup> Sin embargo, la idea no parece haber recibido mucha atención inmediata ni haber motivado los análisis que, aunque sólo fuera como ejercicio académico, merecería un planteamiento de tal trascendencia.

1. En marzo de 1995 Steve Hanke propuso una caja de conversión para México. En varios de sus libros, en ocasiones en coautoría con Kurt Schuler, ha planteado sus ideas y propuesto de manera insistente la caja de conversión (o consejo monetario, como él prefiere llamarlo) para muchos países, en particular para los que están en vías de desarrollo. La misma propuesta para México la han planteado Robert Barro y Rudiger Dornbusch. Aun cuando se utiliza mucho *consejo monetario* para denominar a las *cajas de conversión*, el término es inapropiado porque sugiere la existencia de un órgano deliberativo, en tanto que en ese régimen la conversión de la moneda nacional por la moneda ancla es automática. Por eso aquí se prefiere la segunda expresión para hacer referencia a ese régimen monetario y cambiario. “Urge reemplazar [el] Banco de México por un consejo monetario: Hanke”, *Reforma*, 31 de marzo de 1995; G. Hanke y K. Schüller, *¿Banco central o caja de conversión?*, Fundación República para una Nueva Generación, Buenos Aires, 1991, y Kurt Schuler, “Home Page”, <<http://www.erols/kurrency.html>>, 24 de junio de 1999.

2. Entrevista de Maricarmen Cortés a Roberto del Cueto, *Excelsior*, 3 de marzo de 1996.

A raíz de las crisis cambiarias y financieras en Asia y Rusia en años recientes, sin embargo, las formulaciones en torno a la adopción de una caja de conversión, la plena dolarización o la unión monetaria, comenzaron a correr como un torrente en los medios de prensa durante el segundo semestre de 1998 y el primero de 1999, generalmente planteadas para México por voceros de los organismos empresariales.<sup>3</sup> A ello le siguieron algunas reuniones de análisis por parte de académicos nacionales y foráneos promovidas por organismos empresariales y centros de investigación. La discusión continúa vigente, por lo que en este trabajo se analiza la propuesta de unión monetaria de América del Norte externada por el funcionario bancario citado, diferenciándola como corresponde, y como él lo hiciera, de las otras modificaciones posibles del régimen monetario y cambiario actual.

Cualquiera de las opciones señaladas, caja de conversión, dolarización o unión monetaria (UM) tiene tanto ventajas como desventajas económicas potenciales y encara diversos obstáculos políticos internos y externos. La UM, si bien presentaría al-

3. Véase, por ejemplo, la propuesta del Centro de Estudios Económicos del Sector Privado (CEESP) de septiembre de 1998. Ahí no se distingue con claridad la adopción de una caja de conversión, la dolarización y la unión monetaria como tampoco se analizan con detalle las implicaciones de cada una de esas acciones. CEESP, “Propuesta de adopción en México de un nuevo régimen monetario”, *Actividad Económica*, México, septiembre de 1998.

\* *Profesor-investigador del Departamento de Economía de la Universidad Autónoma Metropolitana, plantel Azcapotzalco <raumoca@yahoo.com.mx>. El autor agradece a Sagrario Garay su valiosa ayuda en la captura de versiones sucesivas de este artículo, el cual es un resultado parcial del proyecto de investigación Opciones de Regímenes Monetarios y Cambiarios para México, registrado como parte del programa de investigación Políticas Macroeconómicas y Análisis Sectorial.*

gunas desventajas económicas similares a las de una caja de conversión o de la dolarización, desde la perspectiva de México evita algunas de aquéllas y podría llegar a ser más aceptable internamente en caso de que se considerara conveniente modificar los actuales regímenes monetario y cambiario en una fecha futura. Las desventajas comunes para México de esas propuestas consisten en que conducen al abandono de la autonomía monetaria y cambiaria. Las ventajas de la UM frente a las otras opciones consistirían, a su vez, en que no habría pérdida de señoreaje, se establecería algún condominio, así fuese moderado, en la formulación de las políticas monetaria y cambiaria y se podría mantener la participación mexicana en los símbolos monetarios.

Como cualquier otra medida de política económica, la UM se debe evaluar en términos del balance entre sus ventajas y desventajas. Aquí se analizarán las implicaciones económicas de una UM hipotética, consistente en la creación de una moneda y un banco central únicos y comunes para los tres países de América del Norte, de manera similar a los que han constituido los países que actualmente participan en la unión monetaria europea.

En América del Norte la UM se enfrentaría a obstáculos políticos significativos en los plazos corto y mediano, e internos y externos. En Estados Unidos probablemente la rechazarían si se planteara como un objetivo próximo. Eso respondería a un grupo de razones, pero contarían como factores importantes el papel del dólar estadounidense como eje del sistema monetario internacional, a lo cual van asociados prestigio y privilegios económicos en términos de señoreaje, así como la poca inclinación que mostrarían muchos líderes de la superpotencia a compartir su poder de decisión en aspectos monetarios. La UM, incluso si tuviera ventajas económicas netas para México, sólo por ello tal vez podría ser una propuesta para el largo plazo. En ese horizonte sus ventajas económicas quizá podrían llegar a ser contrapesadas por desventajas menores y los obstáculos políticos externos probablemente llegarán a disminuir.

El análisis aquí se concentrará en las implicaciones para México de una UM que ya hubiese llegado a su concreción definitiva, sin estudiar las dificultades que se encontrarían en el camino, lo que sólo se comentará de manera breve. El tema es amplio y sólo se pretende comparar aspectos cruciales de la unión monetaria hipotética con el régimen monetario y cambiario vigente.

#### LA PROPUESTA DE UNIÓN MONETARIA Y LAS OPCIONES PERTINENTES PARA LA COMPARACIÓN

##### La propuesta: sus elementos y las razones que la fundamentan

A principios de marzo de 1996 Roberto del Cueto, en ese momento director adjunto de Banamex y exdirector general adjunto del Banco de México,<sup>4</sup> presentó en una entrevista periodística y a título personal una propuesta de unión moneta-

4. Aquí sólo se trata de resumir los puntos centrales de los planteamientos de Del Cueto; las frases entrecorilladas son citas tomadas

ria de América del Norte. El banquero planteó tal unión de México con Estados Unidos y Canadá como complemento del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN) y consistiría en la adopción por los tres países de una nueva moneda de uso común y, presumiblemente, en el establecimiento de un banco central único que conduciría las políticas monetaria y cambiaria de los tres países. Se trataría de algo similar a lo que se ha venido creando en los países de la Unión Europea, de manera particular a partir de mayo de 1998.

Se recordará que como un paso adicional en la integración monetaria que se estaba llevando a cabo entre los países miembro de la Unión Europea, en mayo de 1998 se definió qué economías participarían en la Unión Monetaria Europea (UME), ello basándose en los criterios de convergencia de las políticas macroeconómicas fijados con antelación. También se acordó establecer el Banco Central Europeo a partir del 1 de julio de ese año y crear una moneda común, el euro, a partir del 1 de enero de 1999. La moneda común opera desde entonces como unidad de cuenta y como medio de pago en las transacciones bancarias. Las monedas nacionales tradicionales aún se conservan, pero a partir de la fecha mencionada los tipos de cambio entre ellas quedaron fijos de manera irrevocable. Las monedas nacionales darán paso exclusivo al euro a partir del 1 de enero de 2002 y dejarán de tener curso legal desde el 1 de julio de ese año.

La propuesta de Roberto del Cueto se diferencia de manera precisa de una caja de conversión y señala la conveniencia de una UM porque la caja sería vulnerable a las salidas desordenadas de capital, lo cual, en su opinión, no ocurriría con dicha unión. Apuntó asimismo como una de las implicaciones principales de la UM la renuncia de México a la potestad de emitir dinero en forma soberana. Se trata, sin embargo —dijo—, de elegir entre “seguir teniendo una moneda débil y con un fuerte riesgo cambiario y por consecuencia altas tasas de interés, o sujetar la potestad monetaria a los acuerdos de una unión monetaria”.

Del Cueto comparó las ventajas de la UM con las devaluaciones sucesivas de 1976, 1982, 1987 y 1994 y con la situación de altas tasas de interés de 1995 y 1996. De manera específica mencionó que en ese momento, mientras las tasas de interés nominales en Estados Unidos eran de 10%, en México se situaban en 70%. Señaló como algo paradójico que fuera posible comerciar libremente con Estados Unidos y Canadá y que al mismo tiempo hubiera tal diferencia en las tasas de interés.

Entre los problemas más importantes de ese momento, señaló, “está el elevado nivel de las tasas de interés por el impacto negativo que tiene sobre los deudores, la reactivación económica y el desempleo”. Las tasas de interés en 1996 no bajaban, dijo, “principalmente [por] la inflación esperada, que es consecuencia de la devaluación de la moneda”. Señaló, asimismo, la existencia de una prima de riesgo para las inversiones financieras

del texto de la entrevista citada. Casi para concluir este artículo, José Pintado Rivero, quien fuera director general de Multibanco Comermex hasta un poco antes de la nacionalización bancaria de 1982 planteó una propuesta similar. José Pintado Rivero, “Hacia el *Americus*”, *Letras Libres*, año II, núm. 23, México, noviembre de 2000.

en moneda nacional, lo que según él hacía indispensable eliminar el riesgo cambiario del peso.

Para el autor de la propuesta, ésta tiene ventajas y desventajas. Entre estas últimas está la de renunciar a la potestad de emitir dinero de manera soberana, cuyas implicaciones no analizó. Pero concluía que las ventajas serían superiores a las desventajas: a) México tendría tasas de inflación y de interés similares a las de Estados Unidos y Canadá. Al evitar los efectos negativos del riesgo cambiario, las tasas de interés tenderían a ser iguales en los tres países, excepto por diferencias de riesgo político. b) Se evitarían las entradas y salidas bruscas de capital del exterior o al menos se aislaría a la economía de los efectos más dañinos que provocan. c) Por último, habría estabilidad financiera, “que no ha sido posible alcanzar en los últimos 20 años”, lo que permitiría un mejor desempeño de la economía en general. En materia de desventajas no señaló aspectos específicos.

