



BANCO INTERAMERICANO DE DESARROLLO

DEPARTAMENTO DE INTEGRACIÓN Y PROGRAMAS REGIONALES



Instituto para la Integración
de América Latina y el Caribe

ITD

División de Integración, Comercio
y Asuntos Hemisféricos

La coordinación macroeconómica y la cooperación monetaria, sus costos, beneficios y aplicabilidad en acuerdos regionales de integración

SEGUNDO CONCURSO DE ENSAYOS



La coordinación macroeconómica y la cooperación monetaria, sus costos, beneficios y aplicabilidad en acuerdos regionales de integración

SEGUNDO CONCURSO DE ENSAYOS
PREMIO INTAL



Abril 2004
Documento de Trabajo 17

El Instituto para la Integración de América Latina y el Caribe (INTAL) y la División de Integración, Comercio y Asuntos Hemisféricos (ITD) del Departamento de Integración y Programas Regionales del BID han programado una serie de publicaciones en forma conjunta:

DOCUMENTOS DE TRABAJO

Estudios técnicos, revisados por árbitros externos, de significativa contribución a las investigaciones realizadas en el área del comercio y la integración.

DOCUMENTOS DE DIVULGACIÓN

Artículos, disertaciones, reproducción autorizada de trabajos publicados en diferentes medios y otros estudios de potencial interés para el público en general.

Departamento de Integración y Programas Regionales

Nohra Rey de Marulanda	Gerente, Departamento de Integración y Programas Regionales
Robert Devlin	Subgerente, Departamento de Integración y Programas Regionales
Peter Kalil	Jefe, División de Integración Comercio y Asuntos Hemisféricos, INT
Juan José Taccone	Director, Instituto para la Integración de América Latina y el Caribe, INT

Banco Interamericano de Desarrollo
Departamento de Integración y Programas Regionales

Instituto para la Integración de América Latina y el Caribe BID - INTAL
Esmeralda 130, pisos 16 y 17 (C1035ABD) Buenos Aires, Argentina - <http://www.iadb.org/intal>

División de Integración, Comercio y Asuntos Hemisféricos
1300 New York Avenue, NW. Washington, D.C. 20577 Estados Unidos - <http://www.iadb.org/int>

Las opiniones expresadas pertenecen a los autores y no necesariamente reflejan la posición oficial del BID y/o INTAL-ITD, o de sus países miembros.

Impreso en Argentina

Instituto para la Integración de América Latina y el Caribe
La coordinación macroeconómica y la cooperación monetaria, sus costos, beneficios y aplicabilidad en acuerdos regionales de integración.
Segundo Concurso de Ensayos PREMIO INTAL
1ª ed. - Buenos Aires: BID-INTAL, 2004.
188 p.; 28 x21 cm.

I.S.B.N. 950-738-178-3

1. Integración Económica. I. Título.
CDD 336.1

US\$ 5.00

Edición:
Susana Filippa

INDICE

PRÓLOGO

PRIMER PREMIO:

¿UNA MONEDA COMÚN?: NUEVAS EVIDENCIAS PARA AMÉRICA LATINA	1
<i>Mauricio de la Cuba y Diego Winkelried</i>	

MENCIONES ESPECIALES:

UNIÃO MONETÁRIA PARA ARGENTINA E BRASIL: UMA ANÁLISE EMPÍRICA	33
<i>Igor Barenboim</i>	
MACROECONOMIC COORDINATION AND MONETARY COOPERATION: COSTS, BENEFITS AND APPLICABILITY IN REGIONAL INTEGRATION PROCESSES	69
<i>Louis Bertone</i>	
LA COORDINACIÓN MACROECONÓMICA Y LA COOPERACIÓN MONETARIA: SUS BENEFICIOS, COSTOS Y APLICABILIDAD EN ACUERDOS REGIONALES DE INTEGRACIÓN	107
<i>Alejandro Jacobo</i>	
HACIA UNA UNIÓN MONETARIA SUDAMERICANA	139
<i>James Loveday Laghi</i>	

~~~

*Todos los trabajos se presentan en su idioma original y las Menciones Especiales se han ordenado alfabéticamente por autor.*



## PRÓLOGO

### SEGUNDO CONCURSO DE ENSAYOS PREMIO INTAL

El Concurso de Ensayos Premio INTAL es llevado a cabo por el Instituto para la Integración de América Latina y el Caribe (BID-INTAL), con el apoyo y coordinación técnica de la División de Integración, Comercio y Asuntos Hemisféricos (ITD). Este Concurso está destinado a profesionales y/o académicos cuyos trabajos puedan constituirse en una contribución al estudio de los procesos de integración regional para América Latina y el Caribe. El tema de la convocatoria del II Concurso de Ensayos Premio INTAL fue: **"La coordinación macroeconómica y la cooperación monetaria: sus costos, beneficios y aplicabilidad en acuerdos regionales de integración"**.

En la década de los años noventa se observó un resurgimiento de los esfuerzos regionales de integración en América Latina y el Caribe. Adicionalmente al lanzamiento de nuevas áreas de libre comercio, se renovaron los esfuerzos por avanzar en acuerdos de integración tradicionales en Centroamérica, el Caribe y en los países andinos y se lanzó el nuevo proyecto del Mercado Común del Sur (MERCOSUR). Las relaciones con el mercado norteamericano se vieron fortalecidas con el ingreso de México al Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN), la profundización de los logros de la Iniciativa de la Cuenca del Caribe (ICC) y los avances en el Área de Libre Comercio de las Américas (ALCA). Todas estas iniciativas junto a los procesos de liberalización unilateral contribuyeron al fuerte crecimiento del comercio intra e interregional de años recientes, provocando una importante interdependencia comercial entre los países de la región y el hemisferio.

Con el aumento de la interdependencia comercial y los objetivos de profundización de la integración, ha tomado relevancia la coordinación macroeconómica y la cooperación monetaria (CMyCM) dentro del debate regional de políticas. Por ello, los ensayos que participaran en el Concurso deberían contribuir a responder los siguientes interrogantes generales: (i) ¿Cuáles son las consideraciones estratégicas que los países involucrados deben evaluar respecto a los costos y beneficios de la CMyCM?; (ii) ¿Cuáles son las características de esa CMyCM y en qué medida la misma debe incluir la coordinación cambiaria o la creación de una moneda única?; y (iii) ¿Cuál debiera ser el estado de avance de los procesos de integración para que sea deseable la CMyCM? Sobre esta base, la totalidad de los trabajos recibidos fueron sometidos a la evaluación de un jurado internacional anónimo de cuya evaluación surgieron los trabajos ganadores del Primer Premio y las Menciones Especiales del Concurso. En el presente documento, se incluyen los cinco ensayos que merecieron dichos galardones. Asimismo, aprovechamos la oportunidad para agradecer a todos los participantes en el II Concurso de Ensayos Premio INTAL.





*Banco Interamericano de Desarrollo  
Departamento de Integración y Programas Regionales  
Instituto para la Integración de América Latina y el Caribe*

---

**PRIMER PREMIO:**

**Mauricio de la Cuba - PERÚ**

**Diego Winkelried - PERÚ**



# ¿ UNA MONEDA COMÚN?: NUEVAS EVIDENCIAS PARA AMÉRICA LATINA

**Mauricio de la Cuba \***

**Diego Winkelried \***

## **RESUMEN**

Una moneda única para América Latina es vista con escepticismo en debates académicos debido a la falta de simetría que se observa entre los ciclos económicos de sus países. Bajo estas circunstancias, difícilmente una entidad supranacional podría aplicar una política monetaria y cambiaria uniforme consistente con los objetivos internos de todas las economías de la región.

Sin embargo, los ciclos económicos que actualmente se observan en la región no necesariamente son los mismos que enfrentarían sus economías en etapas más avanzadas de la integración donde se armonicen las políticas internas, sobre todo las políticas fiscal y monetaria. Estas políticas, que actualmente se aplican en forma no coordinada, han tenido un impacto importante sobre los ciclos económicos de cada país.

