

DIVISA ÚNICA

Y

ESTABILIDAD ECONÓMICA MUNDIAL

Trabajo de Investigación para el curso de Doctorado realizado por
Hugo Narrillos Roux
Abril 2004

Departamento de Economía Financiera de la Empresa
Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales
Universidad Complutense de Madrid

DIVISA ÚNICA Y ESTABILIDAD ECONÓMICA MUNDIAL

1. Introducción
2. Qué es la Estabilidad Económica
3. Breve recorrido por los mecanismos de estabilización de cambios.
4. Las propuestas más relevantes de creación de una divisa única hasta la fecha :

- John Maynard Keynes
- Robert A. Mundell
- The Economist
- Jesús Lizcano
- Ramón Tamames
- otras : Eric Glover
- algunas propuestas regionales

5. Nuestra proposición.
6. Cooper versus Rogoff
7. Argumentos en contra de una Divisa Única Mundial.
8. Conclusión
9. Bibliografía

Anexo 1 : La encuesta trianual de Bancos Centrales sobre la actividad en los mercados de Divisas y Derivados. BIS (*Bank for International Settlements*), 2001.

Anexo 2 : Yen y Yuan

Anexo 3 : El Consenso de Copenhague.

1. **INTRODUCCIÓN**

- Desde hace tiempo se debate en foros económicos y políticos sobre la conveniencia o no de tener una Divisa Unica Mundial (DUM). Desde las propuestas del economista y estadista británico John Maynard Keynes, hasta las más recientes del Canciller Alemán Schroeder (cuando pedía a finales de Febrero del presente año un tipo de cambio fijo para el cruce Euro/Dólar), casi todos los estudiosos del tema están de acuerdo en que las inestabilidades producidas por la volatilidad de los tipos de cambio no son deseables. En este sentido se ha manifestado recientemente el llamado "padre del Euro", Robert A. Mundell, Premio Nobel de Economía de 1999, cuando sugería que se promoviera una plataforma con una divisa única para el comercio internacional. En la misma línea nos dice el profesor Juan José Toribio (1999)¹ que Shadid Burki, entonces vicepresidente del Banco Mundial para America Latina, aventuraba que en el año 2010 existirían solamente tres divisas (el Dolar, el Euro y, o bien, el Yen japonés o el Yuan chino dependiendo de los acontecimientos económicos de Extremo Oriente); Burki continúa diciendo que antes del 2020 las tres monedas se habrán fundido en una que servirá de medio de cambio y refugio de valor para toda la población mundial.

Tener multitud de divisas significa que nadie puede prever qué valor tendrá una divisa en términos de otra dentro de 15 minutos, mañana o dentro de un año. Esto también significa que toda aquella empresa implicada en negocios de exportación o importación o en cualquier actividad internacional, está obligado a convertirse, de alguna manera, en un "jugador" o apostante. Para darse cuenta de los volúmenes que se manejan en los mercados de divisas, no tenemos más que acudir al informe que elabora cada tres años el BIS (*Bank For International Settlements*) - ver Anexo al final del trabajo -.

También para los Gobiernos la excesiva volatilidad de los tipos de cambio puede resultar extremadamente dañina. A tenor de los acontecimientos recientes en los mercados de divisas (la cotización del EUR/USD en el año 2003 subió casi un 20 %, y en los dos primeros meses de 2004 tuvo más de un 3 % de subida), hay ciertos comentarios que no sorprenden como los del Director del Instituto alemán DIW (Instituto de Investigación Económica) que dice² en la Revista *Focus* de 26 de Febrero de 2004 que "un tipo anual medio EUR/USD de 1,3500 podría reducir el PIB alemán en un 0,5 - 0,7 %", pues hemos de tener en cuenta que Alemania es una economía eminentemente exportadora.

¹ Toribio, Juan José (1999) : "Las finanzas del futuro : ¿cuántas monedas existirán en el siglo XXI?". *Revista de Antiguos Alumnos del IESE*. Número 75, Septiembre 1999. www.ee-iese.com

² *Focus*, "Interview : DIW-Chef Zimmermann", *Focus*, Nr. 10/26 de Febrero de 2004, página 66.

La idea de la DUM ha ido tomando más cuerpo desde que apareciera el concepto de *Globalización* en el léxico de la economía. La Globalización, un concepto tan manido en la década de los 90, tuvo como consecuencia que se acelerara la desaparición de las barreras a la libre circulación de personas, bienes y capitales, y provocó que las empresas y los individuos se movieran en entornos cada vez más competitivos, que la información viajara utilizando medios cada vez más complejos, más potentes, más abundantes y más rápidos. La Globalización nos lleva, pues, a unificar y sintetizar tanto mercados, como empresas, sistemas legales ... y, claro está, divisas. Entonces nos preguntamos : ¿porqué en un mundo cada vez más integrado tenemos un abanico enorme de monedas distintas?

Parece obvio, pues, que pasar de aproximadamente 190 divisas distintas que existen actualmente en el mundo a una sola, elimina los riesgos de divisa asociados a una inversión, y a la vez evita las crisis financieras que periódicamente tienen lugar como la de Tailandia en 1998 o la de Argentina en el año 2001. Para las empresas, parece lógico la bondad del planteamiento que tratamos, pues las inversiones hechas en distintos países no correrían con los riesgos de cambio. Además, la divisa única simplificaría drásticamente la valoración de las inversiones : ¿cuántas veces hemos oído "a la compañía X se le ha ido el precio de compra de USD para tal inversión" o "ha perdido tanto por el efecto de la divisa"?.

Si estudiamos el punto de vista del ciudadano de a pié, éste se evitaría las pérdidas que le producen los cambios, por ejemplo, por motivos turísticos o de inversión ; viene al caso un ejemplo muy claro del ex-Presidente del Gobierno Español, Felipe González, del año 1996 : antes de tener el Euro, un español que tuviera 1,000 pesetas y cambiara sucesivamente este importe en todos y cada uno de los países europeos antes de pasar por España, llegaría a España con 500 pesetas ... Lo mismo se podría aplicar al ciudadano europeo que cambia sus Euros por Dólares, Yenes, Coronas Suecas, ... En última instancia, al ciudadano le daría lo mismo la efigie que apareciera en el billete o la moneda (como ocurre ahora con el Euro en el que las monedas de los distintos países están mezcladas con las propias y circulan libremente) ; lo que le importa es saber que sus ahorros van a valer lo mismo hoy que mañana.

Sin embargo, la idea de la Divisa Unica Mundial tiene muchos detractores. La mayoría de éstos ven la idea como un primer paso hacia el Gobierno de carácter mundial : los gobiernos no tendrían la flexibilidad de manejar la oferta monetaria para responder a los *shocks* económicos. El pionero de la idea de la libre flotación de las divisas fué el economista norteamericano Milton Friedman (que trabajó con Robert A. Mundell en Chicago), quien en 1953 decía³

³ Friedman, Milton (1953). "The case for flexible exchange rates". *Essays in positive economics*. University of Chicago Press. Chicago

que los tipos de cambio flexibles se ajustaban de manera paulatina en respuesta a los diferenciales en los niveles de precios relativos, aunque el paso del tiempo demostraría que Friedman estaba equivocado pues, como todos sabemos, los tipos de cambio fluctúan "salvajemente" en comparación con los precios de los bienes.

También hay posturas que no toman partido por uno u otro extremo como la del economista norteamericano Kenneth Rogoff. Rogoff dice⁴ que una consolidación de las divisas sería beneficioso y es probable que ocurra en los próximos 75 años. Sin embargo, Rogoff piensa que lo más plausible es la emergencia de 3 ó 4 divisas principales (dólar, euro y yen japonés), pues "me preocuparía que un único gobierno tuviera el monopolio de la emisión de moneda". "Tiene que haber una válvula de escape", y por eso no concibe una única divisa en el corto plazo este profesor de Economía de Harvard.

Por su parte, los Bancos Centrales no desean la excesiva volatilidad pues puede poner en peligro al sistema financiero ; esto es, se puede entrar en el denominado "riesgo sistémico". Prueba de ello son las repetidas advertencias que éstos hacen cuando se viven episodios como la reciente apreciación del Euro con el Dólar. Para ello están implementando últimamente ciertas medidas que buscan: primero, aumentar ampliamente la liquidez del sistema y, segundo, hacer más transparentes sus actividades. Esto es debido a que :

- la falta de liquidez del sistema provoca tensiones en los tipos de interés, que incide negativamente en las cuentas de resultados de los bancos y clientes.

- la falta de transparencia de los bancos centrales ha hecho que los inversores tengan que "adivinar" las intenciones de éstos provocando un aumento de la volatilidad por la toma de posiciones especulativas.

¿Qué nombres se han dado a las propuestas de DUM? Pues desde las conocidas de Keynes (*Bancor*), *The Economist* (*Phoenix*), ... hasta las más novedosas como *Only*, *Global* o *Dey* (acrónimo de dolar, euro yen).

En definitiva, en este trabajo vamos a exponer los puntos de vista más significativos a favor de una DUM (y los argumentos en contra), y porqué creemos que la creación de una divisa única para todo el planeta daría más estabilidad al sistema económico mundial. Para ello veremos qué se entiende por estabilidad económica y financiera; haremos un repaso de cuáles han sido los mecanismos de estabilización de cambios más relevantes, veremos las propuestas de DUM más notorias, y, finalmente, veremos nuestra

4 Rogoff, Kenneth (2001) : "On why not a global currency". Harvard University. Cambridge MA. www.economics.harvard.edu/~krogoff/AER-May01.pdf

propuesta de DUM. A continuación contrastaremos las propuestas de Rogoff y Cooper ayudándonos para ello de un estudio reciente de Rasul Shams⁵.

Hemos creído interesante incluir al final de nuestro estudio tres Anexos : el primero es la encuesta trianual de 2001 de Bancos Centrales sobre la actividad en los mercados de Divisas y Derivados que hace el BIS (*Bank for International Settlements*)⁶, con el objetivo de tener una idea de los volúmenes que se manejan en estos mercados. El segundo es un breve estudio sobre la importancia que podría tener la divisa china (el Yuan o Renminbi) en el panorama asiático e internacional y si se aboliera el control de cambios. Y el tercero, es una breve explicación de qué es el Consenso de Copenhague.

Queremos señalar que en este trabajo no vamos a detallar los procesos que dieron lugar a la creación del Euro (aunque sí los mencionaremos) pues sería *per se* materia suficiente para varios estudios ; y, además, lo que buscamos es exponer cuáles son las propuestas y no hacer un análisis pormenorizado de la formulación teórica de cada una de ellas.

Por último, queremos apuntar que este Trabajo de Investigación busca proponer la idea de que la Divisa Unica Mundial es un peldaño en la escalera de la lucha contra la inestabilidad y la desigualdad, tema que desarrollaremos en la Tesis Doctoral. En este sentido hemos creído oportuno hacer mención a un proyecto muy novedoso e interesante que explicamos en el Anexo 3 - el Consenso de Copenhague - : este Foro buscará respuestas a cómo luchar contra los grandes problemas del mundo, y sus trabajos se expondrán del 24 al 28 de Mayo de 2004 en Copenhague (Dinamarca).

2. **LA ESTABILIDAD ECONÓMICA**

- Antes de repasar las propuestas y argumentos más relevantes a favor de la DUM y su contribución a la estabilidad económica mundial, debemos detenernos en estudiar un poco más a fondo el porqué de la necesidad de ésta.

El papel de la promoción de la Estabilidad Económica Mundial está encomendado al Fondo Monetario Internacional (FMI). Tal y como

5 Shams, Rasul (2000). "Is it time for a world currency?". Hamburg Institute of International Economics. Hamburg.
www.hwwa.de/Publikationen/Discussion_Paper/2002/167.pdf

6 Bank for International Settlements (2001). "Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity". Basel.
www.bis.org/publ/rpfx02.htm

éste dice⁷, la promoción de la estabilidad económica tiene mucho que ver con evitar crisis económicas y financieras. Como hemos visto no hace mucho (México en 1994-1995, Asia y Rusia en 1997-1998, Argentina en 2001-2002, ...), las crisis pueden destruir empleos, recortar ingresos y provocar revueltas sociales. Por otra parte, la estabilidad económica también implica evitar grandes fluctuaciones en la actividad económica, evitar la inflación elevada y la excesiva volatilidad en los tipos de cambio y los mercados financieros. Cualquiera de estos tipos de inestabilidad puede aumentar la incertidumbre y desincentivar la inversión, reducir el crecimiento económico y dañar el nivel de vida.

Sigue diciendo el FMI en el mismo artículo, que una economía de mercado dinámica necesariamente implica cierto grado de inestabilidad como también cambios estructurales. El desafío para los gobernantes es minimizar la inestabilidad sin reducir la capacidad del sistema económico para aumentar los niveles de vida a través del aumento de la productividad, eficiencia y el empleo.

A través de los años se ha podido comprobar cómo los países que tienen mayor crecimiento, nivel de empleo y menor inestabilidad económica son aquellos que :

- aplican sólidas políticas macroeconómicas (fiscal, monetaria y cambiaria)
- desarrollan y promueven instituciones económicas y financieras solventes
- recogen, verifican y distribuyen información económica de gran calidad
- aplican reglas de buen gobierno (*good governance*).