Estados Unidos, según indicó, encargaría costos muy bajos al incorporarse a una UM, aun cuando no los especificó ni analizó. Como contrapartida, señaló que habría beneficios importantes para ese país, en la forma de menor emigración de mexicanos hacia él como resultado del mejor desempeño de la economía de México que propiciaría la UM. También admitió que habría obstáculos a la UM de América del Norte, “de carácter político, ideológico y práctico”, aunque no ahondó en esos temas.

La propuesta de Del Cueto tiene ventajas frente a otras, como la adopción de una caja de conversión o la dolarización, si bien en sus declaraciones él no pretendió examinar de manera detallada las ventajas y desventajas económicas de la UM y tampoco los requisitos y obstáculos económicos y políticos para su adopción. Eso constituye un espacio abierto para el análisis.

Para el examen de las implicaciones de una UM conviene desbrozar el campo correspondiente. ¿Qué forma adoptaría la unión monetaria? ¿Cuáles son las opciones con las que hay que compararla? A la luz de lo anterior, ¿cuáles son sus ventajas principales? ¿Y sus desventajas? ¿Cuáles serían los obstáculos que tendría que vencer? ¿Es viable en un plazo mediano o sólo en el largo?

### **Possible forma de una unión monetaria en América del Norte**

Una UM de América del Norte tendría que ser técnicamente factible, así como aceptable desde el punto de vista político para los países participantes. Lo que enseguida se describe sólo es un esquema de la forma que podría adoptar. Si éste puede dejar satisfechos a los participantes potenciales es algo que se comentará más adelante.

La unión se caracterizaría, en su forma final, por la creación de un banco central y una moneda común para los tres países de la región. Para acotar el tema se supone que tanto México como Canadá conservarían en cierto sentido sus bancos centrales, pero sólo como parte de un hipotético banco central de América del Norte (BCAN), concebido basándose en el Sistema de la Reserva Federal (SRF) de Estados Unidos, el que sería ampliado y mo-

dificado en sus fundamentos legales, con 14 en vez de 12 bancos regionales miembro (inicialmente 12 de Estados Unidos, uno de México y uno de Canadá). A su vez, en lugar de los siete gobernadores habría once; los siete actuales de Estados Unidos más dos de México y dos de Canadá. El número de gobernadores de los dos últimos países podría aumentar con el paso del tiempo. Ellos tendrían voz, aunque sólo un poder de voto minoritario en la formulación, adopción e instrumentación de las políticas monetaria y cambiaria comunes.

Los gobernadores de México y Canadá y otros representantes de estos países participarían también en el equivalente del actual Comité Federal de Operaciones de Mercado Abierto del Sistema de la Reserva Federal (FOMC, por sus siglas en inglés).<sup>5</sup> El poder de decisión quedaría nuevamente concentrado en el grupo de representantes estadounidenses.

El BCAN sería independiente de los poderes ejecutivos de cualquiera de los tres países, en sentidos similares a como actualmente lo es el SRF del presidente de Estados Unidos o el Banco de México del presidente de la República Mexicana, para garantizar la autonomía de decisión y la búsqueda de la estabilidad de precios como su meta principal. Aún quedaría por definir ante qué autoridades políticas y en qué formas y aspectos serían responsables los gobernadores de ese banco central, lo que desde luego es un asunto potencialmente complejo y difícil.

Habría asimismo una moneda común, hipotéticamente el dólar Amerinor. Las monedas y los billetes llevarían en una cara símbolos que representarían a los tres países y en la otra un símbolo estrictamente nacional, distinto en cada uno de ellos. Esas monedas y billetes serían, sin embargo, totalmente intercambiables y tendrían curso legal en los tres países. Esto evitaría los inconvenientes simbólicos de propuestas como la dolarización.

Las políticas monetaria y cambiaria las determinaría fundamentalmente el núcleo de gobernadores del banco central, que sería estadounidense, aunque los de México y Canadá harían oír los puntos de vista correspondientes a los intereses de sus propios países. Como consecuencia, México y Canadá cederían su autonomía operativa en esos asuntos de manera más acentuada que Estados Unidos.

México perdería la posibilidad de tener una política monetaria propia orientada a la consecución de sus metas macroeconómicas en materia de nivel de precios, producción y empleo y balanza de pagos. La combinación de inflación y desempleo en el corto plazo en México probablemente resultaría de la política monetaria acordada por los miembros del núcleo con base en lo que consideraran apropiado principalmente para Estados Unidos, aunque podría reflejar en alguna medida los plantea-

5. La Junta de Gobierno del SRF estadounidense sólo tiene autoridad directa para modificar el porcentaje de reservas legales, en tanto que las operaciones de mercado abierto las decide el CFOMA (FOMC en inglés), en el cual participan no sólo los miembros de esa Junta sino también cinco de los 12 presidentes de los bancos de la reserva federal. The Federal Reserve Board, *The Federal Reserve System: Purposes and Functions*, Washington, 1994 (actualización de junio de 1999).

mientos de los gobernadores de México y Canadá y los intereses de ambos países en esas materias.

México perdería también la posibilidad de modificar el tipo de cambio de su moneda frente a las de Estados Unidos y Canadá, pues la moneda sería una y la misma en los tres países. Con ello desaparecería el riesgo cambiario, así como la razón para las primas de riesgo en las tasas de interés internas y en las de los financiamientos obtenidos por agentes económicos mexicanos en Estados Unidos y en Canadá. Por la inexistencia de tipos de cambio explícitos en la unión se evitarían las crisis cambiarias y los sobresaltos económicos y financieros que han afectado a México en las últimas décadas. Esto concuerda con las ventajas de la unión monetaria señaladas por Del Cueto.

La política cambiaria conjunta frente a terceros países estaría también dominada, si fuese activa, por los gobernadores del núcleo o, si fuese pasiva, por los flujos comerciales y, de manera preponderante, por las corrientes de capital entre Estados Unidos y el resto del mundo. Con un régimen de flotación, esto ha dado por resultado, en décadas recientes, giros drásticos en el tipo de cambio real entre el dólar estadounidense y las monedas de los países europeos y de Japón.

Aún podrían surgir dificultades en la balanza de pagos y en los niveles de ingreso y empleo de un país a causa de perturbaciones reales<sup>6</sup> originadas dentro o fuera de los países de la unión y que podrían afectar de manera asimétrica sus balanzas de pagos y sus niveles de empleo. En este aspecto residen algunas de las desventajas potenciales más importantes de la UM, asunto que no analizó de manera específica Del Cueto y que sin embargo es crucial para determinar las ventajas o desventajas económicas netas de una UM de América del Norte. El tema se trata más adelante.

### El contraste de las opciones pertinentes

Detrás de las propuestas en México para adoptar un régimen de tipo de cambio permanentemente fijo frente a la moneda de Estados Unidos, por medio de una caja de conversión, la dolarización o la UM, se encuentran preocupaciones acerca de los efectos que han tenido en el sistema económico y financiero del país las altas tasas de inflación y las devaluaciones, con frecuencia traumáticas, de las últimas décadas. En la propuesta que aquí se examina las ventajas de la UM se establecen por comparación con dos tipos de acontecimientos en México: a) las devaluaciones de 1976, 1982, 1987 y 1994, y b) la experiencia inflacionaria y cambiaria de 1995 y 1996, que dio por resultado altas tasas de interés nominal, las que a su vez originaron problemas serios a

6. Para distinguir las perturbaciones reales y monetarias que pueden afectar la balanza de pagos, así como algunas de sus implicaciones, pueden verse Raúl Morales, *Las relaciones económicas con el exterior, la balanza de pagos y el mercado de divisas*, México, UAM-Azcapotzalco, 2001, y Raúl Morales, "México: valuación de la moneda y sostenibilidad del tipo de cambio", *Comercio Exterior*, vol. 46, núm. 4, México, abril de 1996.

los deudores y al sistema bancario y financiero del país. Esa manera de establecer las ventajas y desventajas potenciales de distintos regímenes de tipo de cambio fijo de manera permanente adolece, sin embargo, de inconvenientes significativos, pues comparan esas opciones con algo inexistente y que en un sentido fundamental es cosa ya del pasado. Los méritos relativos de esas opciones deberían establecerse en relación con lo que existe actualmente en México: un banco central independiente y autónomo en sus decisiones y un régimen de flotación cambiaria. Hay que tomar en cuenta no sólo la experiencia que con ambos se ha tenido en años recientes, sino también su potencial para producir en el futuro estabilidad de precios y un comportamiento cambiario razonable de acuerdo con algunos criterios.

Las devaluaciones traumáticas ocurrieron cuando se tenían regímenes de tipo de cambio fijo pero ajustable, tipos de cambio predeterminados (deslizamientos con programa) o bandas estrechas de flotación. En la mayoría de esos casos los problemas no surgieron de los regímenes cambiarios como tales, sino de que no eran congruentes con las políticas monetarias instrumentadas en la época.

En 1976 y 1982, por ejemplo, las devaluaciones fueron precedidas por períodos de inflación relacionados con el uso del crédito primario interno para financiar déficit abultados en el presupuesto gubernamental. Eso no era congruente, en particular para los plazos mediano y largo, con el régimen de tipo de cambio fijo o predeterminado que se pretendía mantener.<sup>7</sup> Pero eso ocurrió en una época en que el banco central no era autónomo. Las reformas constitucionales y la nueva ley del Banco de México de 1993, que le otorgaron la autonomía, crean otra situación que justamente pretende evitar problemas como los ciclos inflacionarios y devaluatorios señalados.