Este estudio presenta una aproximación del grado de simetría que tendrían los ciclos del producto una vez que las políticas macroeconómicas de los países latinoamericanos sean armonizadas. Los resultados indican que, bajo ese escenario, los ciclos económicos presentan mayor concordancia, aunque ésta es aún baja en comparación con el referente europeo. Se concluye que es apresurado hablar de una unión monetaria latinoamericana en el corto plazo. No obstante, otros hallazgos sugieren evaluar con mayor detenimiento esta posibilidad a nivel de subgrupos de países.

## **I. INTRODUCCIÓN**

La reciente introducción del euro como moneda única para doce países de Europa demostró que los procesos de integración económica pueden ser llevados hasta sus etapas más avanzadas. Con matices diferentes, la dolarización en Ecuador y El Salvador muestra que, bajo ciertas circunstancias, los países pueden optar por renunciar a su política monetaria y cambiaria. Estos acontecimientos, sumados a los esfuerzos de integración en América Latina, han renovado el debate sobre uniones monetarias y sobre la posibilidad de ser aplicadas en la región.

---

\* Economista, Universidad del Pacífico. Jefe del Departamento de Análisis del Sector Externo. Banco Central de Reserva de Perú.

\* Economista, Universidad del Pacífico. Analista. Departamento de Análisis Macroeconómico. Banco Central de Reserva del Perú.

Como toda decisión de política económica, adoptar una moneda común implica beneficios y costos.<sup>1</sup> Un beneficio importante radica en la eliminación de la conversión de monedas, actividad que entorpece y encarece los flujos comerciales y financieros; asimismo, una moneda común evita la incertidumbre en las transacciones internacionales asociada a la volatilidad cambiaria.<sup>2</sup> En forma colateral, permite la reasignación de mano de obra desde actividades cambiarias hacia otras de carácter productivo. Es evidente que mientras mayor sea el grado de integración económica y financiera, mayores serán estos beneficios.<sup>3</sup>

Por el lado de los costos, la moneda única supone que cada país renuncia a la posibilidad de adoptar una política monetaria autónoma al ceder tal facultad a una institución supranacional.<sup>4</sup> Ello puede ser costoso si es que los miembros de la unión monetaria enfrentan ciclos económicos diferentes. Por ejemplo, un país que se encuentre creciendo por encima de su tendencia de largo plazo puede requerir una política monetaria contractiva mientras que otro país con un nivel de actividad por debajo de su potencial preferirá una política monetaria expansiva. Una entidad supranacional difícilmente encontrará una política que beneficie a ambos países. Se desprende que un prerrequisito indispensable para el éxito de una unión monetaria es la concordancia entre las fluctuaciones de la actividad productiva de sus miembros.<sup>5</sup>

Del mismo modo, las economías pueden enfrentar choques externos que las afecten en sentidos opuestos. Un aumento en el precio del petróleo, por ejemplo, implicará un choque negativo para un país importador que en circunstancias de plena autonomía monetaria puede reestablecer el equilibrio a través de la depreciación de su moneda. Por el contrario, un país exportador requerirá una apreciación nominal. Si ambos países se encontraran en una unión monetaria, la evolución de la moneda única no podría corregir los desequilibrios que simultáneamente se generan en ambas economías e inevitablemente magnificaría las fluctuaciones de la actividad real o del empleo en alguna de ellas.<sup>6</sup>

Por lo dicho, si los países presentan ciclos económicos o choques externos asimétricos, una política monetaria y cambiaria común no es recomendable. Así, conocer tanto el grado de coincidencia en la evolución de la actividad de los diferentes países como la importancia de los

---

<sup>1</sup> El marco teórico seminal sobre áreas monetarias óptimas se encuentra en Mundell [1961].

<sup>2</sup> En Coté [1994] se encuentra una recopilación completa al respecto.

<sup>3</sup> En Europa, donde cerca de dos tercios del comercio se realiza dentro de la región, era claro que una moneda común tendría un beneficio importante. Un estudio de la Comisión Europea [1989] estimó que estos costos de transacción, que se evitan en una unión monetaria, podían representar hasta el 1 por ciento del PIB en algunos países. De otro lado, Glick y Rose [2001] estiman que una unión monetaria puede más que duplicar el comercio entre sus miembros.