Por su parte, la inestabilidad económica puede llevar a la inestabilidad financiera. Una buena definición de la estabilidad financiera es la que nos proporciona el Banco Central de Sudáfrica⁸ : aquella es la ausencia de costes macroeconómicos producidos por alteraciones en el sistema de intercambio financiero entre familias, empresas y entidades de servicios financieros. La estabilidad financiera se manifiesta de tres formas :

- primero, a través de una infraestructura regulatoria efectiva
- segundo, con mercados financieros efectivos
- tercero, con instituciones financieras sólidas

La inestabilidad financiera se manifestaría en última instancia a través de :

- quiebras bancarias

⁷ International Monetary Fund (April 2004). "How the IMF promotes global economic stability". Washington. www.imf.org/external/np/exr/facts/globstab.htm

⁸ South African Reserve Bank (2002) : "What is financial stability". www.reservebank.co.za

- intensa volatilidad del precio de los activos financieros
- colapso en la liquidez de los mercados financieros

Estas tres marcas de la inestabilidad financiera provocan la interrupción de los sistemas de pago.

Por tanto, una de las condiciones para conseguir esa ansiada estabilidad económica mundial es evitar la excesiva volatilidad de los tipos de cambio. Y una de las formas de evitarla es a través de la creación de uniones monetarias y, por tanto, de divisas únicas para los miembros de esas uniones.

3. BREVE RECORRIDO POR LOS MECANISMOS DE ESTABILIZACIÓN DE CAMBIOS.

- A tenor de los distintos intentos y/o logros de establecer una única divisa para una demarcación geográfica a lo largo de la historia, parece que cuando ha habido estabilidad económica y política y se crean condiciones óptimas para la expansión del comercio, se han intentado simplificar los mecanismos de circulación monetaria (estabilizando o minimizando los riesgos de cambio) y crear una divisa única a través de una Unión Monetaria. El imperio Romano, el Chino o el Británico, todos establecieron una divisa única en las regiones que dominaron.

Una buena exposición sobre las uniones monetarias la hace Ramón Tamames en dos artículos publicados en el ciberdiario *La Estrella Digital* que a continuación resumimos. Tamames distingue entre los procesos de *eurización*⁹ y de *dolarización*¹⁰.

La Eurización

Tamames nos dice que ha habido experiencias de uniones monetarias (UM) desde muy antiguo, siendo la primera conocida las acuñaciones uniformes de la *Liga de las Ciudades Griegas* en el siglo III a. J.C.

Después vendría la unión monetaria que ya en el siglo III de nuestra Era estableció el emperador Diocleciano, para normalizar el circulante en todo el Imperio. Y posteriormente, en la alta Edad Media, se produjo la celebrada experiencia de Carlomagno, que a caballo entre los siglos VIII y IX configuró una nomenclatura de piezas metálicas para todo su vasto imperio, que sobrevivió hasta

⁹ Tamames, Ramón (2003). "Sobre uniones monetarias (I). La eurización". Estrella digital. www.estrelladigital.es

¹⁰ Tamames, Ramón (2003). "Uniones Monetarias (y II)". Estrella digital. www.estrelladigital.es

1971 (cuando en la operación decimalizadora de la esterlina -igual a 100 peniques-) se archivó para siempre el sistema de una libra igual a veinte chelines de doce peniques cada uno).

A esas uniones monetarias habrían de agregarse otros episodios no tenidos tan en cuenta, entre ellos, la amplia difusión de la plata española durante los siglos XVI al XIX, cuando las cecas de los virreinos —fundamentalmente con el *real de a ocho*— la extendieron por todo el mundo; incluida China, adonde llegaba vía Filipinas a bordo del *Galeón de Manila*, desde Acapulco, para entrar en la circulación en el *Celeste Imperio* debidamente resellada.

En este repaso histórico es obligado traer a colación que a partir del siglo XIX, en el contexto de la *Pax Britannica*, Inglaterra difundió el *patrón oro* (asegurándose de ese modo la plena convertibilidad de la esterlina, que acabó siendo la moneda más utilizada en cualquier clase de transacciones internacionales), hasta el definitivo abandono de su relación con el metal amarillo en 1931, momento en que el dólar tomó el relevo como signo monetario universal.

Los primeros intentos de crear una divisa única en Europa fueron en el siglo XIX : el Zollverein alemán fué introducido en 1834 y las divisas alemanas fueron más tarde unificadas en el marco alemán en 1873 de la mano de Bismarck - el *Canciller de Hierro* —, antecedente del que luego sería *Deutsche Mark*, surgido de la reforma monetaria de Ludwig Erhardt de 1948, y que en la década de 1970 se convirtió en la *moneda ancla* del Sistema Monetario Europeo (1979), hasta que finalmente desapareció —junto al franco francés, la peseta, la lira, etc.— con el nacimiento del euro.

Tampoco debe dejarse en el olvido la *Unión Monetaria Latina* (UML), ideada por Napoleón III para compensar políticamente, en la Europa meridional, lo mucho que al Norte significaba la reunificación alemana en el II Reich. La UML fué establecida en 1865 y duró hasta 1914, y tuvo como miembros a Francia, Bélgica, Italia y Suiza; en la UML cada país se comprometía a acuñar moneda que tuviera su equivalencia a un estándar que sería aceptado como moneda de curso legal por los estados en cualquiera de los países miembros.

Como igualmente hemos de recordar la *Unión Monetaria Escandinava*, que aglutinó a los países de esa estirpe durante la segunda mitad del siglo XIX, hasta la separación de Noruega y Suecia en 1901. Ambos desarrollos, el alemán y el escandinavo, fueron intentos que de una u otra manera fusionaron un largo número de monedas de países europeos. Entre ellos, en el caso de la UML —*de facto*, aunque no *de iure*— la propia peseta española, desde 1868.

La UML dió lugar a la Conferencia Monetaria Internacional en 1867, que intentó crear una divisa única para Europa y los Estados Unidos

acuñando una divisa común que tuviera un valor igual a 25 Francos Franceses, 5 Dólares US y 1 Libra Esterlina. La idea no prosperó pues la falta de un gobierno Europeo o un acuerdo de divisas a nivel internacional propiciaban que el patrón oro fuera lo más cercano que se podía estar a una divisa universal. Las divisas tenían fijado su valor con relación al Oro y éste fijaba la equivalencia entre las mismas. Este sistema de anclaje al Oro funcionó entre 1870 y 1914 para las principales divisas del mundo. El sistema se dismanteló con el advenimiento de la Primera Guerra Mundial. Hubo varios intentos de estabilizar la situación después de esta fecha pero ninguno llegó a buen término.

En la Conferencia de Bretton Woods (Estados Unidos) de verano de 1944 se crea el Fondo Monetario Internacional (FMI), con su *patrón de cambios oro/dólar*. Sistema que funcionó como unión monetaria *de facto*, con un tipo de cambio prácticamente fijo entre las divisas de los socios de la entidad, teniendo todo el sistema la base de su funcionamiento en la convertibilidad de la que, a paridades predeterminadas, disfrutaban los bancos centrales respecto al dólar y al oro ; el valor del Oro se fijó en 35 USD por onza y el resto de divisas fijaron su valor con el USD. Las paridades eran fijas en el corto plazo pero flexibles en el largo. Pero el sistema, que funcionó admirablemente entre 1948 y 1972, se quebró ese año por los abusos de EEUU, que condujeron a la inconvertibilidad del dólar primero, en 1971, y a su doble devaluación, y porque el entorno económico y político era totalmente distinto que en 1944. En 1973 el sistema implementado en Bretton Woods desapareció, dando paso, por tanto, los tipos fijos a los flexibles.

Precisamente para resolver el problema de la volatilidad que significó esa nueva fase cambiaria, y que tanto perjudicaba al proyecto de integración en Europa se ideó primeramente (1972) la *serpiente monetaria*. En 1979 se introdujo el *Sistema Monetario Europeo*, inmediato precedente de la Unión Monetaria que se perfeccionaría en el 2002. El impulso decisivo para la creación del Euro fué el *Informe Delors* de 1988 que abogaba por un movimiento gradual de las divisas hacia una moneda común. Este Informe fué la base del Tratado de Maastricht que fué firmado en 1992 y estableció el cronograma para la adopción del Euro el 1 de Enero de 1999.

Actualmente, dice Tamames, el euro ya no es solamente la moneda de los doce países de la eurozona, pues está vigente y circula en cuatro microestados europeos (Andorra, Mónaco, Vaticano y San Marino). Y pronto será la moneda común de los otros tres estados de la UE que todavía están fuera de la eurozona (Dinamarca, Suiza y Reino Unido), como lo será también de los 10 países candidatos. En cuanto a Dinamarca diremos que tiene un acuerdo con el Banco Central Europeo y está en el llamado NMTC (Nuevo Mecanismo de Tipos de Cambio) en el que la divisa fluctúa en su cruce con el Euro en 0,5 %.

Adicionalmente, el euro circula de hecho en otras latitudes a través de *agencias monetarias* que le están referenciadas. Son los casos de Estonia, Bulgaria, Bosnia-Herzegovina y Montenegro en Europa; así como de catorce estados de África Occidental y Ecuatorial que se integran en la Comunidad Financiera Africana en torno al franco CFA, hoy también referenciado al euro.

Esa amplia difusión *eurística*, dice Tamames, avala la tesis de la simplificación monetaria (Stanley Fischer *dixit*), e incluso permite intuir la futura convergencia del dólar y el euro en la senda de una moneda universal, que ya constituye una idea más que verosímil. Porque si todo se globaliza en nuestra era, ¿cómo no va a suceder lo propio con lo más importante del entorno económico, que son precisamente los medios de pago?

La Dolarización

En cuanto a la difusión del dólar como moneda de una serie de países y áreas económicas fuera del territorio de los Estados Unidos, Tamames distingue 5 formas de "utilizar" el dólar :

a) **Dolarización total.** Es el caso de Liberia, un país creado para los antiguos esclavos de EEUU, donde se instauró el dólar como moneda propia desde 1821, confirmándose luego en 1847 con la independencia. Como también el dólar circula en Panamá, desde la fundación de la República en 1904, tras la separación de Colombia, que se produjo por inducción de Washington DC, a fin de posibilitar la construcción del canal a través del istmo centroamericano.

b) **Dolarización integral reciente.** Es el caso de Ecuador, que en el 2000, tras numerosos avatares y en medio de una fuerte crisis económica, decidió sustituir totalmente su moneda nacional, a un cambio de 25.000 sucres por dólar. Ulteriormente hay que citar otras dolarizaciones, como las de El Salvador y Guatemala. Habiendo propuestas en la misma línea para México y Colombia; e incluso para la propia Venezuela, donde se han hecho recomendaciones formales en ese sentido por el economista José Luis Cordeiro¹¹. No debemos olvidar que desde la Creación del NAFTA (*North America Free Trade Agreement*), que incluye los Estados Unidos, Mexico y Canada, se han oído propuestas para la creación de una divisa para la zona.

c) **Agencia monetaria (*currency board*)** de Hong Kong. Fué el primer espécimen de esta clase de esquemas monetarios, y se adoptó en 1983 por las autoridades británicas, cuando el cambio se

11 Cordeiro, José Luis (2000). "Seis propuestas para rehacer Venezuela". Capítulo 3: Reforma Monetaria y Fiscal. www.cordeiro.org

fijó en 7,80 dólares de Hong Kong por uno de EEUU, tipo que se ha mantenido desde entonces. En ese contexto, los dólares emitidos por la Autoridad Monetaria de Hong Kong (*Honk Kong Monetary Authority* o *HKMA*) están respaldados por los de EEUU que la antigua colonia británica tiene en su reserva. En cualquier caso, lo más interesante de Hong Kong es que podría (lejanamente) servir de modelo para la propia China, que desde hace años tiene un tipo de cambio fijo con el dólar (actualmente valorado en 8,27 renmimbis). China está recibiendo muchas presiones para reevaluar el renmimbi (se habla de que debería hacerlo al menos entre un 5 y un 7%) ; desde Pekín, sin embargo, se plantean ligar el valor de la divisa a una cesta de monedas representativas de los principales países que comercian con China (esta cesta se llama *crawling peg*, *parité a crémaillère* en francés o *paridad de cremallera* : es un sistema de paridades en el que éstas son susceptibles de ser revisadas por una sucesión de modificaciones de débil amplitud ; algunos países utilizan una fórmula que produce esos cambios cuando se dan ciertas condiciones – caso de Polonia -, y otros cambian las paridades con frecuencia para desincentivar a los especuladores). Al día de hoy, no hay tomada ninguna decisión en este asunto. Hacemos un análisis más en detalle de la situación cambiaria de China en el Anexo 2.

d) **Agencia Monetaria de Argentina** (1991-2001). Fue creada en 1991 por el tándem Menem–Cavallo con el objetivo primordial de frenar la inflación crónica, que por entonces se traducía en una depreciación continua del Peso, lo cual en la práctica ya había conducido a una dolarización de hecho. Ante ese estado de cosas, y manteniéndose el Banco Central, se estableció la convertibilidad peso/dólar a la par, en el marco de una caja de conversión. El tipo de convertibilidad del peso se fijó a un nivel muy sobrevalorado (uno por uno), y se vió sometido a continuas amenazas por la coyuntura: aumentando la credibilidad de ese tipo al mejorar las exportaciones y al producirse entradas masivas de capitales gracias a las inversiones extranjeras, para disminuir, en cambio, cuando la economía pulsaba negativamente. Como sucedió desde 1998 hasta precipitarse el declive final, que significó el abandono de la convertibilidad y la casi simultánea *pesificación*, en diciembre del 2001.

e) **La difusión del dólar**. Sin necesidad de más normas, hay una dolarización de hecho muy amplia en la mayoría de los países de moneda débil, en gran parte de Asia meridional, y en Iberoamérica. Y hasta hace bien poco en toda Europa Central y Oriental, donde el dólar va dejando paso al euro.