La historia de la devaluación de 1994 es complicada; conviene repararla porque suele ser un referente de las propuestas de una caja de conversión o de la unión monetaria. La devaluación de 1994 *no* fue la consecuencia de una política monetaria irresponsable que financiara en los años previos grandes déficit del sector público. Cuando se produjo, el tipo de cambio estaba ciertamente muy sobrevaluado y el déficit de cuenta corriente de la balanza de pagos había alcanzado un nivel difícilmente sostenible por mucho tiempo más, de tal forma que la devaluación era inevitable. De manera un tanto paradójica, no fue el resultado de una política monetaria que mantuviera altas tasas de inflación, sino de un proceso de estabilización que tomó al tipo de cambio como ancla nominal durante un período demasiado largo. Al resultado contribuyeron los hechos políticos de 1994 que desembocaron en fugas cuantiosas de capital. También el problema particular de los Tesobonos y el retraso y el desorden con los que se realizaría la devaluación. Una parte importante de esos problemas es evitable ahora que el Banco de México es autónomo y se tiene un régimen de flotación cambiaria.<sup>8</sup>

7. Raúl Morales, "El sector externo y la crisis económica actual en México: una perspectiva histórica", *Análisis Económico*, vol. IV, núm. 6, enero-junio de 1985.

8. Raúl Morales, "México: valuación de la moneda...", *op. cit.*, y

La magnitud de la caída en el PIB y de la aceleración de la inflación en 1995 y 1996 se debió a los factores señalados, así como a las muy bajas reservas de divisas que había cuando finalmente se adoptó el régimen de flotación cambiaria. La alta inflación y la percepción de un riesgo cambiario acentuado, que durante 1995 y 1996 contribuyeron a la determinación de tasas de interés nominales muy altas, fueron todavía en cierto sentido la consecuencia de la estrategia económica seguida de 1990 a 1994 y que desembocó en la devaluación al final de este último año. Esa estrategia correspondió de manera fundamental a una etapa en la que no existía el régimen de flotación y el Banco de México carecía de autonomía o estaba en tránsito hacia ella.

Las propuestas de una caja de conversión o de la UM para México no sólo exageran los méritos de esas opciones al compararlas con los regímenes y las políticas cambiarias y monetarias que prevalecieron o se instrumentaron de 1973 a 1995, de manera aproximada, sino que subestiman también las desventajas de la pérdida de las autonomías monetaria y cambiaria que esas propuestas llevan consigo. Cualquiera que sea el tipo de régimen cambiario completamente fijo que se considere, la opción contra la cual hay que compararla es la de un régimen de flotación con un banco central autónomo, con posibilidad de instrumentar una política monetaria independiente y responsable, como el que existe actualmente en México. Lo que se debe tener en cuenta en ese sentido es la experiencia desde 1996 a la fecha y lo que pueda razonablemente esperarse para el futuro.

### LAS VENTAJAS DE LA UNIÓN MONETARIA

Una unión monetaria se puede analizar con base en tres tipos de elementos que pueden estar asociados a ella. Por una parte, están las ventajas que se derivan de la existencia de una moneda común para los países que previamente han funcionado como áreas monetarias independientes, con banco central y moneda propios. En segundo lugar están las desventajas de la UM, consistentes principalmente en las implicaciones que en términos de inflación y desempleo tiene para cada país integrante de ella la pérdida formal y real de las autonomías monetaria y cambiaria. Por último, la reducción de las desventajas de la pérdida de esas autonomías a que pueden conducir ciertos arreglos que pueden acompañar o no a la unión monetaria.<sup>9</sup>

#### La amplitud del área de dominio geográfico y del conjunto de bienes

Un dominio geográfico y de bienes más amplio para las transacciones con una misma moneda aumenta la monetariedad de ésta,

Raúl Morales, "La política cambiaria en México, 1994-1996", *El Cotidiano*, núm. 83, mayo-junio de 1997.

9. Éste es el modelo utilizado por Corden para el análisis de la integración monetaria en general. W. Max Corden, "Monetary Integration", *Essays on International Finance*, núm. 93, abril de 1972.

pues amplía el volumen de transacciones en las cuales cumple sus funciones de unidad de cuenta y de medio de cambio, así como aumenta de manera potencial el volumen de transacciones en relación con las cuales puede funcionar como depósito estable de valor.

Un dominio más amplio para una moneda en términos de bienes, servicios y activos reduce de manera considerable los costos de información relacionados con la conversión de magnitudes expresadas en una moneda a magnitudes expresadas en otra. Robert Mundell expresó esto al afirmar que "la función más importante del sistema monetario internacional es la de proveer un medio a través del cual las relaciones de escasez expresadas en una moneda puedan traducirse a otras sin distorsiones innecesarias".<sup>10</sup>

Los precios en una moneda usualmente se traducen a precios en otra por medio del tipo de cambio. Pero cuando, como ocurre con el régimen de cambio fijo, pero ajustable, éste experimenta alteraciones drásticas, esa traducción también las sufre. La situación no puede mejorar mucho cuando se establece una unión cambiaria, mediante la cual se establecen paridades o bandas de flotación estrechas alrededor de ellas que pretenden ser permanentes. Si no se cuenta con los medios apropiados para mantenerlas, incluida la coordinación de políticas macroeconómicas, más tarde o más temprano habrá problemas de credibilidad en las paridades y pueden terminar por hacerse insostenibles, con lo cual la traducción de precios también se alteraría. Un ejemplo de esta última situación lo constituyó el sistema monetario europeo (SME).

Con un régimen de flotación, por otra parte, se renuncia a la idea de una traducción estable, lo cual no implica de manera necesaria que ésta sufra alteraciones drásticas y acentuadas, aunque sí puede dar lugar a una cierta volatilidad cambiaria.

El asunto tiene una mejor solución en una UM. El problema de la traducción desaparece porque sólo existe una moneda y la situación es más creíble porque la unión es más difícil de romper. Además, la calidad monetaria o monetariedad de una moneda es mayor cuando el espacio geográfico y el conjunto de bienes, servicios y activos en relación con los cuales cumple sus funciones de unidad de cuenta, medio de cambio y depósitos estable de valor es también mayor.

#### Los costos de transacción

Entre las ventajas de una moneda común señaladas en el apartado anterior se encuentra que los costos de transacción en las relaciones económicas internacionales disminuyen cuando hay una UM. Con un régimen de flotación, por ejemplo, hay costos de transacción para el comercio y los movimientos de capital entre países. La UM reduciría esos costos, lo cual sería una ventaja asociada a ella, así como una desventaja comparativa del régimen de flotación.

10. Robert A. Mundell, "EMU and the International Monetary System", Working Paper núm. 13, 1993.

En el comercio de bienes y servicios, los costos de transacción incluyen el correspondiente al cambio de una moneda por otra y los de cobertura contra riesgos cambiarios. Un nivel alto de comercio y su intensificación a lo largo del tiempo es desde luego posible con la flotación cambiaria. Esto lo prueba la enorme expansión del comercio en general y de manera particular el de manufacturas entre México y Estados Unidos durante la última década, especialmente después de la entrada en vigor del TLCAN. Basta recordar que ya hubo flotación limitada dentro de una banda, incluso antes de la flotación irrestricta que comenzó en 1994.

Con la UM desaparecería el peso muerto correspondiente a esos costos. Como consecuencia podría haber una ganancia dada por la mejoría en la asignación de recursos al aprovecharse más ampliamente las ventajas comparativas de los países miembro de la unión. La importancia cuantitativa de la primera ganancia tendería a ser mayor cuanto mayor fuera el volumen de comercio entre México y los demás países de América del Norte.

En los movimientos internacionales de capital ocurre algo similar. Se presentan los costos de cambiar una moneda por otra y los costos potenciales de cobertura cambiaria. Sin embargo, su importancia es distinta en los diferentes movimientos de capital.

En lo que se refiere a la inversión extranjera directa (IED) y la parte de la inversión extranjera de cartera que se coloca en acciones, su motivación es la rentabilidad de largo plazo y los costos de cambiar una moneda por otra son tal vez pequeños como para limitar tales movimientos. Así lo indica el enorme incremento de la IED en México a partir de la ratificación del TLCAN, a pesar de la flotación cambiaria. Sin embargo, al eliminarse esos costos podrían producirse beneficios derivados de una mejor asignación de recursos.

En los movimientos de capital de corto plazo sensibles a las tasas de interés, los costos de cambiar una moneda por otra y los de la cobertura del riesgo cambiario pueden ser importantes como para limitar esos movimientos. Con una UM no sólo se eliminarían sino que se alentaría la movilidad de capital. Los mercados financieros de los tres países se integrarían más ampliamente. Este factor podría producir algunos beneficios así como reducir parte de los costos de la ausencia de ajuste como consecuencia de la pérdida de los instrumentos monetario y cambiario. Este punto se comenta más adelante.

En el caso del endeudamiento en el exterior del gobierno y las empresas privadas de México, dichos agentes pagan, por encima de la tasa pura de interés y la prima de riesgo crediticio, una prima por el riesgo cambiario. Con una UM el endeudamiento del gobierno en Estados Unidos o Canadá pagaría todavía una prima por el riesgo soberano pero ya no por el cambiario. Las empresas, a la vez, seguirían pagando una prima por el riesgo crediticio pero ya no por el cambiario. Esto daría lugar a ahorros significativos para México.

## La tasa de inflación

Del Cueto da por sentado que con una unión monetaria la inflación en América del Norte sería baja y menor que la esperable

en México con el actual régimen monetario y cambiario. Con ello supone de manera implícita que la política monetaria común sería la óptima o en todo caso mejor que la instrumentada en el régimen de flotación y de autonomía del Banco de México. Detrás de eso está la idea de que en la unión la política monetaria común sería similar a la del Sistema de la Reserva Federal (SRF) en Estados Unidos en años recientes, caracterizada por una baja inflación. También, la de que, de lo contrario, la inflación en México sería como en diversas etapas del período 1970-1994 o como en 1995 y 1996, años que constituirían la experiencia inmediata al momento de plantearse la propuesta. Estos supuestos merecen un escrutinio cuidadoso.