<sup>4</sup> Sin embargo, la pérdida de autonomía puede ser un beneficio en países que tradicionalmente han aplicado políticas monetarias poco disciplinadas. En este caso, el abandono de la autonomía puede implicar una sustantiva ganancia de credibilidad. Al respecto ver Persson y Tabellini [1993].

<sup>5</sup> Véase Bayoumi y Eichengreen [1992]. En la actualidad la meta de inflación de dos por ciento establecida por el Banco Central Europeo es considerada estricta para algunos países de la eurozona con menor desarrollo relativo y que vienen creciendo a tasas altas (The Economist [2002]).

<sup>6</sup> Una alternativa es la movilidad de factores desde el país importador hacia el país beneficiado. Sin embargo, la evidencia muestra que esta movilidad tiende a ser escasa. Para el caso de la Unión Europea, véase Eichengreen [1990] y para el caso de América Latina, Scandizzo [2001].

choques externos en su evolución es esencial para evaluar la factibilidad de que una entidad supranacional realice una política consistente con los diversos objetivos domésticos.

Para América Latina, la investigación disponible converge a una posición escéptica sobre la adopción de una unión monetaria, incluso a nivel subregional, ya que concluye que los ciclos de los productos difieren sustancialmente.<sup>7</sup> Sin embargo, esta evidencia asume implícitamente que el patrón de los ciclos económicos, en el actual contexto de escasa integración económica, se mantendrá en etapas de integración y coordinación más avanzadas.

En este punto, cabe recordar que una unión monetaria se establece en los estados más avanzados de la integración. Previo a ella, los países deben formar una unión económica donde las políticas macroeconómicas, incluyendo las políticas fiscal y monetaria, deben haber sido armonizadas. En el caso europeo, por ejemplo, se establecieron límites al déficit fiscal y al saldo de deuda pública y se fijaron los tipos de cambio, con lo cual los países perdieron margen para realizar una política monetaria autónoma. La armonización de políticas, de difícil acuerdo e implementación,<sup>8</sup> es un requisito capital para adoptar la moneda común.

Por tanto, se debe evaluar cómo se alterarían los ciclos del producto si es que todos los países adoptan una política macroeconómica común o, por lo menos, dentro de márgenes de acción relativamente reducidos. Este paso previo resulta particularmente relevante para el análisis de América Latina donde se han observado movimientos pendulares entre políticas de expansión, asociadas en gran parte a ciclos políticos, y políticas de ajuste orientadas a corregir los desequilibrios generados.<sup>9</sup>

El aporte de esta investigación al mencionado debate se centra en evaluar el grado de simetría de los ciclos de las economías latinoamericanas, considerando un escenario hipotético en el que las políticas fiscal y monetaria se encuentran armonizadas. Para ello se estima el ciclo del producto “limpio” de los efectos de las políticas fiscal y monetaria y, a partir de ahí, se estudia la concordancia entre las fluctuaciones existentes. Con ello se busca tener un mejor entendimiento de los verdaderos costos que enfrentarían los países que decidan renunciar a la aplicación de sus propias políticas domésticas en favor de una unión monetaria latinoamericana.

El documento está organizado de la siguiente manera: en la segunda sección se presenta una breve descripción del ciclo económico en América Latina, tanto a escala agregada como a nivel de países. En la tercera parte se busca determinar cuáles son los factores que explican la alta volatilidad del ciclo económico de estos países; en particular, se evalúa la importancia de las políticas fiscales y monetarias. En la cuarta sección, se evalúa cómo se alteraría el ciclo económico y la simetría del mismo entre países en el caso de que dichas políticas fiscal y monetaria sean armonizadas. La quinta sección concluye y esboza lineamientos para la futura investigación.

---

<sup>7</sup> Véase, por ejemplo, Cerro y Pineda [2001].

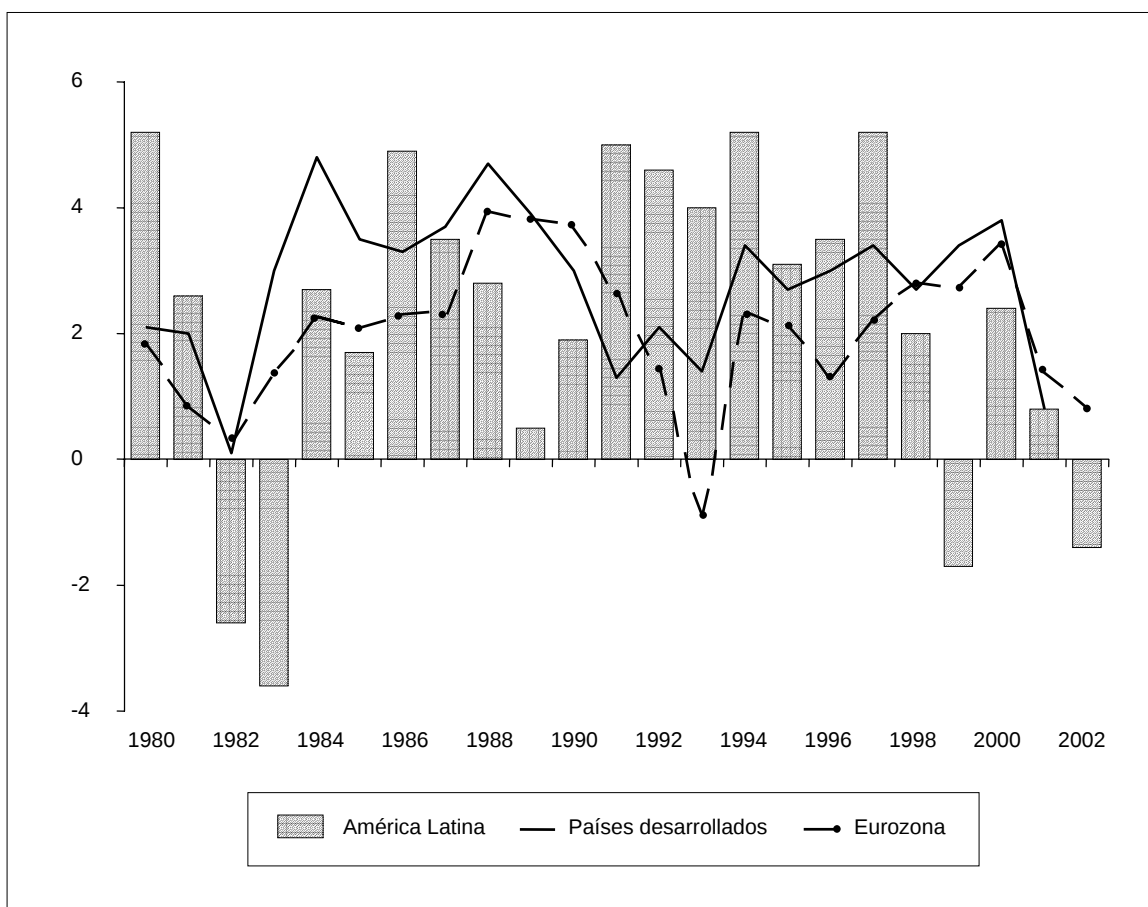