El cuadro siguiente es una síntesis del proceso de simplificación monetaria. Una sesentena de países están ya en esa vía. Y puede calcularse que por lo menos otros tantos están más o menos dolarizados o eurizados en su vida cotidiana.

SIMPLIFICACIÓN MONETARIA					
Área del	UNIONES MONETARIAS				AGENCIAS
Dólar	EUROZONA	UEMAO (1)	CEMAC (2)	CARIBE (3)	MONETARIA S (4)
EEUU	Alemania	Benin	Camerún	Antigua y Barbuda	Hong Kong
	Austria	Burkina Faso	Chad	Dominica	
Liberia	Bélgica	Costa de Marfil	Congo	Granada	Bosnia
Micronesia	España	Guinea-Bissau	Gabón	St Kitts y Nevis	Bulgaria
	Finlandia	Mali	Guinea Ecuat. R.	Santa Lucía	Estonia
Palau	Francia	Níger	Centroafricana	San Vicente	Lituania
Puerto Rico	Grecia	Senegal		Granadinas	Yibuti
Panamá	Irlanda	Togo			
Ecuador	Italia				Kiibati
El Salvador	Luxemburgo				
Guatemala	Países Bajos				Lesoto
	Portugal				Namibia
	Andorra				Swazilandia
	Vaticano				
	Mónaco				
	San Marino				

(1) Países con Franco CFA, de la Comunidad Financiera Africana, unión monetaria con el Franco CFA (referenciado al euro) como moneda común.

(2) Países con Franco CFA cuyo banco central es el de la Unión Económica y Monetaria de África Ecuatorial.

(3) Países del Mercado Común del Caribe, cuya moneda común es el dólar del Caribe Oriental (East Caribbean Dollar).

(4) Agencias monetarias referenciadas al dólar (Hong Kong), al euro (desde Bosnia a Yibuti inclusive). Kiribati está referenciada al dólar australiano y los tres restantes países (Lesoto, Namibia y Swazilandia) al Rand sudafricano.

Fuente: FMI y Ramón Tamames.

4. LAS PROPUESTAS MÁS RELEVANTES DE CREACIÓN DE UNA DIVISA ÚNICA

- En este punto vamos a resumir las propuestas sobre la creación de una divisa única mundial. Lo haremos por orden cronológico, empezando por Keynes y terminando por una serie de propuesta regionales.

En todas ellas hemos constatado que lo más difícil sería, sin duda alguna, la elección del Banco Central, o en su caso del país que procure la estabilidad y la fortaleza financiera al sistema, o en último término, del gobierno federal mundial que tenga el respaldo

de la mayoría de los habitantes del planeta. En la mayoría de las propuestas se escoge como autoridad monetaria al Fondo Monetario Internacional.

Todas las propuestas podrían tener la misma base : "*Exchange rates can not be left to themselves*" (los tipos de cambio no pueden dejarse fluctuar libremente), que proclamaba la revista británica *The Economist* en el año 1988 en el famoso artículo "*Be ready for the Phoenix*" que más adelante comentaremos¹².

Antes de pasar a analizar cada una de las propuestas, nos gustaría revisar, aunque fuera de manera sucinta, qué se entiende y cuáles son los aspectos más relevantes de la Integración Monetaria que todas estas propuestas manejan.

La Integración Monetaria se define como la unificación monetaria de los países participantes en una unión económica y supone la adopción de una divisa común, políticas coordinadas de tipo de cambio y armonización de las políticas fiscales y monetarias. Corden (1972) dice¹³ que el concepto de integración monetaria implica dos cosas : una unión cambiaria, es decir, un área donde los tipos de cambio están fijos (aunque puedan variar con las divisas que no estén en este grupo - por ejemplo, la Peseta podría variar con el Dólar) ; y convertibilidad, es decir, la ausencia permanente de cualquier tipo de control de cambios en el área. Itsede dice¹⁴ que las características que debe tener una unión monetaria para durar son cinco : la adopción de una divisa única, la puesta en común de las reservas de divisas, un banco central común, movilidad de los factores, y la armonización fiscal y monetaria.

A. PROPUESTA DE JOHN MAYNARD KEYNES (1883-1946)

- La propuesta de Keynes es el punto de partida de cualquier estudio sobre la Divisa Única Mundial (DUM). Y también es quizá la más controvertida pues es el blanco de los ataques de los anti-keynesianos o partidarios del libre mercado en su versión más extrema (también llamados en inglés *libertarians*) ; éstos piensan que la agenda de cualquier gestor económico keynesiano consiste en llegar a una DUM emitida por un Banco Central Mundial y dejar que la inflación pueda dispararse. Keynes dará un nombre a su propuesta de DUM (Bancor).

La idea del Bancor fué gestada en 1943, pero fué llevada por el mismo Keynes a la famosa conferencia de Bretton Woods (New

¹² *The Economist* : "Be ready for the phoenix", 9 de Enero de 1988, págs. 9-10, 74-75.

¹³ Corden, W. M. (1972) : "Monetary Integration", *Essay in International Finance*, Nr. 93, Princeton University, Princeton, 1972

¹⁴ Itsede, Chris O. (2002) : "The challenge of Monetary Union" : Gains and Opportunities, Central Bank of Nigeria. www.cenbank.org

Hampshire, Estados Unidos) que tuvo lugar en verano de 1944. El mandato que tenían los delegados de los 44 países que asistieron a la conferencia era definir el marco de estabilización económica y la cooperación en materia monetaria entre los Aliados después de la II Guerra Mundial.

La idea del "Bancor" en un principio fué acogida con entusiasmo por el Presidente norteamericano Roosevelt, aunque posteriormente rechazada y sustituida por el llamado "Plan Blanco" : este consistía en que los países conservarían sus tipos de cambio fijos con el Dólar y éste fijaría su paridad con el Oro. En esta conferencia también fueron creados el Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Mundial (IBRD) con el objetivo de vigilar el nuevo sistema monetario internacional.

Keynes concibió el Bancor como una divisa para el comercio internacional así como una unidad de cuenta. La gestión y emisión de la moneda sería responsabilidad de otra organización internacional llamada ICU (*International Clearing Union*). El valor del Bancor se determinaría en una cesta ponderada por el valor de las diferentes divisas nacionales. El valor de las divisas sería fijo pero podría ser modificados de mutuo acuerdo.

Una idea fundamental en la propuesta de Keynes era que el Bancor estaría secundado por un sistema multilateral, es decir, ninguna nación tendría una posición dominante : los países con déficits o superávits serían tratados de la misma manera. A pesar de que, como hemos mencionado anteriormente, Roosevelt apoyaba la idea, justo antes de la Conferencia los Estados Unidos dieron marcha atrás y no secundaron el proyecto. Se piensa que los Estados Unidos probablemente no apoyaron el proyecto porque se entregaban poderes a un organismo supranacional (el ICU) y restaba poder a los Estados Unidos.

Así pues, los Estados Unidos pujaron por un sistema donde el Dólar tuviera un valor fijo con el Oro de USD 35,00 por onza, y sólo podría ser cambiado por Bancos Centrales. Todas las demás divisas deberían alinearse a este "ancla" dólar-Oro". Este sistema confirió a los US una situación dominante en la escena monetaria mundial. El resto de naciones, devastadas por la guerra, aceptó el sistema, especialmente la europeas que necesitaban de los Dólares para financiar la reconstrucción de sus maltrechas economías.

En 1971 el Presidente Nixon cerró la llamada "ventana del dólar", y, por tanto, cerrando toda posibilidad de que los bancos centrales convirtieran dólares en Oro.

B. PROPUESTA DE ROBERT A. MUNDELL.

- Robert A. Mundell fué profesor de Economía en la Universidad de Columbia (Nueva York). Se doctoró por el MIT en 1956 y en Chicago en 1957. Ha sido asesor de un buen número de organizaciones y agencias internacionales como Naciones Unidas, Banco Mundial, Comisión Europea, ... y varios gobiernos. Fué galardonado con el Premio Nobel de Economía en 1999. Robert Mundell es considerado como "el padre del Euro".

Mundell propone una divisa mundial¹⁵ pero no una divisa *única* mundial, de tal forma que cada país conserva y acuña su divisa pero ésta tiene un cambio fijo con la divisa mundial. A esta divisa mundial Mundell la llamaría "dólar internacional" (en inglés *international dollar*) o "intor". Todos los bienes tendrían fijado su precio en *intors* y un comité (propone un G3 designado por el Consejo de Gobierno del Fondo Monetario Internacional) determinaría cuántos *intors* se acuñarían cada año que fueran consistentes con la estabilidad de los precios.

La aportación de Mundell que más nos interesa para nuestro estudio es la de "área monetaria óptima" u "*optimal currency area*" (OCA). Se define una OCA como un área geográfica en la que una divisa única circula como medio de cambio principal. En la OCA, las ventajas para el comercio intra-OCA de expandir el área geográfica de actuación iguala los costes de abandonar la libertad de devaluar o revaluar la divisa. A priori, cuanto más grande sea la OCA, mayores son los beneficios de utilizar la divisa única en el área de integración.

Pero hay ciertos factores que limitan el tamaño de la OCA, como por ejemplo a menos que el trabajo y el capital puedan moverse libremente entre dos países del área, una caída en la demanda de un país puede crear desempleo en el otro en la ausencia de un tipo de cambio flexible. Por tanto, la internacionalización y el mantenimiento en el tiempo de los beneficios netos de una OCA, están condicionados en gran parte por el grado de diversificación de las economías que integran la OCA.

La teoría de las OCA es uno de los instrumentos empíricos más frecuentemente utilizados a la hora de evaluar si una determinada área geográfica está o no preparada para renunciar a las divisas nacionales y dar paso a una moneda única.

C. PROPUESTAS DE THE ECONOMIST.

- La revista británica *The Economist* ha publicado dos artículos relevantes en este campo : uno el 9 de Enero de 1988 *titulado "Get Ready for the Phoenix"* y otro el 26 de Septiembre de 1998 que llevaba por título "*One world, one money*". Hay que tener en cuenta

¹⁵ Mundell, Robert A (1995) : The works of Robert A. Mundell. www.robertmundell.net

que ambos artículos fueron escritos como respuesta a las crisis de los años 1987 y 1998, si bien las razones que esgrimen para defender la validez de una DUM siguen siendo muy válidas.

El **artículo del 9 de Enero de 1988** comienza mencionando que el 22 de Septiembre de 1985 Francia, Alemania, Japón, los Estados Unidos y el Reino Unido, se pusieron de acuerdo para fortalecer el dólar (entre 1983 y 1985 el dólar se apreció un 34 %). Apenas dos años después, los mismos 5 países se pusieron de acuerdo para debilitar el dólar ; un año después el dólar había caído un 42 %. En Octubre de 1987 tenía lugar el *crash* de la Bolsa.

En aquella década los integrantes del G5 estaban de acuerdo que los tipos de cambio no podían dejarse a su libre albedrío, que había que controlarlos de alguna manera o de lo contrario iban a sucederse en el tiempo más crisis monetarias (como realmente ocurrió). Incluso figuras tan favorables al libre mercado como el entonces Ministro de Finanzas británico Nigel Lawson apoyó esta idea ... Es entonces cuando renace con fuerza la idea de la DUM.

En el artículo del año 1988 hay un dato esclarecedor y que va a sustentar el argumento a favor de tipos de cambio fijos. El mayor cambio que tuvo la economía mundial en las décadas de los 70 y 80 fué la constatación de que los flujos de capitales sustituyeron al comercio de bienes como la fuerza que mueve los tipos de cambio. Esto se debe a la integración progresiva de los mercados financieros mundiales, y supone que las diferencias entre las políticas económicas nacionales pueden tener impacto en los tipos de interés sólo débilmente, pero pueden provocar ingentes transferencias de activos financieros de un país a otro. Estas transferencias de capitales anulan prácticamente los flujos derivados del comercio internacional y tienen un gran efecto en los tipos de cambio.

Otro dato importante que apunta este artículo es que el avance de la tecnología es imparable. La caída de los costes de transporte hará posible, por ejemplo, que en un país remoto se procesen los cheques emitidos en otro país (esto ya se está cumpliendo desde hace tiempo, y, por ejemplo, el banco holandés ABN-AMRO tiene su *back office* en la India ...). La apertura de los mercados financieros traerá consigo la apertura de los mercados nacionales (con el permiso de los políticos).

Las fronteras nacionales parecen disolverse poco a poco. La idea de una unión monetaria parece irresistible excepto para los gobiernos y los especuladores. *The Economist* llama a su divisa única *the Phoenix*: en la zona fénix al no haber riesgo de cambio florecerá el comercio, la inversión y el empleo, y se impondrán fuertes limitaciones a los gobiernos (no podrán devaluar o usar la política monetaria, sino usar sólo la política fiscal y presupuestaria para buscar el equilibrio). Habrá un banco central probablemente descendiente del FMI que se encargará de vigilar el nivel de

inflación. Todo esto significa una fuerte pérdida de soberanía económica, aunque en la actualidad los gobiernos tienen bastante en cuenta lo que ocurre fuera de sus países a la hora de tomar las decisiones internas.