Para comenzar, la política monetaria y la inflación en México con los actuales regímenes monetario y cambiario no se pueden identificar ni con las que precedieron a los episodios devaluatorios de 1976, 1982 y 1994 ni con los de 1995 y 1996, cuando todavía se resentían las consecuencias de la devaluación desordenada de finales de 1994. La inflación que podría darse con una UM debe compararse con la que podría resultar de una política monetaria prudente y sostenida en el régimen actual. En realidad, la inflación en México en el futuro no tendría que ser ni siquiera como la de 1999 y 2000. Dentro de la estabilización iniciada en 1996, aún en proceso, parece factible llegar a una inflación similar a la de Estados Unidos en 2003, como de hecho se prevé en las metas oficiales. En tal caso, no habría superioridad tajante de la unión monetaria en términos inflacionarios.

El contraste de las opciones en este rubro adquiere un matiz más complejo cuando se pone atención a dos posibilidades y se les analiza con un poco de perspectiva histórica. Por un lado está la volatilidad del tipo de cambio flotante en situaciones de crisis, como la asiática de 1997, la rusa de septiembre de 1998 y la devaluación del real de enero de 1999. En las dos primeras ocasiones el peso se depreció de manera acentuada y temporal, lo que resultó en alzas de los niveles de precios. En 1996 y 1998, como lo ha reconocido el Banco de México, esa volatilidad contribuyó a que la inflación programada fuera rebasada por la efectiva.<sup>11</sup> Dado ese elemento, la UM tendría alguna ventaja, aunque moderada, sobre el régimen actual en materia de inflación.

Por otra parte, sería un error creer que la inflación en Estados Unidos siempre ha sido tan baja como en años recientes y que la de México y América del Norte en el marco de la UM también lo sería. En el período 1978-1980 Estados Unidos registró una inflación de dos dígitos, cuyas raíces se remontan al involucramiento de ese país en la guerra de Vietnam. Situaciones similares, asociadas a algún conflicto bélico, no pueden excluirse en el futuro en un país que sigue siendo la primera potencia militar del mundo. En presencia de grandes déficit fiscales en una situación de ese tipo, la tentación de aflojar en alguna medida la política monetaria se repetiría y las posibilidades de inflación de dos dígitos tampoco podrían excluirse. Incluso con la representación de México y Canadá en la Junta de Gobierno del BCAN, tenderían a predominar los puntos de vista de los representantes de Estados Unidos. Ante una posibilidad tal los actuales re-

11. Banco de México, *Informe anual*, 1996 y 1999.



gímenes monetario y cambiario parecen ofrecer ventajas para una unión monetaria.

Un régimen de flotación puede aislar a la economía mexicana de inflaciones en el exterior, incluso las que pudiera registrar su principal socio comercial, para lo cual debe considerarse un horizonte temporal largo en el futuro.

### Las tasas de interés

En la propuesta de UM también se prevén bajas tasas de interés en México como resultado de ella, lo que se compara con las de hasta 70% que prevalecieron en 1995 y principios de 1996. El argumento relativo a ese tipo de beneficios de la unión adolece, sin embargo, de debilidades similares a las del argumento relacionado con la tasa de inflación.

Hay dos factores que pueden contribuir a que las tasas de interés sean altas o volátiles con los actuales regímenes monetario y cambiario: una tasa de inflación elevada o la volatilidad del tipo de cambio. La referencia a las altas tasas de interés la hizo el autor de la propuesta al tomar en cuenta lo que ocurría en 1995-1996, cuando la inflación fue consecuencia de la devaluación de 1994. Su preocupación en la época no resulta válida para los regímenes monetario y cambiario actuales de México, en los que las tasas nominales de interés pueden llegar a ser relativamente bajas a medida que se logre reducir la inflación. La única desventaja de esos regímenes es el sesgo inflacionario moderado que se indicó.

En la medida en que los regímenes monetario y cambiario actual adolecen de cierta volatilidad del tipo de cambio, también estarían sujetas a ésta las tasas de interés. En ese aspecto la UM ofrecería una ventaja. Con una moneda común, las tasas de interés en los países de América del Norte tenderían a unificarse y en México desaparecería su volatilidad. Con la unión, sin embargo, las tasas de interés nominales y reales podrían no siempre ser bajas, al menos no de manera necesaria. Si, como en el caso de la guerra de Vietnam, Estados Unidos se involucrara en un conflicto internacional de gran escala podría incurrir en déficit fiscales de gran magnitud y si la política monetaria se aflojara podría volver a tasas de inflación como las de 1978-1980. En ese caso las tasas nominales de interés podrían alcanzar niveles relativamente altos en comparación con lo que podría llegar a ser la norma en México en el futuro próximo con los actuales regímenes monetario y cambiario.

Si en ese tipo de condiciones se combinaran déficit fiscales de gran magnitud del gobierno de Estados Unidos y una política monetaria restrictiva, las tasas nominales y las reales podrían subir de manera significativa. Eso fue precisamente lo que ocurrió al inicio del período de Paul Volcker como presidente de la Junta de Gobierno del Sistema de la Reserva Federal. Tomó posesión a finales de 1979 y desde el principio siguió una política monetaria restrictiva para combatir la inflación que había estado creciendo los años anteriores, al tiempo que el gobierno de Ronald Reagan incurría en déficit fiscales de gran magnitud. Como resultado, en 1980 y 1981 la tasa de interés preferencial

(*prime rate*) se mantuvo en niveles de alrededor de 20% y las tasas reales de interés llegaron a niveles históricamente muy altos.

En general, cualquier política fiscal fuertemente expansionista de Estados Unidos podría originar altas tasas de interés dentro de la unión y su gasto gubernamental podría desplazar (*crowd out*) no sólo al gasto privado de ese país sino también al gasto público y privado en México. En la actualidad esto no parece probable en un futuro próximo, pero para fechas más lejanas sería una posibilidad siempre presente.

### El señoreaje

Con la UM habría una ganancia de señoreaje para México, pues la creación de una moneda y un banco central comunes reduciría el monto conjunto de reservas internacionales de los países miembro de la unión. Esta ganancia tendría dos componentes. El primero, de una sola vez, por el hecho de constituir el banco central común; el segundo está relacionado con el crecimiento de la base monetaria con el paso del tiempo.

En los sistemas monetarios modernos, de carácter fiduciario, el gobierno suele tener una ganancia de recursos reales asociada a la creación de la base monetaria. En algunos casos aquélla se da de manera directa, mediante la obtención de financiamiento del banco central a un costo casi nulo, excepto por el que implica la creación, reposición y administración de la base, así como los demás costos de operación del banco central. Esa disposición de recursos a bajo costo se da incluso si el gobierno le paga intereses al banco central. Está presente asimismo incluso si, como es hoy el caso en México, el banco central no le presta de manera directa al gobierno sino sólo a los bancos comerciales. El instituto central entrega sus utilidades, por ley, al gobierno, con lo que éste puede pagar el costo financiero por la obtención de recursos en otras fuentes internas.

El asunto es un tanto distinto cuando la emisión de base monetaria financia la acumulación de divisas para la reserva que efectúa el banco central. Sobre ellas éste gana de manera directa y el gobierno de manera indirecta una tasa pasiva de interés cuando la invierte, por ejemplo, en instrumentos de deuda del gobierno de Estados Unidos. El de México no se queda sin esos recursos, pues puede obtener financiamiento en los mercados estadounidenses correspondientes, aunque a una tasa activa. La acumulación de reservas, por tanto, tiene un costo para el gobierno y para el país igual al diferencial de las tasas activas y pasivas de interés en el exterior. Ese costo es mayor cuanto más elevado sea el monto de las reservas y puede disminuir si, por ejemplo, la UM le permitiera al banco central reducir el monto de sus reservas. El contraste entre la acumulación de reservas con un régimen monetario y cambiario como el actual y lo que ocurriría con la UM permite apreciar esa ganancia potencial.

Aun cuando use el régimen de flotación, el banco central se ve obligado a mantener una reserva de divisas. Ésta permite realizar intervenciones ocasionales en el mercado que pueden re-

ducir la volatilidad, pero también genera credibilidad para cierto intervalo de variación del tipo de cambio, pues resulta evidente que el banco central podría evitar variaciones demasiado fuertes en el tipo de cambio de mercado en caso de una crisis extrema. De esto se derivan ventajas, como la reducción de la volatilidad del tipo de cambio y de las tasas de interés internas, así como la disminución del riesgo cambiario percibido por diversos agentes económicos. Con ello el banco central genera un bien público compuesto de varios elementos que beneficia tanto al gobierno como a las empresas y a otros agentes económicos.

Este bien público tiene un costo dado por el diferencial de las tasas activas y pasivas de interés en el exterior, multiplicado por el monto de las reservas acumuladas. Incluso si se siguiera de manera estricta una política de acumulación óptima de reservas, el costo sería considerable.

Una UM, por su mera existencia, eliminaría la volatilidad cambiaria y de las tasas internas de interés, así como cualquier prima de riesgo cambiario en el endeudamiento externo y en las tasas internas de interés. Con ella el banco central común sólo necesitaría reservas para apoyar de manera directa o indirecta a la moneda común frente a otros signos en el mercado de divisas. El monto óptimo de reservas del banco central común sería menor que la suma de las reservas óptimas de los bancos centrales individuales del conjunto de países miembro.

Si el aporte que cada país tuviera que hacer a la reserva del banco central común se basara en su participación en el comercio conjunto con terceros países, una parte importante de las reservas actuales del Banco de México se volvería redundante. Esta parte podría tener dos usos posibles. Por una parte, ese instituto podría hacer un préstamo único en divisas al gobierno federal, el cual podría utilizarlo para pagar una parte de su deuda externa. Con ello tendría un ahorro igual al diferencial de las tasas de interés activas y pasivas del exterior multiplicado por el monto de la deuda externa que se pagara. Éste sería un beneficio tanto para el gobierno como para el país. La otra posibilidad sería mantener esos recursos en divisas para eventuales préstamos de urgencia al gobierno federal, para que éste usara con más flexibilidad su política fiscal con propósitos anticíclicos.