<sup>8</sup> La eurozona es un ejemplo de las dificultades para la implementación de políticas macroeconómicas armonizadas. Alemania ya habría excedido el límite de 3 por ciento de déficit fiscal, motivo por el cual el Comisario de Asuntos Europeos anunció una apertura de expediente a dicho país. Por otro lado, el Presidente de la Comunidad Europea, Romano Prodi, ha señalado que el Pacto de Estabilidad es “estúpido e inflexible”.

<sup>9</sup> Véase Quispe-Agnoli [2001].

## II. AMÉRICA LATINA: ALTA VOLATILIDAD, BAJA CORRELACIÓN

Por factores que más adelante se repasan, América Latina es sinónimo de “volatilidad”. Para ilustrar esta afirmación, en la Figura N° 1 se compara las tasas de crecimiento del PIB de América Latina,<sup>10</sup> de la Eurozona y de los países desarrollados.<sup>11</sup> La volatilidad del PIB latinoamericano, medida por la desviación estándar, es 2,2 mientras que para los países desarrollados es de 1,2.

**FIGURA 1**  
**CRECIMIENTO EN AMERICA LATINA, ECONOMIAS DESARROLLADAS Y EUROZONA, 1980 - 2002**  
(Variaciones porcentuales reales)



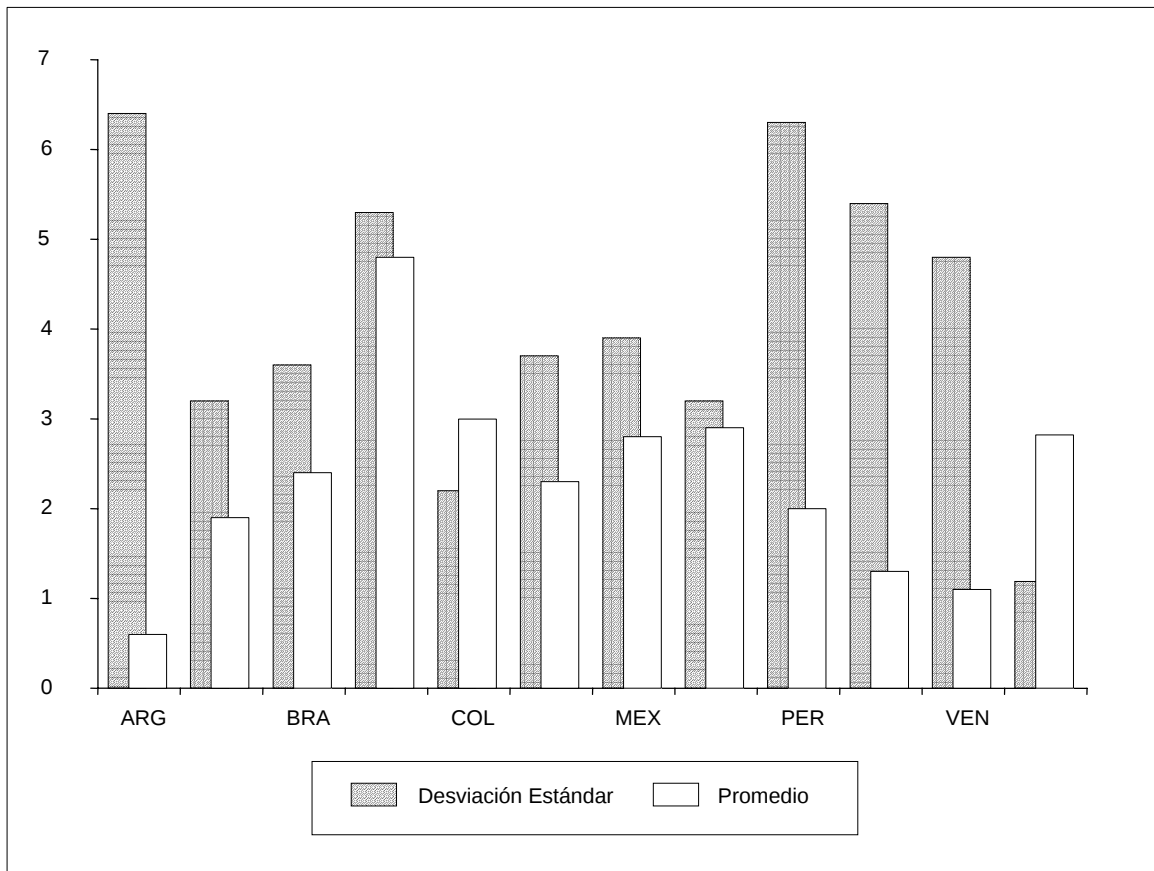
Fuente: World Economic Outlook, setiembre 2002. Datos proyectados para el año 2002.

<sup>10</sup> Para el caso de América Latina se han tomado los datos del Fondo Monetario Internacional correspondientes al “Hemisferio Occidental” (que incluye a América Latina y el Caribe). Sin embargo, el análisis a nivel de países se centra en Argentina (ARG), Bolivia (BOL), Brasil (BRA), Colombia (COL), Chile (CHI), Ecuador (ECU), Paraguay (PAR), Perú (PER), México (MEX), Uruguay (URU) y Venezuela (VEN).

<sup>11</sup> Siguiendo la clasificación hecha por el Fondo Monetario Internacional se incluye dentro de los países desarrollados a Alemania, Australia, Austria, Bélgica, Canadá, Corea, China, Chipre, Dinamarca, España, Estados Unidos, Finlandia, Grecia, Islandia, Irlanda, Italia, Japón, Luxemburgo, Holanda, Nueva Zelandia, Noruega, Portugal, Reino Unido, Singapur, Suecia, Suiza y Taiwán.

Detrás de esta evolución más volátil se encuentra una tasa de crecimiento menor: desde 1980 el producto de los países de América Latina ha tenido un crecimiento acumulado de 72 por ciento, mientras que los países desarrollados han observado un crecimiento de 87 por ciento. Esta diferencia se acentúa dramáticamente si se considera el crecimiento poblacional.<sup>12</sup>

**FIGURA 2**  
**CRECIMIENTO PROMEDIO Y VOLATILIDAD EN LOS PAISES DE AMERICA LATINA, 1980 - 2002**  
(Porcentajes)

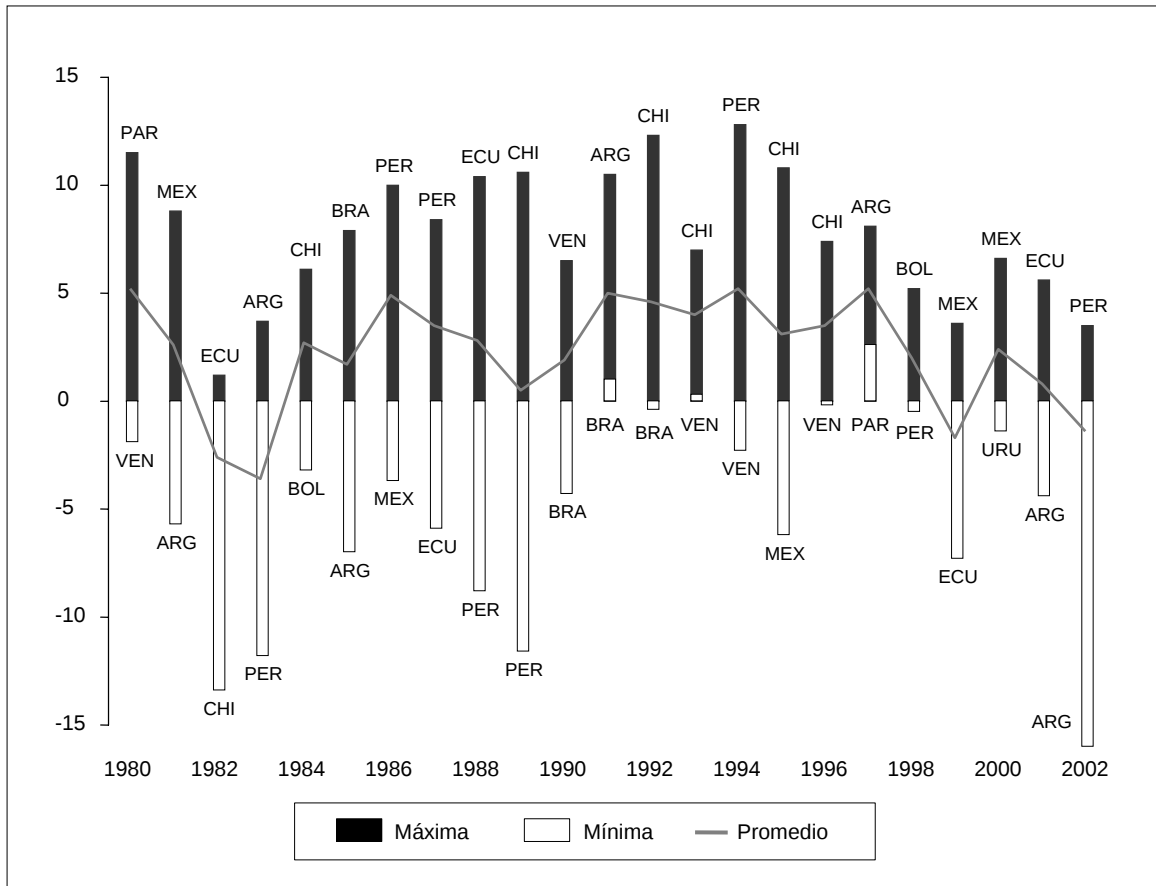


Fuente: World Economic Outlook, setiembre 2002. Datos proyectados para el año 2002.

Más aún, la variabilidad es sustancialmente mayor si se evalúa al nivel de países (véase Figura N° 2). En todos los países de la región, con excepción de Colombia, se observa una evidencia contraria a la de las economías desarrolladas: la dispersión es significativamente más alta que la tasa de crecimiento promedio. Resaltan los casos de Argentina, Uruguay y Venezuela.

<sup>12</sup> El crecimiento promedio del PIB per cápita para los países desarrollados es de 83 por ciento, frente al 11 por ciento de Latinoamérica.

**FIGURA 3**  
**CRECIMIENTO EN LOS PAISES DE AMERICA LATINA, 1980 - 2002**  
(Variaciones porcentuales reales)



Fuente: World Economic Outlook, setiembre 2002. Datos proyectados para el año 2002.

Un segundo punto por destacar es que, para cualquier año de la muestra, existe una gran disparidad entre las tasas de crecimiento de los diferentes países. La Figura N° 3 muestra las tasas promedio, máxima y mínima de la región. Se observa que entre la tasa más alta de crecimiento y la más baja existe una diferencia que en más de la mitad de los casos, supera los trece puntos porcentuales. A diferencia de lo que se observa en los países desarrollados, donde son escasas las economías que enfrentan tasas de crecimiento negativas, en promedio más del veinte por ciento de las economías de América Latina muestran cada año tasas de crecimiento negativo.

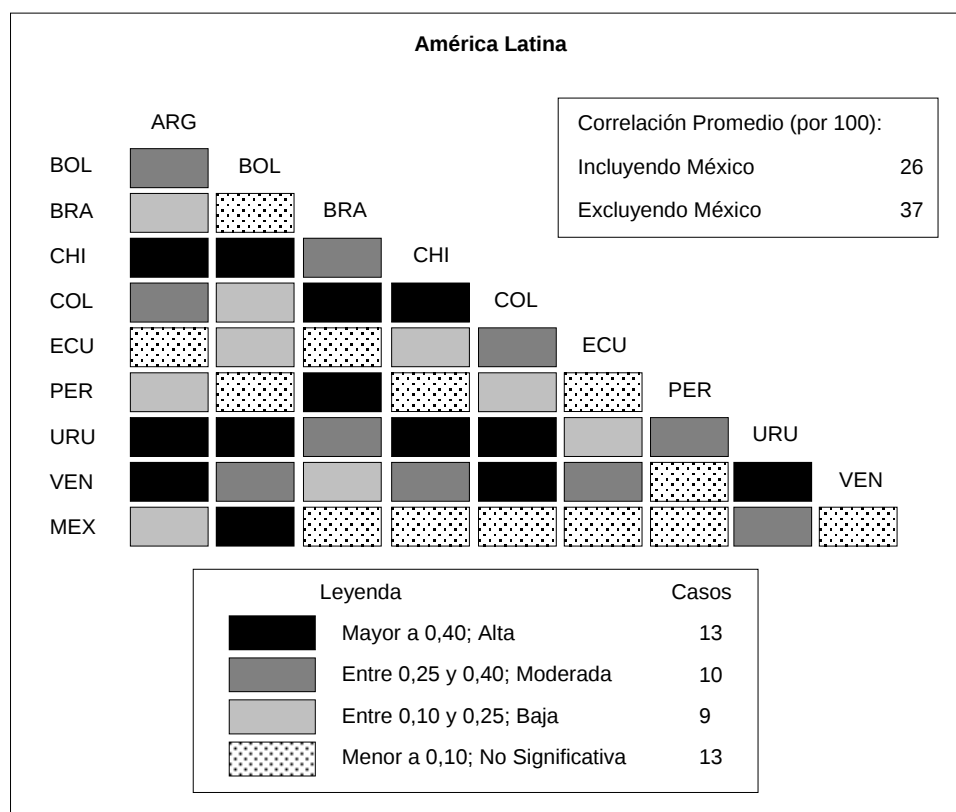
Además, casi todos los países de la región gozan durante algunos años de la muestra de la tasa de crecimiento más alta de la región (que puede superar el diez por ciento) y años después pasan a tener la recesión más marcada. La facilidad para pasar de tasas de crecimiento elevadas a caídas

significativas ha sido elemento común en casi todas las economías de la región,<sup>13</sup> con excepción de Chile y Colombia.