Sigue el artículo diciendo que los gobiernos pueden o no oponerse a este movimiento, y hará que la gente vote con sus billeteras. El fénix empezará probablemente como un cóctel de divisas nacionales pero con el tiempo se dará paso a una DUM en 2018.

Como vemos, este artículo predijo bastante bien el futuro pues la entrada del Euro contaba con muchos de las características del fénix.

En el **artículo de 26 de Septiembre de 1998**, se hace una segunda revisión de este asunto. Como decíamos antes, hay que tener en cuenta que el artículo se publicó en medio de las crisis que sacudieron Asia.

La mejor forma de estudiar si los países que van a adoptar una divisa única ganan o no, desde un punto de vista económico, al abandonar sus respectivas monedas (es decir, si constituyen, en palabras de Robert Mundell, un "área monetaria óptima" u "optimal currency area"¹⁶), es poniendo en la balanza los siguientes factores : por una parte, está la indudable ventaja de una divisa única como lubricante para el comercio y la inversión transfronteriza, y, por otra, la pérdida del tipo de cambio como amortiguador de shocks (*shock absorber*) en aquellos momentos en los que uno o varios de los países integrantes sufren presiones (por ejemplo, una caída abrupta en sus exportaciones o una rápida subida en los costes laborales) que los otros no sufren (los llamados shocks asimétricos).

Si estudiamos los costes y los beneficios de una OCA, los factores cruciales son la apertura al comercio y la libertad de movimiento de los factores de producción : a una economía pequeña y abierta le conviene una divisa única. Si la fuerza laboral se resiste a moverse de un país a otro, la necesidad de la divisa como amortiguador de shocks es más necesaria pues puede compensar el aumento del desempleo con una depreciación del tipo de cambio. Si consideramos todos estos factores podemos concluir que los 11 países que irían a adoptar el Euro no son un área monetaria óptima u OCA.

Sigue diciendo *The Economist* que hay que hacer una revisión del concepto de DUM pues la crisis de los mercados emergentes plantea la pregunta "¿cómo podrá el mundo vivir con una unas finanzas integradas de forma global?", y una duda sobre lo que en tiempos

¹⁶ Mundell, R. A (1961) : "A theory of Optimum Currency Areas", American Economic Review, págs. 509-517.

parecía una buena respuesta, a saber, que “los tipos de cambio fijos son la mejor forma de estabilizar la economía mundial”.

De nuevo en este artículo (como ya se hiciera en el de 1988) se hace mención a que los modelos tradicionales no sirven para justificar la bondad de los tipos de cambios flexibles pues los flujos internacionales de capital sobrepasan con creces a aquellos provenientes del comercio, y éstos provocan que los precios de los bienes se aparten de sus valores fundamentales (aquel que le correspondería por la paridad del poder de compra). Esto se ha visto de manera bastante gráfica en los países afectados por la crisis asiática donde los tipos de cambio no han actuado como amortiguadores de shocks sino como amplificadores o creadores ...

Los gobiernos de economías pequeñas y abiertas sabe que no pueden dejar que los tipos de cambio fluctúen libremente, y que “la política monetaria siempre debe mirar de reojo al tipo de cambio”. Tampoco han funcionado bien los mecanismos intermedios como el Sistema Monetario Europeo : la alternativa para evitar los problemas mencionados anteriormente parece estar en la unión monetaria a través de los tipos de cambio fijos.

Concluye diciendo el artículo que si el Euro sale adelante la idea de una DUM será mucho más interesante.

D. PROPUESTA DE JESÚS LIZCANO ALVAREZ

- El Catedrático de la Universidad Autónoma de Madrid publicó una versión resumida de su artículo *"Hacia la moneda única mundial: argumentos económicos y sociales en torno a una idea factible"* en el diario ABC el 9 de Diciembre de 2001. En este artículo Lizcano da 10 argumentaciones básicas en torno a las características y a la viabilidad que tendría la DM. Lizcano enfoca sus ideas bajo los puntos de vista de la integración económica y la transparencia social. Los argumentos son :

1. Precedentes y lógica de la propuesta : La implantación de una Moneda Única Mundial (MUM), más que una utopía, parece una mera cuestión de tiempo y de lógica, que cuanto antes se haga realidad, mayores y más inmediatos serán los beneficios para el conjunto de los países y ciudadanos, especialmente los más desfavorecidos. Ya Keynes postuló en Bretton Woods, en 1944, la necesidad de una moneda única mundial, lo mismo que otros economistas significativos, como el estadounidense Richard Cooper en los años ochenta, o en los noventa el canadiense Robert A. Mundell, premio con el Nobel de Economía en 1999.

2. *Oportunidad* : Nos encontramos en un momento idóneo para pensar seriamente en la viabilidad y en la forma de instrumentar esta MUM. Por una parte, la globalización monetaria que conllevaría la existencia definitiva de una divisa única mundial permitiría reforzar y estabilizar, haciéndolos más transparentes y equitativos, los efectos positivos de la actual globalización económica, consolidada con la reciente entrada de China en el sistema comercial global, a través de la OMC. Por otra parte, desde los atentados del 11 de Septiembre de 2001, existe en el mundo una creciente conciencia global para abordar los problemas y desafíos internacionales.

3. *Experiencia previa del euro*. Si ha resultado viable la experiencia de la moneda única europea (el euro), hace pocos lustros calificable como utópica e impensable, puede considerarse razonable la viabilidad y las ventajas similares que podría conllevar la MUM para la comunidad internacional. La implantación del euro ha venido a demostrar que no hay imposibles a nivel de integración monetaria, dada la existencia en Europa de un colectivo de países tan dispares en cuanto a tamaño, signo político, y características geográficas, históricas y culturales.

4. *Creciente concentración cambiaria*. En el actual contexto monetario internacional se puede apreciar un movimiento de simplificación (e incluso polarización) en cuanto a la utilización de divisas; aparte de las tres principales monedas: el dólar, el euro, el yen, las demás divisas van tendiendo a obviarse o a desaparecer: En Europa van a dejar de existir tanto la libra esterlina -cuarta divisa de importancia en el mundo- de forma mediata, como de una forma más inmediata la corona sueca y la corona danesa (en este punto Lizcano creemos que peca de optimista pues no está tan claro después del NO sueco al Euro en el referéndum de Septiembre de 2003). Por su parte, el rublo se encuentra cada vez más dolarizado, incluso en su utilización a nivel local. En lo que respecta al continente americano, aparte de la dolarización actual de varios países iberoamericanos, con la futura vigencia del ALCA, parece más que probable la existencia del dólar como moneda única. Aparte de lo ya señalado, cabe únicamente destacar el yen y su área de influencia, y poco más. Todo ello nos muestra la tendencia a una concentración cambiaria internacional en torno a tres divisas: euro, dólar y yen.

5. *Etapas intermedias*. Desde la preponderancia actual de estas tres divisas a la implantación de una Moneda única mundial no puede – ni debe- haber mucho trecho. En primer lugar, dos de estas tres monedas -las más importantes, el euro y el dólar- se mueven en niveles no muy lejanos a la paridad unitaria absoluta, y con una mínima voluntad política e institucional sería posible ligarlos de forma definitiva a la par. Esta ligazón paritaria haría desaparecer totalmente una parte importante de los movimientos especulativos internacionales de divisas, los existentes entre ambas monedas, lo

que conllevaría, por otra parte, una atracción sustancial hacia esa moneda dual de todas las demás divisas, lo cual otorgaría un desconocido nivel de estabilidad a los mercados cambiarios.

6. *Convergencia operativa*. Esta unión cambiaria entre dólar y euro, se podría hacer extensiva igualmente al yen, lo que conllevaría una integración cambiaria y definitiva entre las tres monedas que vendría a significar un paso fundamental y decisivo para la existencia posterior de una única y verdadera MUM. Dicha integración cambiaria conllevaría en la práctica la necesaria coordinación o federación de los tres Bancos Centrales, realidad factible si recordamos que la unificación monetaria europea ha significado la integración de un mayor número de Bancos Centrales. Además, haría necesaria una disciplina sincronizada en las políticas monetarias e inflacionistas vigentes en esas tres áreas, de cara a una convergencia en las variables macroeconómicas básicas: índice de inflación, déficit público, tipos de interés, etc., algo similar a lo ocurrido en la Europa del euro, lo cual no parece demasiado difícil de conseguir, dados los bajos y cercanos niveles en los que se mueven dichas variables en los tres sistemas económicos citados.

7. *Planificación de la fase final*. Una vez lograda esta integración cambiaria tripartita a nivel operativo, y por tanto una vez eliminada una buena parte de la inestabilidad y por tanto incertidumbre de los mercados cambiarios internacionales, podría ser cuestión de tiempo, con una adecuada planificación y la fijación de una serie de condiciones -entre otras el reparto del *señoreaje* (ver qué es en el párrafo siguiente)-, la elaboración de un calendario y plan de convergencia internacional hacia la Moneda Única Mundial, que pasaría por una progresiva adhesión de las restantes monedas a esa paridad fija nuclear, para una posterior desaparición (sucesiva o simultánea) de unas y otras monedas, que serían sustituidas por la MUM.

* El *señoreaje* (seigniorage en inglés) es un concepto que se remonta a la Edad Media. Los Reyes usaban su monopolio en la acuñación de metales preciosos como principal fuente de ingresos. Periódicamente, una determinada partida de Oro o Plata era cancelada o anulada : se recogían estas piezas y se volvía acuñar moneda con un contenido menor de metal precioso. La diferencia de valor entre el valor real del metal precioso contenido en las nuevas monedas y el valor facial de las mismas era el beneficio de señoreaje. De forma similar, cuando los estados modernos expanden su base monetaria lo hacen poniendo más dinero en circulación que sirve para pagar los gastos del Estado. Se estima que el señoreaje aporta un 0,5 % al PIB de la mayoría de los países (Hausmann 1999¹⁷).

¹⁷ Eichengreen and Hausmann (1999) : "Exchange rates and financial fragility", New Challenges for Monetary Policy. Kansas City Federal reserve. Pags. : 329-368.

En la época de los Austria menores, Felipe III en particular, esto tuvo consecuencias catastróficas para la Economía peninsular, aunque no para el conjunto de los dominios de los Habsburgos -a los Países Bajos le benefició, así como a los banqueros alemanes, por ejemplo, como dice Modesto Lafuente en su Historia General de España (1887): «*«La petición de limosnas para el rey de puerta en puerta: «...se nombró algunos consejeros ... acompañados del párroco fuesen por las casas recogiendo lo que cada uno le quería dar, siendo la cantidad mínima que se recibía cincuenta reales. De esta manera en el cuarto año del reinado de Felipe III se pedía limosna de puerta en puerta para socorrer al soberano de dos mundos, y para quien cruzaban los mares tantos galeones henchidos del oro de las Indias»».*

La emisión de monedas de plata con peso inferior al que tenían las monedas en circulación es descrita de la siguiente forma : «*Apuros económicos de los principios del reinado de Felipe III redujeron el erario público a tales estrecheces, que el Estado hubo de arbitrar recursos para salir del atolladero; uno de ellos fue acuñar gran cantidad de monedas de vellón de ley inferior a la que había acuñada por los monarcas anteriores. Sufrió con esta nuestra moneda una gran depreciación en los mercados extranjeros, por lo cual los mercaderes encarecieron las mercaderías y el pueblo quedó frustrado de las ventajas que esperaba por aquella medida económica ...»»*

Sigue Lizcano diciendo que una vez hecha realidad, la Moneda Única Mundial conllevaría una serie de ventajas sustanciales en el contexto socioeconómico internacional:

8. *Desarrollo comercial.* El comercio mundial, con la existencia de una única moneda o instrumento de cambio, se vería impulsado de forma extraordinaria, ya que la operatoria, las condiciones y tipos de contratación, la información más transparente y las negociaciones sobre precios, y por supuesto, los cobros y pagos, se verían radicalmente simplificados o automatizados. Por otra parte, se eliminarían la mayor parte de los *costes de transacción* (creemos que Lizcano se refiere a los costes mencionados por Ronald Coase en su *Teorema de Coase, 1937*¹⁸) a nivel internacional, así como los riesgos y costes de los seguros de cambio, con el consiguiente incremento de la eficiencia económica global y del PIB de los distintos países.

9. *Potenciación de la economía real.* De los dos mercados financieros básicos existentes: el de cambios y el de capitales, la existencia de la MUM conllevaría la desaparición del primero; una vez desaparecidos los mercados cambiarios desaparecerían definitivamente las crisis monetarias internacionales. Ello originaría a medio plazo, además, una importante traslación de recursos

18 Coase, Ronald (1960) : "El problema del costo social". *The Journal of Law and Economics*. Págs : 1-44. www.eumed.net

personales, técnicos, institucionales, empresariales, etc. desde la economía financiera a la economía real, potenciándose así los mercados económicos (bienes y servicios): además, al disminuir adicionalmente el nivel de incertidumbre de la economía real podría aumentar de forma permanente y estable el nivel de confianza económica y empresarial, verdadero motor de la economía nacional e internacional. Estos mercados resultarían más accesibles, por otra parte, a las PYMES, aumentando así el nivel de democratización y participación empresarial en los mismos. Además, se facilitaría la planificación a largo plazo, tanto a las empresas, como a las entidades públicas y no lucrativas que operasen a nivel internacional.