Ésta sería la única reducción en la reserva de divisas. Pero la UM brindaría un beneficio adicional: el banco central común tendría que acumular en el futuro menos divisas que las que los bancos centrales de los posibles países miembro deberían reunir en lo individual con el régimen cambiario actual.

Al expandir la base monetaria a lo largo del tiempo, el banco central común originaría crédito primario adicional interno a la unión, el cual daría lugar a un señoreaje que se tendría que asignar a los gobiernos de los países miembro, posiblemente con el criterio de absorber base monetaria por cada país en la realización de las transacciones económicas corrientes. Si se espera del banco central común de la unión una política monetaria prudente para lograr tasas de inflación bajas, eso establecería un límite al señoreaje adicional. Pero el de la moneda común de que disfrutaría el gobierno de México sería mayor en tales circunstancias que con una política monetaria igualmente prudente con los actuales regímenes monetario y cambiario.

## LAS DESVENTAJAS DE LA UNIÓN MONETARIA

Para establecer las desventajas para México de una UM de América del Norte es conveniente comparar lo que ella traería aparejado con la situación que se derivaría de los actuales regímenes monetario y cambiario. El contraste requiere considerar las consecuencias para las políticas monetaria, cambiaria y fiscal. La propuesta de Del Cueto indica algunas ventajas de la unión monetaria, pero no analiza las desventajas.

### Las políticas monetaria y cambiaria y las ventajas de los regímenes cambiario y monetario actuales

El razonamiento *a priori* y la experiencia de varias décadas avalan la idea de que México constituye un área monetaria viable, aun cuando no sea óptima.<sup>12</sup> Esto marcaría la conveniencia de conservar las autonomías monetaria y cambiaria. Con un régimen de flotación la autonomía monetaria resulta valiosa porque la política correspondiente tiene la mayor potencia posible y resulta útil para responder a las necesidades de regulación macro específicas de la economía mexicana.

#### *Una perturbación asimétrica y la consecución de los equilibrios externo e interno*

Una implicación fundamental de la UM es que con ella los países integrantes abandonan las autonomías de operación en materias monetaria y cambiaria. La pérdida de la autonomía monetaria implica que no pueden producirse sobre o subvaluaciones convencionalmente definidas con base en la doctrina de la paridad del poder adquisitivo debido a políticas inflacionarias en alguno o algunos de los países miembro. Las balanzas externa e interna pueden verse afectadas, sin embargo, por perturbaciones reales que pueden influir de manera asimétrica en el comportamiento macroeconómico de los países miembro de la unión.

El análisis de las perturbaciones suele concentrarse en las que resultan de los diferenciales de inflación entre países, pero en este caso conviene poner atención en las reales, las que adquieren importancia en el análisis de una UM porque siguen siendo posibles y porque ya no se dispone del instrumento cambiario para ajustarse a ellas. Aquí se pondrá atención a una de ellas, como ejemplo.<sup>13</sup>

Se supone que: a) la cuenta corriente de la balanza de pagos importa y es un elemento determinante fundamental del tipo de cambio, y b) los movimientos de capital de largo plazo no res-

12. Raúl Morales analiza de manera general los elementos determinantes de la viabilidad de las áreas monetarias y concluye, en términos apriorísticos, que México es un área viable. Presenta evidencia empírica indirecta que muestra que eso es así en los hechos. Raúl Morales, *Las relaciones económicas...*, op. cit.; "El sector externo...", op. cit., y "México: valuación de la moneda...", op. cit.

13. Raúl Morales, *Las relaciones económicas...*, op. cit.



ponden a modificaciones en el tipo de cambio. El análisis se realiza con base en la distinción original de J. Meade entre los balances interno y externo, así como la gráfica correspondiente propuesta por W. Salter, instrumentos a los cuales se le hacen aquí cambios menores.<sup>14</sup>

Se supone una caída inicial del precio del petróleo en el mercado internacional, que constituye una perturbación asimétrica por excelencia. Se supone, asimismo, como ocurre en los hechos, que el volumen del crudo importado por Estados Unidos de terceros países es mayor que el que exporta México a terceros países.

La importancia de la variación del precio del petróleo como perturbación macroeconómica en México y Estados Unidos no se puede sobreestimar. En 1979-1981 la elevación del precio del energético tuvo efectos fuertemente contraccionistas en Estados Unidos y expansionistas en México. A su vez, la caída del precio en 1986 tuvo notables efectos contraccionistas en México y expansionistas en Estados Unidos. Más recientemente, en 1998-1999 la caída del precio tuvo de nuevo efectos contraccionistas en México, en tanto que en 1999-2000 su alza ha tenido los efectos contrarios. En Estados Unidos las repercusiones han sido las opuestas a las presentes en México en estos últimos casos.

En la gráfica 1 se representa la situación en México y en Estados Unidos;  $t^*$  y  $t^d$  son los tipos de cambio real del peso y del dólar en ausencia de unión monetaria, por lo que los países mantienen su autonomía monetaria y cambiaria. En los ejes horizontales se mide el gasto interno de cada país. El equilibrio externo corresponde aquí a la balanza global de pagos (cuenta corriente más balanza de capital autónomo), que se obtiene de manera automática porque existe un régimen de flotación cambiaria.<sup>15</sup>

Como consecuencia de la perturbación se reduce el valor de las exportaciones correspondientes de México y cae el valor de las importaciones de Estados Unidos.

En México, la línea de equilibrio externo se desplaza hacia la izquierda, como lo muestra la gráfica. Para cualquier nivel de gasto interno, el equilibrio externo pide ahora un tipo de cambio real mayor. Para alcanzar ambos equilibrios se requeriría ahora pasar de  $E_0$  a  $E_1$ . Además, el gasto interno se reduce por la caída del ingreso nacional real como consecuencia del descenso de la relación de intercambio, por lo que se sitúa en el nivel  $GI_1$ . Este hecho por sí solo tendería a situar a la economía mexicana en  $A$ . Como con régimen de flotación el equilibrio externo se obtiene de manera automática, en realidad se situaría en  $B$ . Para alcanzar  $E_1$  se requeriría una política monetaria expansiva que aumentara el gasto interno de  $GI_1$  a  $GI_2$ .

En este caso hay dos razones por las cuales *no* se mueve de manera inicial la línea de equilibrio interno. Por una parte, no se modifica el gasto total en el exterior. Por otra, al disminuir el

precio de las exportaciones de petróleo y el ingreso por las mismas no disminuye la producción interna real de éste, por lo que el equilibrio interno se lograría en principio con los mismos niveles de gasto interno y de tipo de cambio real en México.

En México la perturbación tendría como consecuencia inevitable la reducción del ingreso nacional bruto disponible en términos reales. La modificación del tipo de cambio y la política monetaria expansiva evitarían los efectos contraccionistas en la producción interna y también, por tanto, reducciones adicionales en dicho ingreso.

En Estados Unidos, la línea de equilibrio externo se desplaza hacia abajo y hacia la derecha; para cualquier nivel de gasto interno en ese país ese equilibrio se obtiene ahora con un tipo de cambio real menor. Para alcanzar ambos equilibrios se requiere ahora situarse en  $E_1$ .

El gasto interno aumenta por el incremento en el ingreso nacional real disponible debido al alza de la relación de intercambio, por lo que se sitúa en el nivel  $GI_1$ . Este solo hecho tendería a situar a la economía de Estados Unidos en  $S$ . Como con régimen de flotación el equilibrio externo se obtiene de manera automática, en realidad se situaría en  $T$ . Para alcanzar  $E_1$  se requeriría de una política monetaria restrictiva que hiciera que el gasto interno se redujera de  $GI_1$  a  $GI_2$ . La perturbación ocasionaría un aumento en el ingreso nacional bruto disponible en términos reales en ese país. La modificación del tipo de cambio y la política monetaria restrictiva evitarían la presión inflacionaria excesiva.

La autonomía monetaria y el régimen de flotación permitirían alcanzar los equilibrios interno y externo en los dos países. Las políticas cambiaria y monetaria, sin embargo, irían en direcciones opuestas en uno y otro.

Con una unión monetaria, en cambio, no se podrían satisfacer las necesidades macroeconómicas de los dos países. En tanto que para México lo apropiado sería depreciar la moneda, para Estados Unidos lo conveniente sería apreciarla; en tanto que al primero convendría aumentar el gasto interno mediante una política monetaria expansionaria, para el segundo procedería reducirlo con medidas contraccionistas. Por la asimetría en el reparto del poder de decisión en la Junta de Gobierno del BCAN, las políticas monetaria y cambiaria se instrumentarían probablemente para satisfacer las necesidades macroeconómicas de Estados Unidos y no las de México.