Los aspectos mencionados dificultan encontrar correlaciones o grados de coincidencia significativos entre los ciclos económicos de los países latinoamericanos. La Figura N° 4 muestra estos grados de concordancia; cada recuadro representa la correlación de los crecimientos de un par de países: mientras más oscuro es el recuadro mayor es la correlación existente. Se aprecia que sólo en el 29 por ciento de los casos la correlación entre países de América Latina es superior a 0,4 (que se considera en este trabajo como una alta correlación) lo que discrepa de lo observado en Europa<sup>14</sup> donde alrededor del 67 por ciento de los países tiene una correlación superior a dicho nivel.

**FIGURA 4**

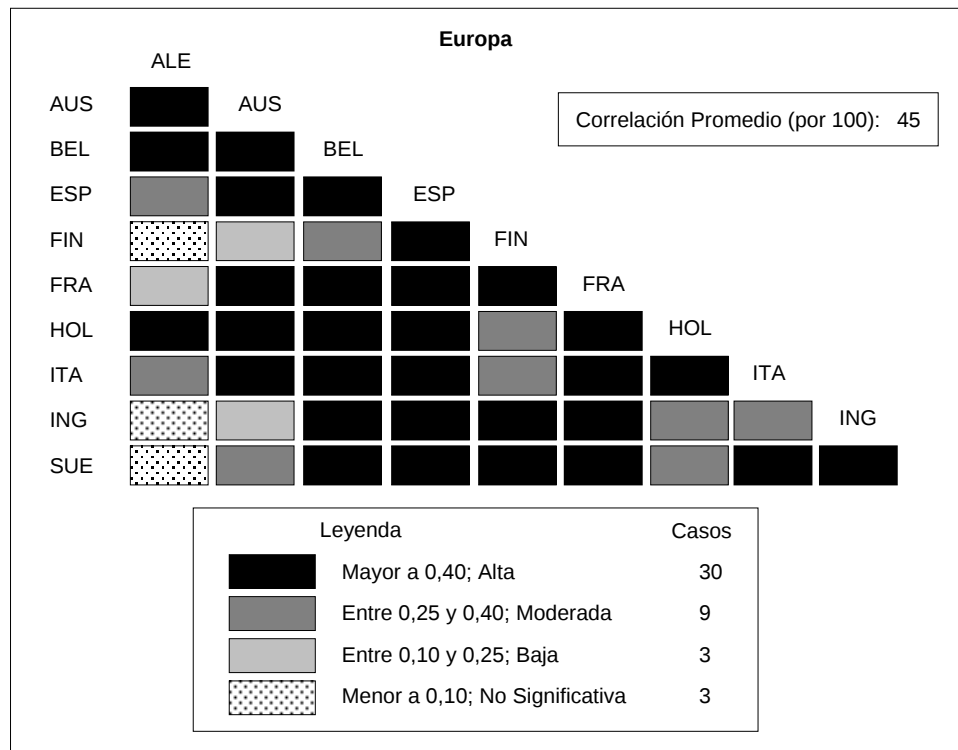
**CORRELACIONES DE LOS CICLOS ECONÓMICOS EN AMÉRICA LATINA Y EUROPA, 1980 – 2002**



<sup>13</sup> Destaca el caso de Perú en la segunda mitad de los ochenta. Como se observa en la Figura No. 3, luego de tener las tasas de crecimiento más altas en la región en los años 1986 y 1987, enfrentó las mayores caídas en los dos años siguientes.

<sup>14</sup> Las siglas en la figura corresponden a Alemania (ALE), Austria (AUS), Bélgica (BEL), España (ESP), Finlandia (FIN), Francia (FRA), Holanda (HOL), Italia (ITA) y el Reino Unido (ING).

Cont...



Fuente: Fondo Monetario Internacional. Elaborado a partir del Cuadro B1 del Anexo B.

La baja correlación se observa incluso en países con características similares. Por ejemplo, países exportadores de petróleo tales como Ecuador y Venezuela tienen correlaciones “moderadas” entre ellos y “no significativas” con México. Tampoco la evolución de países con importante dependencia en productos mineros como Chile y Perú presenta correlaciones importantes.<sup>15</sup>

Desde la perspectiva de la unión monetaria, estos resultados son desalentadores ya que la proximidad geográfica, en general, no sería un determinante significativo de la evolución de la actividad regional. Es muy aventurado, por lo tanto, hablar de un “ciclo latinoamericano” ¿Por qué los países de la región presentan tan escasa correlación? Para aproximarnos a una respuesta es necesario, primero, entender cuáles son los factores que determinan la volatilidad del producto de los países de la región.

<sup>15</sup> La falta de correlación en los ciclos del producto es una evidencia mostrada anteriormente por Cerro y Pineda [2001] y Scandizzo [2001]. Ello contrasta, en cierta medida, con lo hallado en Pineda y Pineda [2002].

### III. ¿QUÉ EXPLICA LA VOLATILIDAD DEL PRODUCTO?

Se sabe que factores domésticos y externos influyen en la evolución del producto. Dentro de los factores domésticos pueden distinguirse aquellos sobre los que las autoridades pueden ejercer algún control y aquellos sobre los cuales el margen de influencia es prácticamente nulo (como choques de oferta). En el primer grupo se encuentran las políticas macroeconómicas, en particular las políticas fiscal y monetaria, que impactan sobre la demanda agregada y, a través de ella, sobre el nivel de actividad. Parte importante de la volatilidad en América Latina, en particular en la década de los ochenta, fue consecuencia de políticas fiscales expansivas financiadas por crédito del banco central. Estas políticas conllevaron a la expansión del crédito interno y a la disminución de las reservas internacionales que, al agotarse, ocasionaron un período recesivo que volvía a equilibrar las cuentas externas.<sup>16</sup>

Por su parte, los factores externos influyen sobre la actividad a través del intercambio, comercial y financiero. Una recesión en las economías desarrolladas, por ejemplo, reduce la demanda de los productos primarios de exportación y afecta los términos de intercambio. Asimismo, los flujos de capital y las tasas de interés internacionales inyectan volatilidad a la economía. Sin embargo, es importante notar que difícilmente crecimientos o caídas a tasas superiores al 10 por ciento, como los que se observan en muchos países de la región (Figura N° 3), pueden explicarse exclusivamente por factores externos. Por tanto, la pregunta relevante es ¿Cuán importantes son los factores externos en comparación con los factores domésticos? Una vez respondida, es bueno reflexionar si los ciclos serán concordantes al excluir los factores volátiles sobre los cuales los países tienen algún margen de coordinación y armonización.