10. *Convergencia, competitividad e integración.* En el terreno macroeconómico la MUM conllevaría una permeabilidad que haría posible una convergencia entre los distintos países en los índices de inflación, de tipos de interés, así como en el nivel de equilibrio y estabilidad presupuestaria, en buena medida apoyada en la mejora de las decisiones económicas derivada de una mejor información, ya que la MUM haría posible un mayor nivel de transparencia y simplicidad en la ingente información económica existente a nivel mundial, así como en las estadísticas económicas internacionales. Además, en un marco más simple, abierto y transparente, los mercados, incluidos los financieros, incrementarían de forma notable su nivel de competencia y por tanto la competitividad de las instituciones que operan en ellos, lo que ayudaría, entre otras cosas, a una disminución de los precios de los bienes y servicios, y a una reducción estable de los tipos de interés, además de crearse unas condiciones más favorables para la integración financiera.

E. PROPUESTA DE RAMÓN TAMAMES.

- La propuesta de Ramón Tamames, Catedrático de Estructura Económica de la Universidad Autónoma de Madrid y Catedrático Jean Monnet de la UE, deriva de la observación de dos procesos de *Eurización* y *Dolarización* que han tenido lugar desde hace un siglo. Tamames nos dice que "en ese ambiente descrito de creciente utilización del dólar y del euro por doquier, se evidencia lo que puede ser una auténtica convergencia hacia la moneda mundial". Sin embargo, no todo son facilidades y hay "numerosos temas a superar, aparte de la coordinación macroeconómica, ya en marcha entre los bancos centrales de EEUU, la UE, Japón, etc". Quizá el tema más espinoso para Tamames es el del Señoraje, al que nos hemos referido en la propuesta del profesor Lizcano, "que contribuye a proporcionar a EEUU su inmenso poderío económico basado en el dólar".

Para establecer una aproximación entre el Euro y el Dólar, creemos que Tamames propugna un sistema de *zonas-meta* (del inglés *target zones*), que sería una aproximación a un tipo de cambio más vinculado entre las dos grandes monedas. Estas zonas-meta podrían ser bandas de fluctuación, como la Serpiente Monetaria del Sistema Monetario Europeo, que tanto la Reserva Federal de los Estados Unidos como el Banco central Europeo se comprometían a defender.

Tamames da a la futura DUM el nombre de *Cosmos*. Este término "además de significar universo en la Grecia clásica, era el término que servía para expresar la belleza del todo". Tamames continúa diciendo que el *cosmos* "será la máxima garantía de estabilidad en el planeta azul, porque como en 1795 anunciara Immanuel Kant, en su *Ensayo sobre la paz perpetua*, las grandes contiendas bélicas sólo desaparecen cuando los vínculos económicos y comerciales sean tan fuertes que ya no pueda correrse el riesgo de romperlos. Y nada más difícil que romper una Unión Monetaria establecida por libre consenso". Recordemos a este respecto que esta idea de Kant fué, quizá, el embrión del Euro al término de la Segunda Guerra Mundial, cuando Jean Monnet propuso a Robert Schuman, entonces ministro de Exteriores francés, la creación de un espacio comercial común para los grandes países europeos que se inició con la "Comunidad Europea del Carbón y el Acero" (ECSC), y que sería respaldada por seis países y firmada en 1951.

F. OTRAS PROPUESTAS : PROPUESTA DE ERIC GLOVER.

- Eric Glover, en un artículo publicado el 20 de Diciembre de 2001 en el semanario francés *Le Courier International*, nos hace una curiosa exposición sobre su versión de una DUM.

Glover constata que el cambio de divisa del Euro contra las principales divisas se mueve entre 0,5 y 2,0 (hemos actualizado los valores a Abril de 2004) : 1,22 contra el Dólar norteamericano ; 1,62 con el dólar australiano ; 0,66 con la Libra Esterlina .. salvo ciertas divisas como el Yen (127,00) o las escandinavas (Corona Sueca 0.1100, Corona Noruega 0.1200). A largo plazo con la implantación progresiva del Euro en Europa, los escandinavos deberían unirse al Euro (a pesar de los "Noes" en los referéndums de Suecia y Noruega y Dinamarca), y sólo nos quedaría Japón para meter esta divisa en la horquilla 0,5-2,0 ... pero esto se solucionaría, según Glover, multiplicando el cruce por 100 (resultado 1,27) y ya tendríamos el Euro/Yen un valor dentro de la horquilla.

Esta convergencia del valor facial de los valores de las divisas supone la convergencia de las economías. La evolución "natural" de estas divisas no mantenidas por cambios artificiales (esto hay que

tomarlo con cierta cautela pues sabemos que, por ejemplo, el Banco de Japón interviene regularmente en los mercados) hacia valores dentro de una horquilla apunta a un nivel de riqueza similar (en términos de PIB) por habitante. La convergencia proviene también de la integración cada vez más importante de estas economías.

Pues bien, dice Glover, esta integración hace necesaria una armonización de las monedas con el objetivo de reducir la excesiva volatilidad. Es decir, estaríamos en una situación similar a la del Sistema Monetario Europeo (SME) donde las divisas podían fluctuar dentro de unas bandas predeterminadas. La horquilla sería casi "natural" entre 0,5 y 2,0 y estaría "vigilada" por los bancos centrales norteamericano, europeo y japonés.

El escollo principal podría ser la preeminencia del Dolar (como lo fué el Marco alemán en el SME) a lo que se opondrían muy probablemente Japón y Europa. Pero, dado que el Dolar sigue siendo la divisa de referencia mundial y que los Estados Unidos tienen en cuenta variables mundiales a la hora de fijar su política monetaria, Europa y Japón no deberían expresar esos temores.

Termina diciendo Glover que estaríamos así, pues, en condiciones de poner en pié un sistema que tendría como objetivo con el tiempo una DUM, utilizada por todos en todo el mundo. Glover denomina a esta DUM *mondialo*.

G. ALGUNAS PROPUESTAS REGIONALES.

- Además de las propuestas de DUM que hemos repasado, existen algunas propuestas o proyectos de uniones monetarias regionales con mayores o menores visos de salir adelante. Todas buscan obviamente los beneficios que hemos mencionado más arriba y que han sido puestos de manifiesto por el Euro (aumento de los flujos comerciales y de inversión entre los miembros de la unión, aumento de las oportunidades para fusiones y adquisiciones empresariales, aumento de la disciplina fiscal, ampliación de los mercados, aumento de la cooperación en el campo político, ...).

Algunos de estos proyectos son :

- existe un proyecto de divisa de Australasia o Trans-tasmánica para los países del continente oceánico. El primer Ministro de Nueva Zelanda decía a finales del año 2000 que una divisa ANZAC (Australia, Nueva Zelanda) podría ser una realidad a medio plazo.

- Domingo Cavallo, ex – Ministro de Finanzas de Argentina, se manifestó como portavoz de quienes defienden la creación de una

moneda común en MERCOSUR (la República Argentina, la República Federativa de Brasil, la República del Paraguay y la República Oriental del Uruguay suscribieron el 26 de marzo de 1991 el Tratado de Asunción, creando el Mercado Común del Sur, MERCOSUR, cuyo objetivo primordial es la integración de los cuatro Estados Partes, a través de la libre circulación de bienes, servicios y factores productivos, el establecimiento de un arancel externo único y la adopción de una política comercial común, la coordinación de políticas macroeconómicas y sectoriales y la armonización de legislaciones en las áreas pertinentes, para lograr el fortalecimiento del proceso de integración).

- Paul Masson, *Senior Advisor* del departamento de Análisis del FMI, ha escrito sobre un proyecto de unión monetaria para los países del Oeste de Africa. El ECOWAS (*Economic Community of West African States*) fue creado en Mayo de 1975. El objetivo del ECOWAS era crear un mercado común que llevara a la creación de un divisa común para los 16 países miembros.

- Unión Monetaria Asiática (en proyecto). Los países miembros del ASEAN (Asociación de Naciones del Sudeste Asiático, que comprende a Indonesia, Malasia, Filipinas, Singapur, Tailandia, Vietnam, Brunei, Laos, Birmania y Camboya), constituyen uno de los mercados regionales más importantes del mundo. En Marzo de 2001 ASEAN constituyó un grupo de trabajo para estudiar la posibilidad de establecer una DUM. El ASEAN reconoce que los países miembros han coexistido más como "buenos vecinos" que como socios comerciales, que les queda camino por recorrer para alcanzar la cooperación monetaria y financiera, y que si quieren usar el modelo de integración de la Eurozona deberían establecer las instituciones apropiadas (como en Europa tenemos el Banco Central Europeo, la Comisión o el Consejo de Ministros).

- Consejo Monetario Centroamericano (CMCA). Creado en 1964 para "promover la coordinación de las políticas de crédito y cambiarias que lleven hacia una Unión Monetaria de Centroamérica". Los países que la integran son Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras y Nicaragua.

- Banco Central para los países del Este del *Caribe* (*Eastern Caribbean Central Bank*). Creada en 1983 y gestiona la divisa de 8 países de la zona (la mayoría ex colonias británicas) : Anguilla, Antigua y Barbuda, Dominica, Granada, Montserrat, St. Kitts and Nevis, St. Lucia, St. Vincent y The Grenadines. El papel del Banco Central es "mantener la estabilidad del Dólar EC y la integridad del sistema bancario para facilitar el crecimiento equilibrado y el desarrollo de los estados miembros".

- Consejo de Cooperación del Golfo (*Gulf Cooperation Council-GCC*). Se creó el 25 de Mayo de 1981 para alentar la coordinación de políticas, la integración y la unidad entre los estados miembros. Los

lazos de unión entre estos estados (Arabia Saudí, Qatar, Bahrein, Oman, Kuwait y los Emiratos Arabes Unidos) son fuertes pues además de la proximidad geográfica, comparten idioma, religión y tradiciones, riqueza proveniente de la extracción y venta de petróleo, y fiscalidad muy baja. Pidieron asesoramiento al Banco Central Europeo para implantar una DUM. El GCC decidió en 2001 establecer un mercado común y una unión económica y monetaria en un futuro próximo.

5. NUESTRA PROPOSICIÓN.

- Nuestra propuesta no es una propuesta original *per se* (ni pretende serlo) pues se ha nutrido de diversas fuentes, pero creemos que puede aportar ideas para cimentar un proceso de creación de una DUM en el futuro.

Las características más relevantes de nuestra propuesta son :

1. EXPERIENCIA DEL EURO : Creemos que muchas de las soluciones de DUM propuestas hasta ahora no son muy realistas. Parece que muchos de aquellos que piden divisas únicas regionales no entienden la profundidad y complejidad de los pilares en los que el Euro fué construido. Antes de adoptar el Euro, los países de la Eurozona pasaron por años de convergencia entre países similares (de más o menos dilatada experiencia democrática y aplicando políticas económicas similares), que comerciaban predominantemente entre ellos, y que se comprometieron a alcanzar una soberanía en forma de unión política.

Hace falta, pues, que se den las condiciones necesarias para que se pueda crear esta divisa única. Harían falta unas premisas que satisficieran a todas las partes implicadas. La *experiencia de laboratorio* que sin duda más nos convence son las condiciones expuestas en el tratado de Maastricht que debieron cumplir los países que ahora integran la Eurozona.

2. EQUIVALENCIA CAMBIARIA : la adopción de una divisa única debería hacerse en varias fases. La primera sería la creación de una divisa única para Europa y los Estados Unidos a un tipo de cambio 1 : 1 ; esta equivalencia ya se alcanzó en el año 2002 y, vista la evolución del cruce EUR/USD hasta la fecha (2 años por debajo de la paridad, 2 años por encima) parece un buen punto de equilibrio. Después se integrarían el resto de divisas "grandes" o *majors* como el Yen japonés y la Libra Esterlina. Como podemos ver en el comentario de la propuesta de Eric Glover, todas las divisas en su cruce contra el Euro fluctúan en una determinada banda entre 0.5 y 2.0.

3. BLOQUES DE DIVISAS REGIONALES : de la misma forma que la globalización y el acercamiento entre las economías simplifica y uniformiza las unidades de medida, es lógico pensar que lo mismo debería ocurrir con las divisas. Parece que la tendencia es, pues, primero la formación de una serie de "*regional currency blocks*" o bloques de divisas regionales para después dar paso a una divisa única. Consecuentemente, nuestra proposición partirá de la integración de las tres divisas (dólar, euro y yen) como paso previo a la DUM, sobre la base de unos lazos comerciales y de inversión fuertes (el 60 % del comercio mundial y la inversión se da entre estas tres zonas).

4. INTEGRACIÓN COMERCIAL : como hemos mencionado de paso en el punto anterior, y como hemos visto en el caso del Euro, es necesario que haya unas relaciones comerciales entre las partes para facilitar el proceso de integración monetaria.

5. PÉRDIDA DE SOBERANÍA ECONÓMICA VERSUS INFLUENCIA INTERNACIONAL : los problemas a solventar son grandes pues una divisa única supone un sólo Banco Central y una sola política monetaria, y más de un país puede considerarse "opado" o bajo el yugo de otro. Es cierto que una unión monetaria lleva a una pérdida de soberanía económica. Pero también es cierto que puede permitir a la unión ejercer una notable influencia en las negociaciones internacionales en materia monetaria, y que, por tanto, pueden salir muy beneficiados los países pequeños.

6. BANCO CENTRAL : partimos de la base que una moneda es una medida de valor que todos los participantes de una economía aceptan; la moneda es la medida del "precio", y esto facilita toda la actividad económica. Cuando el valor de una divisa es puesto en cuestión, es sustituida por otra divisa. Por esto, es necesario que la divisa sea emitida por una institución de reconocido prestigio.