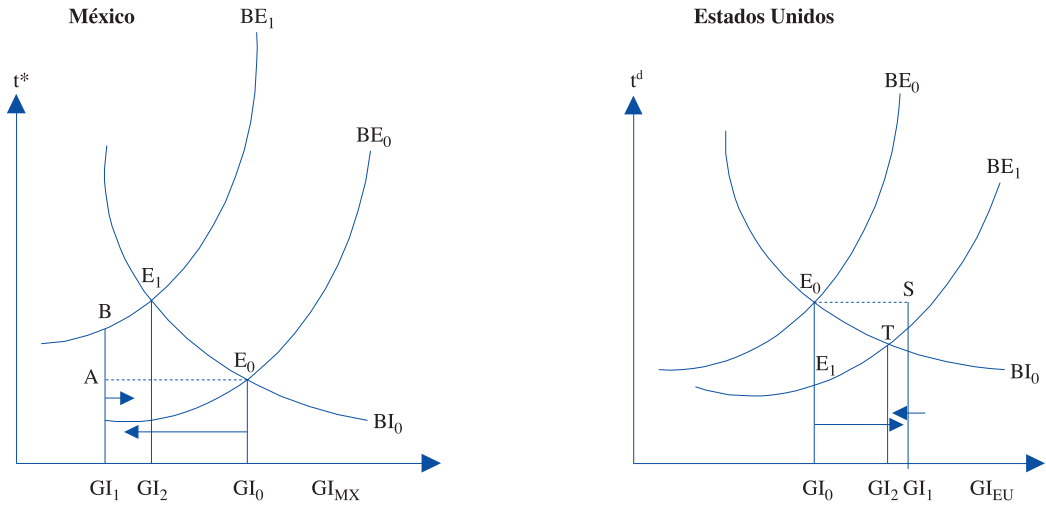
La política monetaria común sería restrictiva en vez de expansionista como le convendría a México. La política cambiaria, fuese pasiva o activa, llevaría a una apreciación del Amerinor frente a las monedas de terceros países, lo que le convendría a Estados Unidos pero no a México. Pero lo más importante, dado que la mayor parte del comercio exterior de México se realiza con Estados Unidos, es que el primero no podría depreciar su moneda, el Amerinor, frente a la de Estados Unidos, que también sería la misma. México se quedaría sin la posibilidad de obtener los dos objetivos de política económica.

Con una UM el tipo de cambio real sólo podría alterarse mediante modificaciones del nivel de precios de México con relación al de Estados Unidos.

14. W. Max Corden, *op. cit.* Ingram utiliza esa gráfica específicamente en conexión con la integración monetaria, aunque no analiza con ella los efectos de las perturbaciones reales.

15. Las limitaciones de espacio impiden dar aquí una explicación más amplia de esta gráfica. Raúl Morales, *Las relaciones económicas...*, *op. cit.*

MODELO DE EQUILIBRIOS INTERNO Y EXTERNO EN MÉXICO Y ESTADOS UNIDOS SIN MONEDA COMÚN



En principio, en México se podría utilizar la política fiscal para aumentar el gasto interno y acercarse al equilibrio interno. Pero la política fiscal se enfrentaría a una tarea particularmente difícil. La política monetaria común, de carácter restrictivo, agravaría la situación y haría que la economía se situase inicialmente a la izquierda de A, en un punto como C de la gráfica 2, la que reproduce aspectos básicos del caso de México de la gráfica 1. El monto de la expansión fiscal necesaria sería en consecuencia mucho mayor que la disminución del gasto interno originada inicialmente por la caída del precio del petróleo.

Ahora bien, en C habría un déficit de la balanza global y la oferta monetaria tendería a disminuir en México. Cualquier expansión fiscal que acercara a la economía a E<sub>0</sub> aceleraría la disminución de esa oferta al alejar a la economía del equilibrio externo.

La expansión fiscal en México tendría que ser no sólo lo necesariamente acentuada para contrarrestar las fuerzas contraccionistas presentes en la economía, por la perturbación inicial y la política monetaria común restrictiva, sino que además tendría que financiarse en el exterior e inducir la entrada de los capitales correspondientes para no agravar el déficit de la balanza global y la reducción de la oferta monetaria. Esto podría resultar imposible de lograr, sobre todo si la perturbación permanece por largo tiempo.

Un déficit fiscal de gran magnitud financiado en el exterior aumentaría el riesgo soberano asociado a la deuda gubernamental y podría resultar muy oneroso e incluso imposible de financiar por mucho tiempo.

*Los costos de las autonomías monetaria y cambiaria*

La autonomía cambiaria y el régimen actual de flotación dan flexibilidad para acomodar diversos tipos de perturbaciones monetarias y reales que puedan afectar los equilibrios interno y externo. Junto con la autonomía monetaria, permiten el alcance simultáneo de ambos. Sin embargo, las ventajas de los actuales regímenes monetario y cambiario se obtienen al costo de cierta volatilidad del tipo de cambio y la necesidad de mantener altos montos de reservas internacionales.

Se atribuye a J.M. Keynes haber afirmado que es imposible tener de manera simultánea política monetaria autónoma, tipo de cambio fijo y libertad de movimiento de capitales. Dada la alta y creciente movilidad internacional de capitales en la actualidad, tal vez sea casi imposible tener un tipo de cambio fijo pero ajustable e inevitable la flotación cambiaria.

En ese marco, sin embargo, crisis financieras como la asiática de 1997 y la rusa de septiembre de 1998 han dado lugar a una acentuada volatilidad del tipo de cambio del peso. La autonomía monetaria real se adquiere así a cierto costo. Esa volatilidad incide en la magnitud del riesgo cambiario y de ella deriva un cierto sesgo inflacionario en el comportamiento de la economía, la volatilidad de las tasas internas de interés y la necesidad de acumular grandes sumas de activos internacionales en la reserva del Banco de México, que en fechas recientes ha sido de aproximadamente dos veces la base monetaria, justo para evitar que ese riesgo y la volatilidad cambiarios, así como sus consecuencias, sean mayores.

## La política fiscal y sus restricciones

Al formar con Estados Unidos y Canadá una UM y perder, como consecuencia, su autonomía monetaria y cambiaria, la política fiscal sería para México el único instrumento disponible para regular la demanda agregada dirigida a la producción interna. Con el régimen de cambio fijo implícito entre los tres países, tal política sería un instrumento eficaz pero se enfrentaría a algunas restricciones en principio.

Con una política monetaria responsable por parte del banco central común, la oportunidad para utilizar el señoreaje para financiar déficit fiscales sería limitada. Como quiera que sea, con una UM México tendría mayor margen en ese aspecto que con el régimen monetario y cambiario actual. Pero los déficit fiscales por encima de lo financiable con el señoreaje de la moneda común asignado al gobierno de México habría que financiarlos en los mercados de dinero y capitales. Una parte podría serlo dentro del país; otra en los mercados correspondientes de Estados Unidos y Canadá.

El banco central común probablemente tendría que ponerle límites a los financiamientos de los agentes económicos de un país a los gobiernos de los otros para evitar que cualquiera de éstos desplazara demasiada demanda de crédito y financiamiento de los sectores privados y de los gobiernos de los demás países. Aunque esos límites se aplicarían a todos, la restricción podría ser menos astringente para México que, por ejemplo, para Estados Unidos. La razón de esto estaría dada en parte por la diferencia tan acentuada del volumen de gasto de los gobiernos de los dos países.

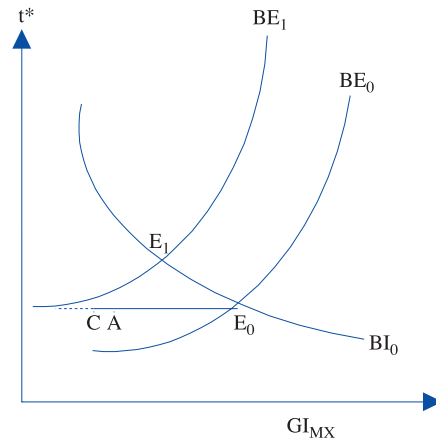
Estaría en el interés de México que se establecieran tales límites. Aunque en años recientes el gobierno de Estados Unidos ha obtenido superávit fiscales, que probablemente continuarán en el futuro más cercano, ésa no ha sido siempre la situación. En particular, el gasto y el déficit fiscales de ese país aumentaron de manera significativa durante la guerra de Vietnam. Asimismo, los déficit fiscales de consideración y la política monetaria restrictiva para combatir la inflación hicieron que las tasas de interés en ese país llegaran a niveles sin precedente en 1980 y 1981.

Situaciones similares en el futuro podrían poner una carga muy fuerte al servicio de la deuda externa del gobierno de México al elevar las tasas de interés en los mercados financieros de la unión y dentro de ella podrían inducir un flujo "perverso" de financiamiento de agentes económicos de México al gobierno de Estados Unidos. Desde el punto de vista del desarrollo económico, es deseable que se mantengan transferencias netas de capital a este país desde el exterior. Las restricciones señaladas serían la salvaguardia para evitar que esa situación cambiara.

Con la unión monetaria México sólo dispondría de la política fiscal para influir en el gasto y la producción internos a fin de ajustarse a las perturbaciones que alterasen los equilibrios interno y externo. En presencia de éstas habría necesidad de seguir políticas compensatorias por la vía fiscal, lo cual requeriría de márgenes amplios de financiamiento externo para los déficit fiscales del gobierno mexicano, tal como se evidencia en los

G R Á F I C A 2

### MODELO DE EQUILIBRIOS INTERNO Y EXTERNO EN MÉXICO CON MONEDA COMÚN



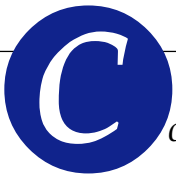
análisis de las perturbaciones asimétricas en el apartado anterior. Éste constituye un argumento importante a favor de fijar límites relativamente laxos para el déficit del gobierno mexicano en el marco de la coordinación fiscal en la unión monetaria. La mayor flexibilidad en los límites al gasto público sería en parte una compensación por la asimetría de poder en la Junta de Gobierno del banco central.

### Ausencia de factores que disminuyan las desventajas

Las economías de las regiones de un país (como sucede con los estados en México y Estados Unidos) que carecen de moneda y banco central propios no pueden ajustarse a perturbaciones reales de carácter asimétrico, como las analizadas en el primer apartado de esta sección, recurriendo a medidas de política cambiaria y monetaria apropiadas para el efecto.

Otros mecanismos permiten a las economías de esas entidades, sin embargo, lograr un ajuste al menos parcial a esas perturbaciones, lo que reduce las desventajas de su inoperancia por la otra vía. Entre aquéllos están la vinculación del sistema bancario o financiero de las entidades con el del resto de la economía nacional, la movilidad del trabajo y del capital hacia y desde el resto de la economía mayor, así como la posibilidad de hacer transferencias de ingreso por la vía fiscal desde el resto de la economía. Ésos son mecanismos que actúan de manera paralela a la integración monetaria de las entidades, sin ser resultado de ella sino de su integración política.