La tarea de evaluar la importancia relativa de estos factores en la volatilidad del producto es difícil debido a que los choques externos y de política se presentan en forma simultánea y, además, suelen estar interconectados. En el caso de la crisis mexicana de inicios de los ochenta, por ejemplo, existieron influencias externas muy importantes como la elevación de las tasas de interés de los Estados Unidos y la caída en el precio del petróleo ¿Fueron estos factores tanto o más relevantes que las políticas expansivas llevadas a cabo en la segunda mitad de los setenta? Asimismo, en Argentina durante la aplicación de una junta de convertibilidad, los flujos de capitales que ingresaron a ese país se monetizaron y expandieron la oferta monetaria; por tanto, el factor externo (entrada de capitales) y el factor de política monetaria fueron dos caras de un mismo fenómeno.

No obstante estas dificultades, a continuación se cuantifica la importancia que tienen estos factores en la tasa de crecimiento.<sup>17</sup> Se plantea que la tasa de crecimiento del PIB es la suma de cuatro componentes o choques estructurales:

- *Choques de oferta* como innovaciones tecnológicas, cambios climatológicos, reformas en el mercado laboral o problemas políticos. Además estos choques incluyen perturbaciones externas como variaciones en los términos de intercambio o fluctuaciones en el ingreso de los socios comerciales de los países;

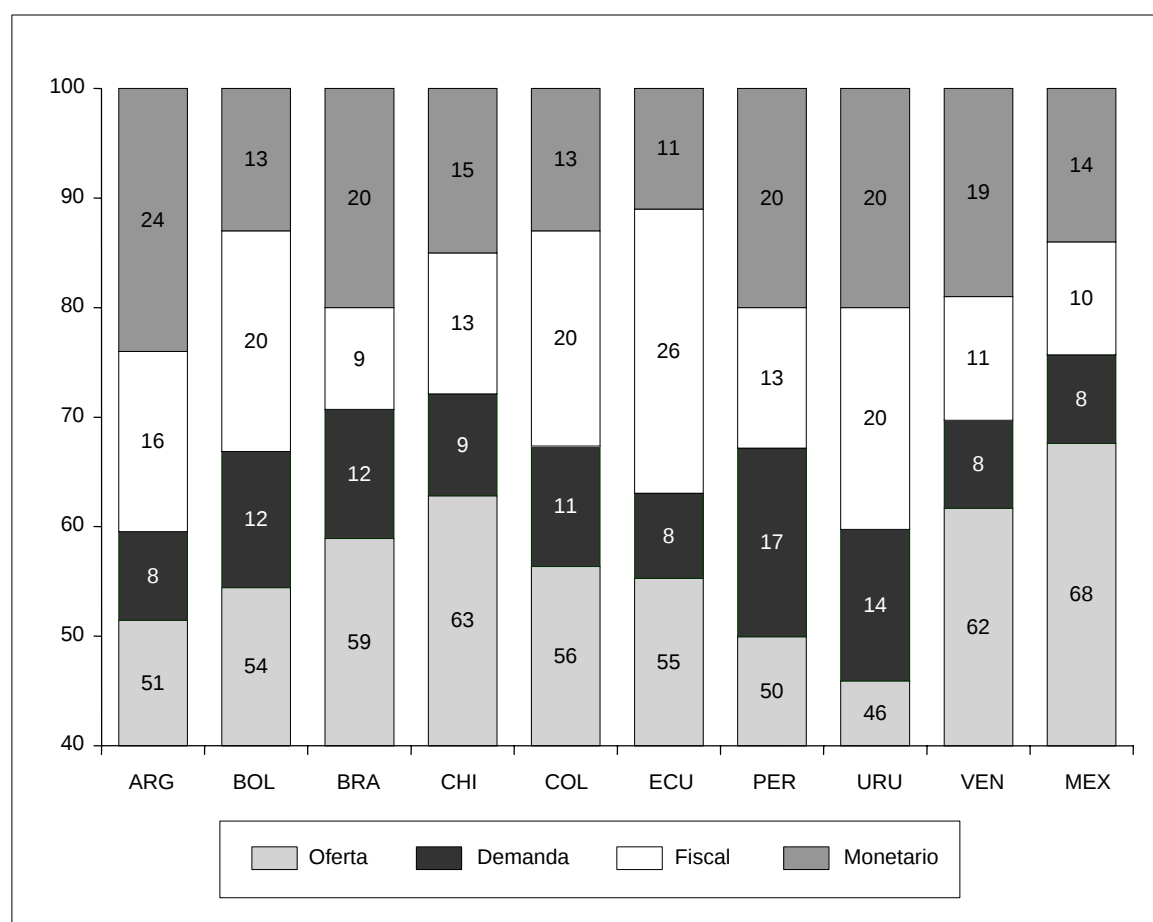
---

<sup>16</sup> Véase Quispe-Agnoli [2001].

<sup>17</sup> Para ello, se aplica la metodología introducida por Blanchard y Quah [1989] y usada por Schuberth y Wehinger [1998] para el caso de la Unión Europea. Mayor detalle en el Anexo A.

- *Choques de Demanda Interna* como cambios en las preferencias de los agentes domésticos o choques de confianza de los inversionistas locales;
- *Choques de Política Monetaria* vinculados con la dinámica de la oferta monetaria; y
- *Choques de Política Fiscal* como aumentos discrecionales del gasto público.

**FIGURA 5**  
**CONTRIBUCION DE LOS CHOQUES ESTRUCTURALES EN LA VARIABILIDAD DEL CICLO ECONOMICO**  
 (En porcentajes)\*



\* Basado en la descomposición de varianza de largo plazo de la tasa de crecimiento del PIB según las estimaciones de los modelos SVAR detallados en el Anexo A.

La Figura N° 5 muestra la importancia de estos choques para cada uno de los once países que componen la muestra de estudio. Si bien en todos los países los choques de oferta constituyen la

mayor contribución a la variabilidad del ciclo económico,<sup>18</sup> la importancia de las políticas domésticas es evidente. Por ejemplo, en el caso de Argentina, el 24 por ciento de la variabilidad en la tasa de crecimiento del producto se debe a choques monetarios, el 16 por ciento a choques fiscales, el 8 por ciento a choques de demanda y el 51 por ciento a choques de oferta. Es decir, aproximadamente un 40 por ciento de la volatilidad del producto se explica por políticas macroeconómicas domésticas. En el resto de países, la importancia de las políticas fiscal y monetaria varía desde 25 por ciento (Chile) hasta 40 por ciento (Uruguay).

En el Cuadro N° 1 se presenta un resumen cualitativo sobre el grado de coincidencia de los mencionados choques estructurales por grupos de países. Estos países han sido agrupados en una muestra global de once países que incluye a los países del Mercado Común del Sur (MERCOSUR), la Comunidad Andina (CAN), Chile y México; en una submuestra que agrupa a los países de Sudamérica y en los bloques regionales existentes (CAN y MERCOSUR). Dentro de la CAN, a su vez, se ha trabajado con un subbloque conformado por Ecuador, Colombia y Venezuela dado que estas economías presentan fuertes vínculos comerciales y alta correlación en sus términos de intercambio.<sup>19</sup>

**CUADRO 1**  
**CORRELACIONES ENTRE CHOQUES ESTRUCTURALES, 1980 - 2002\***

| ¿ Los choques {...} están significativamente correlacionados entre países ? * | Toda la Muestra | Sudamérica | MERCOSUR | CAN | ECU, COL y VEN |
|-------------------------------------------------------------------------------|-----------------|------------|----------|-----|----------------|
| ... de oferta                                                                 | Sí              | Sí         | Sí       | Sí  | Sí             |
| ... monetarios                                                                | No              | No         | No       | No  | No             |
| ... fiscales                                                                  | Sí              | Sí         | No       | No  | Sí             |

\* Basado en el Cuadro B.4 del Anexo B.