El Fondo Monetario Internacional o el Banco Mundial asumiría el papel de Banco Central. Tendría un carácter independiente del poder político, al estilo de la Reserva Federal de los Estados Unidos o el Banco Central Europeo. El FMI gestionaría la DUM, regularía la oferta monetaria y aseguraría la liquidez sin inflación.

7. IMPULSO AL CRECIMIENTO MUNDIAL : la DUM sería, de algún modo, como una lengua universal, que mejoraría las comunicaciones en el mundo. Eliminaría los problemas de especulación, inestabilidad e incertidumbre y proporcionaría una sólida base para el crecimiento mundial.

8. EFECTO DEMOCRATIZADOR : la DUM sería determinante como catalizador de la promoción de la justicia en el mundo. Hasta ahora, los países con las divisas fuertes (como el dólar norteamericano) o consideradas "más seguras" (véase el Franco Suizo) tenían una ventaja muy importante frente a las más desfavorecidas que se

podían ver más fácilmente afectadas por crisis cambiarias ; en general, los países con divisas débiles suelen sufrir episodios de fragilidad financiera independientemente del régimen cambiario que adopten (Chris Itsede, 2002¹⁹). Nuestra DUM, por tanto, pondría a todos los países en el mismo plano, teniendo un efecto igualador o "democratizador".

9. INTEGRACIÓN MONETARIA Y PLURALIDAD POLÍTICA : aunque las tendencias políticas en el mundo han proliferado, se han multiplicado, la economía y la tecnología se han movido hacia una mayor integración. No hay razón para creer que la integración monetaria en la forma de una DUM no puede coexistir con la pluralidad política, aunque creemos más sencillo que la DUM se implante entre países con experiencia democrática.

10. NOMBRE : llamaríamos a nuestra DUM por un nombre eufónico, que pudiera pronunciarse bien en todo los idiomas. Hemos pensado en llamarla "global", que hace referencia al carácter universal de la divisa, y a su peculiaridad de reunir en una sola todas las realidades monetarias.

6. **RICHARD N. COOPER VERSUS KENNETH ROGOFF**

- Hemos querido en este punto contrastar dos posturas opuestas en cuanto a la conveniencia y oportunidad o no de una DUM - como sabemos Cooper²⁰ defiende la adopción de una DUM (1984), y Rogoff²¹ no lo descarta pero en cualquier caso no lo contempla de momento (2001) -.

Para contrastar estas dos posturas nos apoyaremos en un muy interesante artículo que Rasul Shams del *Hamburg Institute of International Economics* publicó en el año 2002 titulado *Is it time for a world currency?*²². Shams, basándose en la Teoría del Dinero (Theory of World Money), dice que no hay alternativa todavía a un sistema de tipos de cambios flexibles y no se dan, por tanto, las condiciones para que se de una DUM. Sin embargo no descarta que se evolucione, bajo ciertas condiciones, hacia una DUM.

¹⁹ Itsede, Chris O. (2002) : "The challenge of Monetary Union" : Gains and Opportunities, Central Bank of Nigeria. www.cenbank.org

²⁰ Cooper, Richard (1984) : "A monetary system for the future", *Foreign Affairs*. Pags. 166-184.

²¹ Rogoff, Kenneth (2001) : "On why not a global currency". Harvard University. Cambridge MA. www.economics.harvard.edu/~krogoff/AER-May01.pdf

²² Shams, Rasul (2000). "Is it time for a world currency?". Hamburg Institute of International Economics. Hamburg. www.hwwa.de/Publikationen/Discussion_Paper/2002/167.pdf

Dice Shams que una de las características principales de las actuales relaciones internacionales en el ámbito monetario es la indeseada alta volatilidad de los tipos de cambio, y que para ello se han propuesto tres formas de reducirla :

1. estableciendo zonas meta o *target zones* (ya comentadas cuando hemos hablado de la propuesta de Tamames). El objetivo es dejar que las fuerzas del mercado fijen libremente los tipos de cambio pero evitando al a vez desajustes o desalineaciones con respecto a la zona meta.

2. asignando a la política monetaria la función de estabilizar un índice de precios.

3. dar un paso más con respecto a las dos propuestas anteriores, y proponer una divisa única para los principales países industrializados (Cooper).

Lo primero que tenemos que ver es si la volatilidad de los tipos de cambio es fuente de incertidumbre para el comercio y la formación de capital. Así lo mantiene Cooper y por eso propone la medida 3 mencionada en el párrafo anterior, y piensa que la DUM podría ponerse en marcha en 10 ó 20 años. Para llegar a esta conclusión Cooper parte de tres hechos que cree que se verificarán en el futuro (prognosis) :

- las transacciones financieras internacionales aumentarán en el futuro, y, por tanto, el tipo de cambio será aún más importante entonces que ahora para determinar el beneficio del comercio y el retorno de la inversión.

- los *shocks* económicos que puedan ocurrir entre los grandes países industrializados no serán radicalmente asimétricos y los ajustes para gestionarlos no más difíciles de gestionar que los que ocurren dentro de cada uno de los países. Entendemos que para Cooper *shock* es una distorsión del mercado por variables endógenas del sistema financiero (problemas de liquidez en el sistema, quiebra de alguna entidad, descontrol de la inflación, mala gestión de la política monetaria, ...), o exógenas como, por ejemplo, un atentado terrorista.

- los mercados financieros en el futuro serán tan frágiles como lo han sido hasta ahora.

Si tenemos en cuenta estas tres "predicciones" de Cooper, los tipos de cambio flexibles no absorberán convenientemente estos shocks, muy al contrario, serán "transmisores" de los mismos. A medida que aumenten en importancia los shocks financieros los tipos flexibles

serán más perniciosos para el comercio y la inversión. Por tanto, una alternativa sería una DUM.

En el polo opuesto se encuentra Rogoff que en su exposición del *Misterio de la Desconexión de los Tipos de Cambio* ("exchange rate disconnect puzzle") dice que a pesar de la volatilidad de los tipos de cambio flexibles, los efectos de la misma en la economía real no son tan desastrosos como uno podría en principio imaginar. Este misterio o puzzle para Rogoff se resuelve si se incorporan los costes del comercio de bienes en los modelos de comercio internacional ; estos costes incluyen no sólo aranceles y costes de transporte sino también aquellos debidos a diferencias en el idioma, sistemas legales y, posiblemente divisas. Debido a estos costes el consumo de bienes es bajo, por lo que sólo si hubiera movimientos muy grandes en los tipos de cambio tendrían impacto en la economía. Por tanto, "la fluctuación salvaje" (sic) de los tipos de cambio entre grandes economías (por ejemplo Euro y Dolar) no justifica la introducción de una DUM.

Además, Rogoff menciona otra serie de argumentos contra una DUM como son :

- las dificultades de establecer controles en un banco central o autoridad monetaria central en ausencia de un gobierno común
- problemas políticos que pueden aparecer al elegir consejeros del banco central que pongan énfasis en la lucha contra la inflación
- desaparición del tipo de cambio como instrumento para luchar contra la inflación
- posibles reticencias por parte del banco central a la innovación al tratar de mantener su postura monopolística sobre la actividad económica.

Continua Shams diciendo que ni Cooper ni Rogoff basan sus propuestas en una formulación adecuada de la *Teoría del Dinero* (*Theory of world money*) : según ésta, existe una relación directa entre la función monetaria internacional de las diferentes divisas y la parte porcentual que tiene un país en el comercio internacional ; es decir, la evolución del dinero en circulación a nivel internacional depende en el grado de desarrollo y de estructura del comercio internacional y de las operaciones financieras.

Al no poseer una Teoría del Dinero, Shams formula tres principios estructurales para explicar la evolución de las relaciones monetarias a nivel mundial :

- primero, el volúmen de las transacciones internacionales a medida que transcurre el tiempo tiende a aumentar;

- segundo, la economía mundial se desarrolla en ciclos de bonanza-depresión, y
- tercero, la economía mundial está regionalizada (o *clusterizada*), es decir, existen ciertas industrias en ciertos polos (el clásico ejemplo es que Silicon Valley en los US atrae empresas relacionadas con Internet).

Y basándose en estos principios explica tres cuestiones básicas de la economía mundial y el Dinero :

- el Oro precedió a las divisas nacionales a nivel internacional : para justificarlo Shams se basa en su primer principio. A medida que aumentan las transacciones internacionales una moneda puede reemplazar al Oro siempre que la producción de la moneda no sea inflacionista (siempre que "no se de a la máquina de billetes").
- secuencia de divisas nacionales como divisa internacional : Shams aquí se basa en el segundo principio : la Libra y el Dolar fueron utilizadas como divisa internacional cuando sus respectivas economías tuvieron periodos de bonanza y cuando su parte de comercio internacional era la más importante comparativamente.
- la situación actual multi-divisa : estamos asistiendo a un período donde varias divisas corren en paralelo. Shams, utilizando su tercer principio, dice que las tres regiones del mundo más prominentes económicamente son aquellas que tiene como divisas al Dolar, Euro y Yen.

Por tanto, Shams se pregunta si ha llegado el momento de la DUM : Shams dice que dependerá del grado de regionalización del mundo y del grado de interacción entre las economías. Shams, por tanto, lo estima improbable a corto plazo pues se necesitaría una mucho mayor integración de las economías y avance de la globalización. Este movimiento podría llevar a una unificación de las diferentes regiones del mundo.

Por tanto, Shams está de acuerdo con Rogoff (2001) en su defensa del sistema actual multidivisa aunque piensa que no por las razones que él aduce sino más bien, como hemos visto, por la estructura del comercio internacional. Por otra parte Cooper (1999) es demasiado optimista cuando observa que se están dando las condiciones políticas para dar paso a una DUM en una o dos décadas.

Concluye Shams que para que una DUM sea atractiva política y económicamente debe darse una mayor nivel de integración del economía mundial en términos de comercio interregional y transacciones financieras.

7. ARGUMENTOS EN CONTRA DE UNA DIVISA ÚNICA MUNDIAL.

- Vamos a enumerar, en este punto, los argumentos más significativos en contra de una Divisa Única Mundial.

1. los tipos de cambio flexibles permiten a una economía regular circunstancias que pueden ser desestabilizadoras (por ejemplo, un aumento del desempleo), con mecanismos como las devaluaciones.

2. los tipos de cambio fijos imponen un *corsé* que puede ajustarse bien a unos o apretar a otros. La política monetaria adecuada para un país dentro de una unión monetaria puede no ser adecuada para otro.

3. los tipos de cambio flexibles permiten tener a cada país *aquello que se merece*, es decir, la depreciación de una divisa es el resultado de una mala política así como la apreciación el resultado de una buena : así lo juzgan los inversores y actúan en consecuencia comprando o vendiendo la divisa.

4. el Banco Central Mundial podrá emitir tanto volumen de la divisa única como quiera y, por tanto, "abrirá el grifo" de una inflación mundial ilimitada, que no podrá verificarse ni por crisis de balanza de pagos o caídas en la cotización de la divisa.

5. la unión monetaria, en última instancia, llevaría a unión política, y, por tanto, a entregar los órganos que deciden el futuro de un país a un tercero.

8. **CONCLUSIÓN**

- En este Trabajo hemos intentado dar argumentos, desde distintos puntos de vista, a favor de la creación de una Divisa Única Mundial. Creemos que los argumentos a favor tienen más peso que los en contra, y que para sacar adelante el proyecto, además, debe haber una clara voluntad política.

Estamos de acuerdo con Paul Volcker, ex-Presidente de la Reserva Federal de los Estados Unidos, cuando dice²³ que "si queremos tener una verdadera economía global, tiene sentido que tengamos una divisa única global". Además, los éxitos cosechados por el Euro, paradigma de la divisa única, deberían servir como ejemplo para que en otras zonas del planeta, donde ya hay lazos comerciales importantes y sistemas de gobierno democráticos, se planteen crear divisas regionales como paso previo a la DUM.

²³ Volcker, Paul (2000) : "A global economy requires a global currency", *The New York Times*, February 2000.

Como ya hemos apuntado más arriba, creemos que además de los beneficios puramente económicos, la DUM puede ser un peldaño en la escalera de la lucha contra la inestabilidad y la desigualdad.

8. **BIBLIOGRAFÍA**

Bank for International Settlements (2001). "Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity". Basel. www.bis.org/publ/rpfx02.htm

Coase, Ronald (1960) : "El problema del costo social". *The Journal of Law and Economics*. Págs : 1-44. www.eumed.net

Cooper, Richard (1984) : "A monetary system for the future", *Foreign Affairs*. Pags. 166-184.

Cordeiro, José Luis (2000). "Seis propuestas para rehacer Venezuela". Capítulo 3: Reforma Monetaria y Fiscal. www.cordeiro.org

Corden, W. M. (1972) : "Monetary Integration", *Essay in International Finance*, Nr. 93, Princeton University, Princeton, 1972

Eichengreen and Haussmann (1999) : "Exchange rates and financial fragility", *New Challenges for Monetary Policy*. Kansas City Federal reserve. Pags. : 329-368.

Focus, "Interview : DIW-Chef Zimmermann", *Focus*, Nr. 10/26 de Febrero de 2004, página 66.