Los países suelen contar con un sistema bancario de cobertura nacional, lo que se presenta en muchos casos, o un sistema



*Con la unión monetaria  
México sólo dispondría  
de la política fiscal  
para influir en el gasto  
y la producción  
internos a fin de  
ajustarse a las  
perturbaciones que  
alterasen los  
equilibrios interno  
y externo*

---

de bancos integrados por la participación de éstos en el sistema financiero más amplio, como ocurre en Estados Unidos. Esa situación facilita los movimientos de capital entre los estados, de manera que los déficit de balanza de pagos, cuando las entidades sufren perturbaciones que las afectan de manera asimétrica, suelen financiarse de manera automática en el corto plazo e incluso por plazos más largos, lo cual evita que las perturbaciones originen variaciones muy acentuadas en la producción o el nivel de precios. La integración financiera facilita también el financiamiento a largo plazo desde otras entidades, lo que puede contribuir a la recuperación de la producción y el ingreso en períodos subsecuentes.

Las entidades políticas que componen un país suelen estar también insertas en un sistema fiscal de nivel superior y ser parte de un mercado común, con movilidad del trabajo y del capital desde y hacia las demás entidades. Cuando una perturbación asimétrica reduce, por ejemplo, las exportaciones de la entidad y la aleja del equilibrio interno ocasionando desempleo, el mecanismo fiscal federal tiende a aumentar la transferencia neta de ingresos desde el resto de la economía, funcionando así como un estabilizador automático, con lo que modera el descenso de la producción y el ingreso, así como el del saldo de la balanza

de cuenta corriente de la economía local. Si, a pesar de la operación del mecanismo fiscal, el desempleo en la entidad tiende a persistir en los plazos mediano y largo, la existencia del mercado común permite la emigración de los trabajadores hacia otras entidades, lo que aminora los efectos negativos de la perturbación original.

En el caso de América del Norte la UM probablemente no iría acompañada de los mecanismos señalados, los que, si bien no constituyen ventajas de la unión, sí podrían contribuir a reducir el peso de sus desventajas. El sistema financiero de México tiene cierto grado de integración informal con el de Estados Unidos, pero la unión no estaría acompañada de transferencias de ingresos entre países por la vía fiscal ni habría libre movilidad del trabajo entre ellos.

### CONCLUSIONES

Una unión monetaria de América del Norte como aquí se concibe podría no llevarse a cabo por cualquiera de tres razones. La primera es que arrojará un saldo neto desfavorable de posibles ventajas y desventajas y que las autoridades de los países que son miembros potenciales actuaran en consecuencia. Otra es que, aun cuando tal saldo fuese en principio favorable, no se pudiese producir el consenso político necesario entre las autoridades correspondientes. La tercera, que aunque el saldo neto fuese positivo y se lograra el consenso político, no pudieran satisfacerse algunas condiciones del proceso de transición hacia ella.

De esas posibilidades, la primera es la fundamental. Si una UM en su concreción final arrojará un saldo neto desfavorable de ventajas y desventajas, no tendría sentido realizarla. Pero si fuese positivo, le daría un sustrato de racionalidad económica a la posibilidad de llevarla a cabo. En tal caso, sin embargo, tendría que construirse el consenso político y formularse una ruta de transición adecuada antes de que se hiciera realidad.

En este artículo se ha intentado un examen preliminar de la UM hipotética de América del Norte y la exposición se ha circunscrito a ello. Sin embargo, eso no implica desconocer los otros dos aspectos. No se pretende, sin embargo, llegar a conclusiones definitivas, sino sólo plantear un posible resultado en una primera aproximación. El tema es complejo y para alcanzar conclusiones más firmes se requiere de estudios empíricos, incluyendo el uso de modelos de simulación y el análisis de diversas experiencias, lo que excede el propósito de este trabajo.

Para una evaluación apropiada de los méritos relativos de la UM frente a los regímenes monetario y cambiario actuales se requiere, por otra parte, mantener una perspectiva de largo plazo sobre las consecuencias que esa unión tendría para México. Una decisión al respecto sólo puede tomarse para un plazo verdaderamente largo. De hecho tendría que concebirse como lo que en alguna época era el matrimonio: una unión para toda la vida, pues los costos de deshacerlo pueden resultar altos y el proceso largo y complicado.

La evaluación de las ventajas y desventajas de la UM no es, por otra parte, un proceso puramente objetivo, carente de valoraciones individuales o colectivas. El peso que se le conceda a cada una de aquéllas puede variar con base en esas valoraciones. La perspectiva desde la cual se consideren puede llegar a influir en las posiciones de los agentes económicos o políticos y por tanto puede colorear la opinión pública en relación con ellas.

### El saldo actual de las ventajas y las desventajas

La incorporación a una UM de América del Norte tendría para México algunas ventajas claras: aumentaría la monetización del dinero utilizado en el país, disminuirían los costos de transacción de modo importante y habría un aprovechamiento más amplio de las posibilidades de señoreaje. Podría también tener ventajas en lo relativo a las tasa de inflación y de interés, aunque éstas no son tajantes y de hecho en estos rubros podrían producirse desventajas *a posteriori*. Si bien lo que se concluye en estos renglones tiende a apoyar la propuesta que aquí se comenta, el respaldo no es tan pleno como para avalar el optimismo respecto de las ventajas de la UM.

El abandono de la autonomía monetaria y cambiaria, por otra parte, arrojaría costos que pueden ser muy elevados. En su condición de área monetaria viable, las políticas monetaria y cambiaria en México se pueden utilizar, en el régimen actual, para la obtención simultánea de los equilibrios interno y externo. La renuncia a esa autonomía podría conducir a situaciones de desempleo significativo cuando se presentaran perturbaciones reales que afectasen de manera asimétrica a los países miembro.

Un hecho fundamental consiste en la improbabilidad de que una política monetaria común pueda responder a las necesidades macroeconómicas de un área monetaria tan grande y regionalmente tan diversa como la que conformarían los países de América del Norte. También, la alta probabilidad de que la capacidad de influencia de los gobernadores mexicanos en la Junta de Gobierno del hipotético Banco Central de América del Norte fuese limitada, y de que la política monetaria formulada e instrumentada por esa junta tendiera a reflejar de manera fundamental las necesidades macroeconómicas de Estados Unidos y no las de México o Canadá. Esto haría que los costos de mantener la unión recayeran principalmente en México y Canadá.

En ausencia de un mercado común de América del Norte, por otra parte, no habría libertad de movimiento de la mano de obra que permitiera otras formas de ajuste a las perturbaciones señaladas. A falta de órganos confederales o supranacionales de poder político en América del Norte, que en Europa sí existen de manera algo más que embrionaria, tampoco habría mecanismos fiscales de transferencia de ingresos que operaran como estabilizadores automáticos.

Por todo lo anterior, sustituir las tres áreas monetarias en México, Estados Unidos y Canadá, por una sola que englobe a los tres países, no parece ser en la actualidad un movimiento claro hacia una situación óptima. En los plazos mediano y modera-

damente largo, conservar a México como un área monetaria independiente parece ser por ello lo más conveniente. Esto no implica que el régimen monetario y cambiario actual carezca de algunos inconvenientes.

### El saldo de ventajas y desventajas en el tiempo

El saldo de ventajas y desventajas de la UM hipotética de América del Norte podría llegar a modificarse con el paso del tiempo, en la medida en que se alteren ciertos atributos estructurales de la economía mexicana y cambien algunos aspectos de las relaciones entre los países del subcontinente. Es difícil, sin embargo, precisar hasta dónde pudieran llegar esos cambios.

Por una parte, la economía mexicana podría volverse más abierta en varias dimensiones, especialmente en relación con la economía de Estados Unidos. Aun si la proporción de exportaciones a este país respecto a las totales no aumentase, porque ya no hay mucho margen para eso, su expansión a un ritmo mayor que el PIB tenderá a hacer de la de México una economía cada vez más abierta. Podría pensarse en consecuencia que esto pudiera hacer de esta nación un área monetaria inviable en el futuro; para que ello ocurriese, sin embargo, esos efectos tendrían que darse en las exportaciones e importaciones netas y no sólo en las totales. Pero la apertura de la economía mexicana medida por esas categorías es menor y ha tendido a crecer menos de lo que con frecuencia se piensa.<sup>16</sup>

Por otra parte, el peso del petróleo en el valor de las exportaciones netas posiblemente seguirá disminuyendo. Esto haría que la importancia de las perturbaciones reales asimétricas asociadas a ese producto también se redujeran. Pero esto no debe conducir a la conclusión de que desaparecerían las desventajas del tipo de cambio nominal implícitamente fijo que trae aparejada la UM. Todavía podrían producirse otros tipos de perturbaciones reales asimétricas que tuvieran efectos macroeconómicos comparables. América del Norte, a su vez, por su extensión geográfica y la variada localización de sus activida-

16. Para este propósito conviene medir la apertura de una economía mediante las exportaciones o las importaciones netas, en las que se eliminan las importaciones incorporadas de manera directa o indirecta a las exportaciones. La apertura de la economía mexicana aumentó durante las décadas de los ochenta y noventa, de manera que las exportaciones totales de bienes y servicios no factoriales como proporción del PIB, en magnitudes a precios corrientes, alcanzaron en 1990 la cifra de 18.6% y en 1999 de 30.8%. Pero en el primero de esos años 25.4% de las exportaciones totales de bienes correspondía a importaciones de las maquiladoras y en el segundo año eso ocurría con 36.9% de aquéllas (cálculos propios con datos del Banco de México, *Indicadores Económicos*, varios números). Si también se descontara el componente importado, directo o indirecto, de las exportaciones de manufacturas por empresas no maquiladoras, que parece haber aumentado como proporción en la última década, la cifra sería todavía mayor. Esto hace que la economía mexicana sea menos abierta de lo que se supone comúnmente, en especial frente a Estados Unidos.