Friedman, Milton (1953). "The case for flexible exchange rates". *Essays in positive economics*. University of Chicago Press. Chicago

International Monetary Fund (April 2004). "How the IMF promotes global economic stability". Washington. www.imf.org/external/np/exr/facts/globstab.htm

Itsede, Chris O. (2002) : "The challenge of Monetary Union" : Gains and Opportunities, Central Bank of Nigeria. www.cenbank.org

Mundell, Robert A (1961) : "A theory of Optimum Currency Areas", *American Economic Review*, págs. 509-517.

Mundell, Robert A (1995) : The works of Robert A. Mundell. www.robertmundell.net

Rogoff, Kenneth (2001) : "On why not a global currency". Harvard University. Cambridge MA. www.economics.harvard.edu/~krogoff/AER-May01.pdf

Shams, Rasul (2000). "Is it time for a world currency?". Hamburg Institute of International Economics. Hamburg.
www.hwwa.de/Publikationen/Discussion_Paper/2002/167.pdf

South African Reserve Bank (2002) : "What is financial stability". www.reservebank.co.za

Tamames, Ramón (2003). "Sobre uniones monetarias (I). La eurización". Estrella digital. www.estrelladigital.es

Tamames, Ramón (2003). "Uniones Monetarias (y II)". Estrella digital. www.estrelladigital.es

The Economist, "Be ready for the phoenix", 9 de Enero de 1988, págs. 9-10, 74-75.

Toribio, Juan José (1999) : "Las finanzas del futuro : ¿cuántas monedas existirán en el siglo XXI?". *Revista de Antiguos Alumnos del IESE*. Número 75, Septiembre 1999. www.ee-iese.com

Volcker, Paul (2000) : "A global economy requires a global currency", *The New York Times*, February 2000.

ANEXO 1 : TABLAS DE LA ENCUESTA TRIANUAL DEL BIS (BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS).

- Hemos querido meter estas tablas en la última parte de nuestro estudio, junto con algunos comentarios propios, para que el lector tenga una idea de las magnitudes que suponen los volúmenes de operaciones cruzados en los mercados de divisas y de Derivados financieros. Si la Divisa Única Mundial llega a ser una realidad, la mayoría de las operaciones que aparecen en estas tablas desaparecería y, con ellas, los beneficios y/o costes que suponen para gobiernos y operadores varios de los mercados financieros.

El BIS viene elaborando desde 1995 un informe muy exhaustivo de los volúmenes que se manejan en los mercados de divisas tanto en los productos llamados Tradicionales (spot, swap de divisa, seguros de cambio) como en Derivados OTC (opciones, swaps, forwards) ; este informe lleva por título "*Triennial Central Bank Survey - Foreign Exchange and Derivatives Market Activity*". El último informe disponible es el de 2001 y, por tanto, este año 2004 se elaborará otro. A continuación de los comentarios al estudio del 2001, nos hemos atrevido a adelantar cuáles podrían ser las tendencias que podría reflejar el estudio del 2004 que debería publicarse en el primer trimestre del año 2005.

En el informe de 2001 se muestra una caída importante de los volúmenes en los mercados de cambio de divisas así como en los Derivados OTC. Aún así, las cifras son espectaculares : el volumen diario en Abril de 2001 en productos *Tradicionales* era de USD 1.2billones (europeos, no norteamericanos) que suponía un descenso del 19 % comparado con Abril de 1998. En la parte de *Derivados OTC* el volumen diario era de USD 1.4billones lo que suponía un descenso del 10 % comparado con Abril de 1998. En

Abril de 1998 el aumento de los volúmenes con respecto a 1995 se multiplicó por cuatro ...

El descenso de los volúmenes en 2001 se debe a varios factores de los que destacan dos : la entrada en la escena del Euro que redujo el número de divisas, y la reducción de la tolerancia al riesgo por parte tanto de instituciones financieras como de clientes que siguió a las crisis financieras que se vivieron en Asia, Rusia y los Estados Unidos en 1998.

Un aspecto muy interesante que destaca este Informe, es que la tipología de contrapartida ha variado desde 1998. Al parecer aumenta la importancia (por volumen de actividad y número de operadores) de la actividad del número de Asset Managers o Gestoras de Activos. También disminuye la importancia de los Fondos Apalancados o Hedge Funds debido a la creciente desconfianza de los inversores en estos vehículos desde la quiebra del fondo norteamericano Long Term Capital Management.

A continuación exponemos las tablas resumen de los dos grupos (Foreign Exchange y Derivados OTC) :

Global foreign exchange market turnover ¹					
Daily averages in April, in billions of US dollars					
	1989	1992	1995	1998 ²	2001
Spot transactions	317	394	494	568	387
Outright forwards	27	58	97	128	131
Foreign exchange swaps	190	324	546	734	656
Estimated gaps in reporting	56	44	53	60	26
Total "traditional" turnover	590	820	1,190	1,490	1,200
<i>Memo: Turnover at April 2001 exchange rates³</i>	<i>570</i>	<i>750</i>	<i>990</i>	<i>1,400</i>	<i>1,200</i>

¹ Adjusted for local and cross-border double-counting. ² Revised since the previous survey. ³ Non-US dollar legs of foreign currency transactions were converted from current US dollar amounts into original currency amounts at average exchange rates for April of each survey year and then reconverted into US dollar amounts at average April 2001 exchange rates.

Table B.1

Global turnover in OTC derivatives markets									
Daily averages in billions of US dollars									
	Total			Foreign exchange ¹			Interest rate ²		
	April 1995	April 1998	April 2001	April 1995	April 1998	April 2001	April 1995	April 1998	April 2001
Total reported gross turnover	1,368	1,988	2,168	1,114	1,573	1,356	254	415	812
Adjustment for local double-counting ³	-206	-306	-306	-161	-235	-170	-45	-71	-136
Total reported turnover net of local double-counting ("net-gross")	1,162	1,682	1,862	953	1,338	1,186	209	344	676
Adjustment for cross-border double-counting ³	-323	-458	-520	-265	-379	-333	-58	-79	-187
Total reported net-net turnover	839	1,224	1,342	688	959	853	151	265	489
with reporting dealers	529	763	826	427	614	503	102	150	323
local	207	306	305	162	235	170	45	71	135
cross-border	322	457	520	265	379	333	57	78	187
with other financial institutions	181	267	376	149	178	235	32	89	142
local	90	125	161	74	79	105	16	46	57
cross-border	91	142	215	75	99	130	16	44	85
with non-financial customers	129	193	140	111	166	115	17	27	25
local	88	125	89	76	108	75	12	16	15
cross-border	41	68	50	35	58	40	5	10	10
Estimated gaps in reporting ⁴	41	39	45	32	29	22	9	10	23
Estimated global turnover	880	1,265	1,387	720	990	875	160	275	512
<i>Memo:</i>									
<i>Turnover at April 2001 exchange rates</i>	710	1,170	1,387
<i>Exchange-traded products⁵</i>	1,222	1,373	2,179	17	12	10	1,205	1,361	2,169

¹ Including outright forwards and foreign exchange swaps. ² Single currency contracts only. ³ Made by halving positions vis-à-vis other local reporting dealers and other reporting dealers abroad respectively. ⁴ Estimates have been prepared for less than full coverage of derivatives market activity in the reporting countries. ⁵ Sources: FOW TRADEdata; Futures Industry Association; various futures and options exchanges.

Table C.1

Sin querer hacer un análisis pormenorizado y sin contar con datos totalmente fiables, para el informe que de 2004 nos atrevemos a vaticinar lo siguiente :

1. Los Fondos de Inversión se han hecho en los últimos años con una buena parte del mercado de divisas. Estos gestores contratan no sólo a profesionales de los mercados financieros o físicos y matemáticos, sino también a periodistas, expertos en geopolítica, sociólogos, ... que les puedan ayudar a tomar una "posición" (comprar o vender una determinada divisa) con garantía de éxito. Atrás parecen haber quedado los tiempos de desconfianza en estos vehículo financieros.

Los grandes bancos internacionales cuentan entre sus clientes con tres tipos de Fondos de inversión :

- *Hedge Funds o Fondos Apalancados* : son fondos puramente especulativos. Suelen basar su operativa en un fuerte

apalancamiento y tienden a utilizar los derivados financieros para cubrirse.

- *CTAs (Commodity Trading Advisor) o Black Box* : basan su operativa en modelos matemáticos que señalan puntos de "entrada" (compra) y "salida" (venta) de una determinada posición. Suelen utilizar futuros de mercados organizados (por ejemplo del Chicago Board of Trade) y no OTCs (derivados a medida y que no se contratan en mercados organizados).

- *Real Money* : son quizá los más transparentes dentro de la opacidad informativa que suele caracterizar a los Fondos de inversión. Son Gestoras de Fondos (de Bancos, de Compañías de Seguros) y Fondos de Pensiones (Pension Funds).

2. Disminución de la actividad de las entidades financieras. Quizá la razón hay que buscarla en el aumento del volúmen de operativa con clientes y disminución considerable de las actividades de especulación (Trading), y en un aumento de la aversión por el riesgo. En los departamentos de Tesorería se ha invertido el ratio Trading/Distribución de 90/10 a un actual 70/30 ; esto es así porque las instituciones financieras priman los ingresos estables (de clientes o Distribución) antes que los inestables (Trading).

Otra razón que se aduce para justificar la reducción de la operativa de las instituciones financieras es la futura implementación (se espera que en 2006) de las nuevas normas de medición del Riesgo que propugna el Banco Internacional de Pagos (BIS), el proyecto llamado "Basilea II" ; éste acuerdo es uno de los desarrollos más importantes en la regulación de la industria de los servicios financieros globales, y se espera que tenga un impacto enorme en la manera que gestionan su operativa las empresas de servicios financieros.

En cuanto a la provisión de liquidez por banco de las instituciones financieras en los mercados de divisa, hay un hecho que se ha venido produciendo desde la entrada del Euro, y es que aquélla se ha "estratificado". Con esto queremos decir que en los mercados de divisas las instituciones se podrían clasificar, en cuanto a poder proveer de liquidez al mercado, de más a menos en tres estratos :

- *primer nivel* : creadores de mercado o "market makers". Son la primera referencia a nivel mundial para los precios de instrumentos en divisa. Lo forman un grupo aproximado de 30 bancos. Operan en cualquier importe, por grande que sea, y las 24 horas del día. Un ejemplo es Citibank.

- *segundo nivel* : se nutren de los precios del primer nivel. Son instituciones financieras de gran envergadura pero que por el

tamaño o por política de su Consejo de Administración, no pueden o quieren estar en el primer nivel. Un ejemplo es BSCH.

- *tercer nivel* : son las instituciones financieras que son "clientes" de los dos anteriores. No pretenden competir con el primer ni segundo nivel sino cubrir a sus propios clientes ; por esta razón los precios suelen ser algo peores que en el primer o segundo nivel. Un ejemplo de institución en este tercer nivel es Bancaja.

3. Adquiere un protagonismo creciente la Banca Privada. La Banca, en su afán por buscar rentabilidad en todos los segmentos, ha desarrollado de forma importante el tramo de Rentas Altas. La mayoría de los grandes bancos tiene un equipo de especialistas que cubre las necesidades de particulares en el mercado de divisas. Los particulares tienen cada vez más "cultura financiera", lo que implica: poder "subastar" los precios (llamar a varias contrapartidas y hacer la operación con el que mejor precio dé), un mayor conocimiento de los instrumentos financieros, saber interpretar las cifras macroeconómicas, adquieren herramientas de software que permiten medir el riesgo con precisión ...

4. Disminución del número de intermediarios financieros (brokers), bien por operaciones de fusiones o adquisiciones, o por desaparición de los mismos por disminución de la operativa de mercado. La aparición del Euro siguió haciendo merma en estos actores.

5. Disminución de la operativa tradicional (por teléfono) y aumento de las Plataformas de Contratación por Internet. Estas plataformas que no tienen coste alguno permiten al usuario contratar operaciones con tan sólo "un *click* en el ratón del PC".

6. Entrada en escena de nuevas divisas, poco utilizadas hasta ahora. Esto se debe a dos factores:

a. la desaparición de las 11 divisas europeas hace que los operadores de divisas busquen fuentes alternativas de posibles ingresos. Esto posibilita que divisas que hasta entonces no se consideraban entren en escena. Es ilustrativo que los bancos tomen posiciones especulativas en Renmimbi Chino o Ringgit Malayo.

b. la entrada en escena de antiguos países del Este y el consiguiente aumento de los intercambios comerciales con éstos, disparan la operativa en divisa con ellos. Así aumentan las operaciones en Corona Checa, Zloty Polaco, ...

De igual modo adquieren protagonismo creciente un grupo de cinco países con un potencial comercial muy fuerte. Se trata de los llamados *BRICS* (Brasil, Rusia, India, China y Sudáfrica). En el caso de los Bancos y Cajas españoles, éstos aumentan sus posiciones en las divisas de aquellos países también por "acompañar" a sus clientes en operaciones comerciales o de compra-venta de sociedades.

7. Aumento de las operaciones transatlánticas de compra-venta de empresas. La Globalización, que ha traído la búsqueda de nuevos mercados y, por tanto, la concentración de éstos en pocos nombres en la mayoría de los sectores económicos, ha propiciado las operaciones de compra venta de empresas a nivel intercontinental. Son ejemplos de ésto la compra de la operativa latinoamericana de la norteamericana BellSouth por Telefónica, o la compra de YPF por parte de Repsol.

ANEXO 2 : Yen y Yuan.

- Leemos en el ciberdiario *Economista Digital* del 6 de Abril de 2004 que China se ha convertido en el tercer importador mundial (sólo detrás de los Estados Unidos y Alemania), y en el cuarto exportador (detrás de los Estados Unidos, Alemania, y Japón).

Dos días antes, el prestigioso economista Jeffrey Sachs en un artículo en *El País* nos decía que la ventaja tecnológica entre los Estados Unidos y los países BRICS (Brasil, Rusia, India, China y

Sudáfrica) disminuirá en los próximos años. En concreto, Sachs nos dice que China tendrá una economía mayor que la de los Estados Unidos en 25 años y posiblemente un 50 % mayor en 2050. Por otra parte, China e India cuyas poblaciones sumadas suponen el 40 % de la población mundial, empezarán a desempeñar papeles mucho más importantes a escala mundial.

Como vemos en el gráfico, el banco de inversión norteamericano Goldman Sachs estima que China seguirá con un crecimiento imparable (en 2004 un 9,5 %), bastante por encima de los crecimientos estimados para las primeras economías occidentales.

(percentage change, unless otherwise indicated)
per capita GDP at 2002: US\$ 963
Total population at 2002: 1284.5 mn

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003F	2004F	2005F
REAL SECTOR													
GDP by expenditure (at 1990 prices)													
GDP	13.5	12.7	10.5	9.6	8.8	7.8	7.1	8.0	7.5	8.0	9.1*	9.5	9.2
Private consumption	11.7	5.0	9.7	10.1	5.4	8.5	10.6	9.4	4.5	4.8	5.6	9.3	10.0
Government consumption	14.1	5.3	-5.1	8.3	8.0	11.4	13.7	12.8	8.5	5.2	7.0	7.0	7.0
Fixed investment	25.4	14.8	12.7	10.4	5.9	11.8	9.7	10.2	10.2	12.3	19.0	16.4	12.0
Domestic demand	17.7	7.6	9.5	8.4	5.2	7.8	9.6	8.4	8.0	7.2	11.2	12.0	10.5
Net exports (contribution to growth)	-4.0	4.9	1.2	1.4	3.9	0.6	-1.8	0.0	-0.1	1.1	-1.5	-2.1	-1.2
Exports (G&S)	13.3	31.6	22.1	16.4	20.4	2.1	8.3	27.7	5.3	19.6	30.0	18.0	15.0
Imports (G&S)	40.0	2.4	18.1	11.6	4.5	-0.2	22.3	35.0	6.9	18.8	41.5	25.7	18.5
GDP by Industry													
Agriculture & resources	4.7	4.0	5.0	5.1	3.5	3.5	2.8	2.4	2.8	2.9	2.5	4.2	4.8
Industry	19.9	18.4	13.9	12.1	10.5	8.9	8.1	9.4	8.4	9.8	12.5	11.0	9.8
Manufacturing	20.1	18.9	14.0	12.5	11.3	8.9	8.5	9.8	8.7	10.0	12.6	10.9	10.0
Construction	18.0	13.7	12.4	8.5	2.6	9.0	4.3	5.7	6.8	8.8	11.9	8.2	7.5
Services	10.7	9.6	8.4	7.9	9.2	8.3	7.7	8.1	8.4	7.5	6.7	9.4	9.8
Goldman Sachs China Activity Index (GSCA)	9.5	9.5	8.1	5.5	5.2	3.6	5.9	8.0	6.9	9.1	10.7	—	—
PRICES													
CPI inflation (period average)	14.7	24.1	17.1	8.3	2.8	-0.8	-1.4	0.4	0.7	-0.8	1.2	3.8	4.1
CPI inflation (period end)		25.5	10.1	7.0	0.4	-1.0	-1.0	1.5	-0.3	-0.4	3.2	3.8	4.4
GDP deflator (period average)	14.6	19.8	13.2	5.9	0.8	-2.4	-2.2	0.9	1.2	-0.3	2.0	3.8	4.1
GOVERNMENT FINANCE (as percent of GDP)													
General government consolidated balance	-0.8	-1.2	-1.0	-0.8	-0.8	-1.2	-2.1	-2.8	-2.6	-3.0	-3.0	-2.6	-2.2
Expenditure	13.4	12.4	11.7	11.7	12.4	13.8	16.1	17.8	19.4	21.0	21.1	20.4	19.8
Revenue	12.6	11.2	10.7	10.9	11.6	12.6	14.0	15.0	16.8	18.0	18.2	17.9	17.6
Public debt	22.3	27.6	26.5	27.1	27.2	32.2	33.7	33.3	34.5	35.7	33.7	32.4	
Domestic	2.9	2.7	3.7	4.7	6.2	7.0	12.7	14.8	15.7	17.4	18.9	19.7	20.1
Foreign	18.7	23.0	21.0	20.4	19.9	18.8	17.6	16.2	14.5	13.5	13.2	10.9	9.7
EXTERNAL SECTOR (US\$bn unless otherwise indicated)													
Current account balance	-11.9	7.7	1.6	7.2	29.7	29.3	15.7	20.5	17.4	35.4	23.4	6.8	-0.4
(as percent of GDP)	-2.0	1.4	0.2	0.9	3.3	3.1	1.6	1.9	1.5	2.8	1.7	0.4	0.0
Exports	92	126	154	181	216	218	234	299	318	388	505	607	706
Imports	104	119	153	174	186	189	219	278	301	352	482	600	707
Capital and financial account	23.5	32.6	38.7	40.0	23.0	-6.3	7.6	1.9	34.8	32.3	93.1	113.2	72.4
Foreign direct investment	23.1	31.8	33.8	38.1	41.7	41.1	37.0	37.5	37.4	46.8	48.0	67.5	50.0
Portfolio, net	3.1	3.5	0.8	1.7	6.8	-3.7	-11.2	-4.0	-19.4	-10.3	10.0	20.0	20.0
Other capital flow	—	—	—	—	-25.5	-43.7	-18.1	-31.5	16.9	-4.1	35.1	25.7	2.4
Net errors and omissions	-8.8	-9.8	-17.8	-15.6	-17.0	-16.6	-14.8	-11.9	-4.9	7.8	45.0	0.0	0.0
Overall balance (as percent of GDP)	0.3	5.6	3.2	3.9	4.0	0.7	0.9	1.0	4.0	6.0	11.5	7.1	3.6
MONETARY & FINANCIAL SECTOR													
													Latest in bold
Money Supply M2	37.3	34.5	29.5	25.3	19.6	14.8	14.7	12.3	17.6	16.9	19.6	19.4	(Feb)
Domestic Credit	—	23.8	23.7	24.5	18.5	20.0	12.1	10.8	7.1	37.5	19.5	19.5	(Dec)
Stock price index (Shanghai composite)	41.6	-35.7	-0.5	19.2	54.1	6.3	9.9	37.3	2.3	-19.6	-6.0	10.8	(Feb)
Lending rate (3m)	—	10.26	10.53	10.11	9.49	6.44	4.07	3.51	3.51	3.02	2.97	2.97	(Feb)
Deposit rate	2.53	3.15	3.15	2.62	1.91	1.58	1.18	0.99	0.99	0.74	0.72	0.72	(Feb)
Memo items													
Forex reserves (US\$ bn)	21	52	74	105	140	145	155	166	212	286	448	417	(Jan)
months of imports	2.4	5.4	6.7	9.1	11.8	12.4	11.2	8.8	10.5	11.6	11.7	12.1	(Jan)
Exchange rate (eop)	5.80	8.45	8.32	8.33	8.31	8.28	8.28	8.28	8.28	8.28	8.28	7.51	7.40
REER (period average)	87.8	69.0	76.7	86.1	93.5	101.4	94.3	95.3	101.0	98.6	92.2	89.6	90.2

Note*: 2003 real GDP growth is the actual number. GDP growth by components for 2003 are GS estimates.

Source for this table and the cover page table: CEIC, Goldman Sachs Research estimates.

China, como vemos, ocupará una plaza de relevancia en la economía mundial en breve. Sin embargo, su divisa no refleja aún esta realidad pues el Banco central ejerce un control férreo sobre la

divisa (el Yuan o Renmimbi) y su cambio está fijado al Dólar norteamericano desde 1994. Desde 1997 tiene un cambio fijo de 8.3 contra el dólar y puede fluctuar en una banda de +/- 0.3 %.

Mucho se ha hablado de la posibilidad de que China deje su divisa fluctuar libremente y liberalizar las inversiones pero, como apunta Rob Subbaraman del banco norteamericano Lehman Brothers, no lo hace por tres razones :

- China tiene un sector financiero débil : si se liberalizaran las inversiones, habría un éxodo del ahorro doméstico y un aumento del crédito (lo que podría suponer un aumento de la morosidad).
- Grandes desequilibrios sociales : la apreciación de la divisa fomentaría la importación de productos agrícolas lo que podría provocar revueltas sociales.
- China tiene dos ases políticos en la manga : su poder de intermediación con Corea del Norte, y debido a su ingente cantidad de reservas de divisas (según el cuadro que vemos arriba ascienden a USD 417,000mio en Enero de 2004), su posición privilegiada como uno de los principales inversores en deuda norteamericana.

Sin embargo, Subbaraman piensa que China tiene presión para abrir sus mercados para poder competir más abiertamente (debido a su creciente internacionalización), y para ello, está implementando ya medidas como :

- dar la posibilidad a las empresas de tener una parte de la divisa extranjera en vez de entregarla al banco central.
- Permitir que ciertas compañías extranjeras se financien en China
- Permitir que algunas compañías aseguradoras chinas inviertan en deuda de los Estados Unidos.
- Permitir que los ciudadanos chinos viajen al extranjero y que puedan llevar mayor cantidad de dinero

Subbaraman estima, pues, que para este año hay dos posibles escenarios : una ampliación de la banda de +/- 0.3 % a +/- 5 %, o una revaluación del 10 %. Y esto podría significar un paso más hacia la libre flotación del Yuan.

China será (podemos decir es) una economía crucial para entender la nueva realidad de este siglo, y económicamente, será al lado de Japón, la otra gran fuerza asiática. La convivencia de la economía planificada con los sistemas de gestión capitalista y su creciente internacionalización, puede tener dos consecuencias opuestas : la desaparición del sistema comunista y el paso a una economía de mercado, o la quiebra total del sistema. Si suponemos que nos encontraremos con la primera de ellas, tiene sentido que la creciente importancia en el mundo de China se materialice en unos

años en la libre flotación de su divisa. Como la importancia de una divisa depende de varios factores (importancia del volumen de relaciones comerciales, credibilidad internacional, solvencia del sistema financiero ...), y China los va cumpliendo poco a poco, creemos que habrá que contar muy seriamente con China si se quiere avanzar hacia una DUM.

ANEXO 3 : El Consenso de Copenhague

- "Si el mundo decidiera disponer de, por ejemplo, USD 50,000mio para luchar contra los problemas del mundo, ¿por dónde empezaríamos?" Esta es la pregunta que se plantea el Consenso de Copenhague (*Copenhagen Consensus*) o CC. El objetivo que se persigue es priorizar los medios limitados de que se disponen para luchar contra los problemas que tiene el mundo.

Para ello se han determinado los diez problemas que más preocupan, y se ha pedido a diez autores especializados que expongan los problemas y sus ideas sobre cómo combatirlos. Estos textos serán analizados y priorizados por un panel consistente en nueve de los mejores economistas del mundo (cuatro de ellos Premios Nobel) en un Foro que tendrá lugar en Copenhague (Dinamarca) del 24 al 28 de Mayo de 2004. Se busca, pues, que el *ranking* o lista de soluciones propuestas sirva de guía a los gestores (políticos, economistas, sociólogos, ...) de todo el mundo

Los 10 problemas a tratar son :

- cambio climático
- enfermedades contagiosas
- conflictos
- educación
- inestabilidad financiera
- corrupción y reglas de buen gobierno (*governance rules*)
- desnutrición y hambre
- población : emigración
- sanidad y agua
- subsidios y barreras comerciales

Como vemos uno de los problemas es la Inestabilidad Financiera. El experto elegido por el CC para este campo ha sido Barry Eichengreen, de la Universidad de California. Eichengreen propone cuatro soluciones para combatir en este campo : volver a regular (*re-regulate*) los mercados financieros domésticos, volver a imponer controles al flujo de capitales, buscar una solución internacional al problema del *mismatch* (pasivos del balance en divisa extranjera y activos en divisa local) de los balances bancarios de los países en vías de desarrollo (PVD), e implantar una DUM.

Eichengreen dice que una DUM eliminaría el riesgo de *mismatch* citado anteriormente. Continúa este autor diciendo que eliminar las crisis financieras aportaría un beneficio de 0,7 % de PIB anual a los PVD. Como coste de adaptación a la DUM sólo tendrían un 0,1 % del PIB. Por tanto, para un coste total de USD 16,000mio el beneficio sería de USD 107,000mio. Como las crisis bancarias a menudo son provocadas por las crisis monetarias, podemos asumir que los beneficios podrían ser incluso superiores.

Sin embargo, Eichengreen dice que hay barreras significativas a la implantación de la DUM, pues en el mundo, a diferencia de la Eurozona, no hay suficiente integración política ni instituciones que controlen a un posible Banco Central Mundial.

Como hemos dicho al principio de este Anexo, la propuesta de Eichengreen sobre la DUM será una más entre las cincuenta aproximadamente entre las que tendrán que pronunciarse estos nueve economistas de prestigio.

La lista definitiva de las soluciones a los diez problemas planteados se darán a conocer en rueda de prensa al término de la reunión.