*América del Norte, por su extensión geográfica y la variada localización de sus actividades productivas, seguirá siendo regionalmente muy diversa como para que sea un área monetaria óptima. Es posible que sigan siendo preferibles las tres áreas monetarias que actualmente existen en ella*

des productivas, seguirá siendo regionalmente muy diversa como para que sea un área monetaria óptima. Es posible que sigan siendo preferibles las tres áreas monetarias que actualmente existen en ella.

### **Los aspectos políticos**

Incluso si el saldo neto de las ventajas y desventajas fuese más o menos desfavorable para México, a éste le convendría que, en caso de entrar en una UM con sus socios de América del Norte, fuera en un marco en el que la movilidad de los trabajadores entre países fuese irrestricta en términos legales y se crearan mecanismos de transferencia de ingresos entre ellos. Pero si la creación del consenso político para dicha unión parece en extremo difícil, el necesario para esas medidas complementarias se antoja poco menos que imposible, incluso para plazos moderadamente largos.

Una UM de América del Norte enfrentaría barreras políticas insalvables en el futuro previsible, no sólo en Estados Unidos sino también en México y posiblemente en Canadá. Vencerlas podría muy bien llegar a tomar lustros o decenios por las dificultades para encontrar terreno común respecto de la distribución del poder de decisión en la Junta de Gobierno del hipotético BCAN.

La composición de dicha junta dejaría insatisfechos a México y Canadá porque no garantizaría que sus intereses en materia de política macroeconómica fuesen tomados en cuenta de manera apropiada. Una UM en tales términos probablemente sería rechazada en los dos países.

Esa composición de la junta, asimismo, probablemente resultaría inaceptable para Estados Unidos, aun cuando el reparto del poder dentro de ella fuese más formal que real. En la base de esto quedaría el hecho de que en ese país una moneda común no se vería como un bien público del cual pudiera derivar beneficios apreciables.

Una primera razón de esto es la orientación mundial del ejercicio del poder por parte de ese país. ¿Por qué habría de aceptar restricciones formales en la formulación e instrumentación de su política monetaria de parte de unos socios regionales que son muchísimo menos fuertes en términos económicos y políticos?

En realidad, no tendría razones de gran peso para ver a la moneda común como un bien público del cual pudiera obtener beneficios importantes. La economía de Estados Unidos es poco abierta, especialmente respecto de sus dos socios comerciales de América del Norte, aun cuando esa apertura ha experimentado algún incremento en la última década. Por ello, el mantenimiento de tipos de cambio completamente fijos entre su moneda y las de sus socios comerciales no parece ser una prioridad en ese país.


Desde luego que crisis cambiarias como la de 1994-1995 en México alteran en alguna medida los flujos comerciales y de manera al menos localizada incluso el empleo. Pero las modificaciones del tipo de cambio que fueran necesarias en los actuales regímenes monetario y cambiario de México, como consecuencia sólo de perturbaciones reales, probablemente no generarían problemas mayores en Estados Unidos. El mismo éxito creciente de dichos regímenes en mantener cierto grado de estabilidad monetaria y cambiaria en México reforzaría esa situación.

Los pasos hacia la integración monetaria en Europa, que incluyen la reciente creación de un banco central y de una moneda comunes, pueden sugerir de manera superficial la conveniencia de hacer algo similar en América del Norte. Pero eso significaría dejar de lado diferencias importantes entre las dos zonas, que en Europa facilitan la obtención del consenso político necesario para la unión monetaria. Aun cuando puedan plantearse interrogantes acerca de si la unión monetaria europea es un paso hacia la creación de un área monetaria óptima o preferible, el hecho es que el largo y continuado proceso de integración económica en Europa tuvo desde el inicio como objetivos



la creación de un mercado común y una unión monetaria, además de que paulatinamente se ha fortalecido la meta de crear un superestado multinacional europeo. De hecho, a lo largo de los años han tomado medidas en esa dirección.

Además, las múltiples crisis cambiarias que a lo largo del tiempo dislocaron en alguna medida la estabilidad monetaria en esos países han creado una colectividad de naciones que tiende a ver la moneda común como un bien público, lo que facilita la aceptación de la política monetaria como un área de decisiones colegiadas por representantes de estados, ninguno de los cuales es claramente el dominante.

A eso ayuda el que incluso los países tradicionalmente más poderosos de la región, como Alemania, Francia, el Reino Unido e Italia, acepten de manera paulatina convertirse sólo en regiones de un superestado multinacional europeo en el que, si bien conservarán una posición preeminente respecto de los demás, su poder de decisión se verá diluido en medida considerable. De manera obvia, la situación es muy distinta en América del Norte. Se podría pensar que en el muy largo plazo la tendencia a la regionalización que corre paralela a la de la globalización cobrará fuerza en América del Norte. Desde luego que en el muy largo plazo todo, o casi todo, es posible. Pero en este subcontinente no existe en la actualidad una corriente favorable a la creación de un mercado común y tampoco un proyecto de integración económica y política más amplio. 

## Bibliografía

- Bordo, Michael D., y Anna J. Schwartz, "Monetary Policy Regimes and Economic Performance: The Historical Record", en J.B. Taylor y M. Woodford (comps.), *Handbook of Macroeconomics*, Elsevier, Nueva York, 1999, pp. 149-234.
- Canova, Fabio, y Harris Dellas, "Trade Interdependence and the International Business Cycle", *Journal of International Economics*, 1993.
- , y Jane Marninan, "Sources and Propagation of International Output Cycles: Common Shocks or Transmission?", *Journal of International Economics*.
- Cassela, Alessandra, "Participation in a Currency Union", *American Economic Review*, vol. 82, 1992.
- Corden, W. Max, *Economic Policy, Exchange Rates and the International System*, The University of Chicago Press, Chicago, 1994.
- Cortés, Maricarmen, "Una divisa de uso común, la propuesta [plantada por Roberto del Cueto, director adjunto de Banamex y ex-director general adjunto del Banco de México]", *Excelsior*, 3 de marzo de 1996.
- Courchene, Thomas J., "Towards a North American Common Currency: An Optimal Currency Area Analysis", artículo preparado para la Sixth Bell Canada Papers Conference Room to Manoeuvre, Globalization and Policy Convergence, noviembre de 1998.
- Dellas, Harris, "A Real Model of the World Business Cycle", *Journal of International Money and Finance*, núm. 5, 1986.
- De Grauwe, P., "Fiscal Discipline in Monetary Unions", en I. Rivera-Bátiz (comp.), *The European Economic Integration of 1992*, número especial de *International Economic Journal*.
- Ferguson, N., y L.J. Kotlikoff, "The Degeneration of EMU", *Foreign Affairs*, marzo-abril de 2000.
- Flood, Robert P., y Nancy P. Marion, "Perspectives on the Recent Currency Crisis Literature", *International Journal of Finance and Economics*, vol. 4, núm. 1, enero de 1999, pp. 1-26.
- Frankel, Jeffrey A., "No Single Currency Regime Is Right for All Countries or at All Times", *Essays in International Finance*, núm. 215, Princeton, agosto de 1999.
- , y A. Rose, "The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria", *Economic Journal*, vol. 108, 1998.
- Friedman, Milton, "The Case for Flexible Exchange Rates", *Essays in Positive Economics*, University of Chicago Press, 1953.
- Hanke, G., y K. Schüller, "Propuesta de dolarización para Argentina", *Ejecutivos de Finanzas*, abril de 1999.
- Johnson, Harry G., "The Case for Flexible Exchange Rates, 1969", en G. Halm (comp.), *Approaches to Greater Flexibility of Exchange Rates: The Burgenstock Papers*, Princeton University Press, 1970.
- Kindleberger, Charles, "The Case for Fixed Exchange Rates, 1969", en G. Halm (comp.), *Approaches to Greater Flexibility of Exchange Rates: The Burgenstock Papers*, Princeton University Press, 1970.
- , "The Benefits of International Money", *Journal of International Economics*, núm. 2, 1972.
- Le Baron, Blake, y Rachel McCulloch, "Floating, Fixed, or Super Fixed?: Dollarization Joins the Menu of Exchange-Rate Options", *American Economic Review, Papers & Proceedings*, vol. 90, núm. 2, mayo de 2000.
- Marston, Richard, "Exchange Rate Unions as an Alternative to Flexible Rates: The Effects of Real and Monetary Disturbances", en J. Bilson y R. Marston (comps.), *Exchange Rate Theory and Practice*, University of Chicago Press, 1984.
- Mc Callum, John, "National Borders Matter: Canada-US Regional Trade Patterns", *American Economic Review*, vol. 85, núm. 3, junio de 1995, pp. 615-23.
- McKinnon, Ronald I., "Optimum Currency Areas", *American Economic Review*, núm. 53, septiembre de 1963. Reproducido en R.N. Cooper (comp.), *International Finance*, Penguin Books, Baltimore y Maryland.
- Meléndez, Jorge, "Con elecciones no va la dolarización [Paul Krugman]", *Reforma*, 24 de mayo de 1999.
- Mundell, Robert A., "Optimum Currency Areas", *American Economic Review*, núm. 51, septiembre de 1961.
- , "Uncommon Arguments for Common Currencies", en Harry G. Johnson y Alexander Swoboda (comps.), *The Economics of Common Currencies*, Allen and Unwin, Londres, 1973.
- Obtsfeld, Maurice, y Kenneth Rogoff, "The Mirage of Fixed Exchange Rates", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 9, núm. 4, otoño de 1995, pp. 73-96.
- Schuler, Kurt, *¿Deberían los países en desarrollo tener bancos centrales?*, Centro de Estudios de Economía y Educación, Monterrey, México, 1998.
- Siebert, Anne, "Monetary Integration and Economic Reform", *Economic Journal*, vol. 109, 1999.
- Székely, Gabriel, "La adopción del dólar: una entrevista con Rudi Dornbusch", *Nexos*, mayo de 1997.
- Young, Ralph A., *Instruments of Monetary Policy in the United States. The Role of the Federal Reserve System*, FMI, Washington, 1993.