En primer lugar, se observa que los **choques de oferta**, que constituyen el principal factor que explica la volatilidad del producto, tienen una correlación positiva en todos los grupos de análisis. Ello se explica por la existencia de los choques externos que se han señalado anteriormente y que han implicado variaciones significativas en el crecimiento promedio de la región. Por el contrario, los **choques de demanda** distintos a los inducidos por la política económica explican una pequeña proporción de la volatilidad de los ciclos.

En el Cuadro N° 1 se observa que no existe correlación rescatable en los **choques monetarios** en ninguno de los bloques económicos señalados. Ello se explicaría porque las políticas monetarias aplicadas en el período muestral (sobre todo en los ochentas) han respondido principalmente al ciclo político, que no es necesariamente coincidente entre países.

<sup>18</sup> Hoffmaister y Roldós [1997] presentan la misma evidencia para América Latina y Asia.

<sup>19</sup> Véase Escaith, Ghymers y Studart [2002].

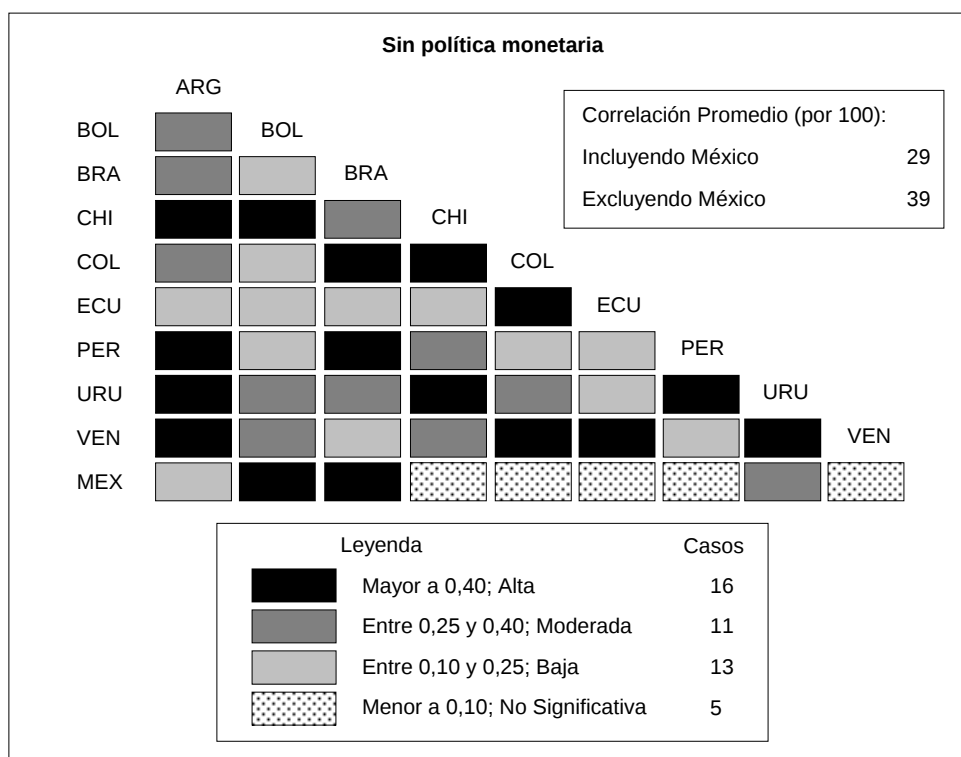
Por su lado, los choques fiscales guardan una correlación significativa a nivel regional (sobre todo, Sudamérica) que podría explicarse por la influencia de factores comunes a todos los países de la región como el acceso o restricción a los mercados internacionales de capitales. Sin embargo, las políticas fiscales también han estado influidas por ciclos políticos y han sido muchas veces financiadas con políticas monetarias expansivas; por lo que queda pendiente una evaluación más detallada.

#### IV. ¿CÓMO SE VEN LOS CICLOS ECONÓMICOS BAJO UNA POLÍTICA ARMONIZADA?

Se ha visto que las políticas internas han tenido impacto sobre la volatilidad del producto y que, a su vez, han sido aplicadas en forma no coordinada. Dado que se tiene cuantificada la importancia de estas políticas sobre la volatilidad, es posible dar un paso más y analizar en qué medida una eventual armonización de políticas (que implica que cada país adopte la misma política fiscal y monetaria), alteraría los ciclos del producto y, por lo tanto, podría generar una mayor simetría entre los países estudiados.<sup>20</sup> A partir de este escenario se puede tener una idea más clara sobre los costos de una moneda común. Para tales efectos, se procede a “limpiar” la evolución del producto de los choques fiscales y monetarios. Para simplificar, la forma como se instrumenta esta armonización de políticas es a través de la eliminación de las mismas.<sup>21</sup>

FIGURA 6

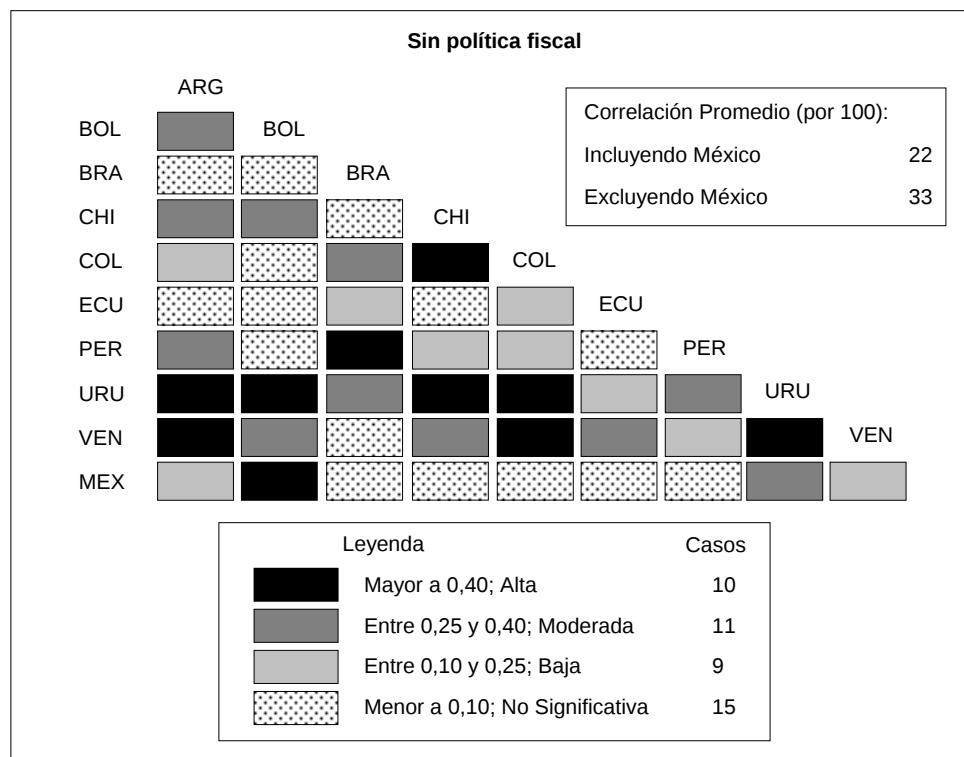
##### CORRELACIONES DE LOS CICLOS ECONOMICOS SIN POLITICA EN AMERICA LATINA, 1980 - 2002



<sup>20</sup> Este escenario implicaría además haber avanzado algo más en la integración comercial. Sin embargo, como señalan Calderón, Chong y Stein [2002], las economías latinoamericanas son intensivas en el comercio de bienes relativamente homogéneos (*commodities*) por lo que se asume que la integración comercial en la región no tendría efectos importantes en la sincronización de los ciclos económicos.

<sup>21</sup> A diferencia de Shuberth y Wehinger [1998] quienes hacen el análisis en términos relativos a un país de referencia, para de este modo interpretar los choques como choques asimétricos entre esos dos países. No obstante, para América Latina es difícil encontrar tal país referencial. Un candidato es Estados Unidos. Los resultados considerando a este país como referencia son cercanos a los presentados.

Cont...



\* Elaborado a partir del Cuadro B2 del Anexo B.

En la Figura N° 6 se observa que si se excluye la política monetaria que cada país ha aplicado en forma autónoma, los ciclos del producto tienden a estar más correlacionados. Al comparar este resultado con el de la Figura N° 4 se aprecia un incremento en el porcentaje de correlaciones significativas (mayores a 0,4) de 29 a 36 por ciento. Asimismo, la correlación promedio aumenta de 0,26 a 0,29. Este hallazgo es previsible si se considera que, como se ha señalado anteriormente, los choques de política monetaria han respondido básicamente a ciclos políticos no correlacionados entre países. Por otro lado, lo contrario sucede si se limpia el efecto de la política fiscal. El número de correlaciones significativas disminuye de 29 a 22 por ciento, mientras la correlación promedio baja de 0,26 a 0,22.

Puede concluirse que si se excluye el efecto de las políticas monetarias, la correlación en la evolución del producto es mayor. Sin embargo ¿son estas correlaciones significativas? ¿justifican una virtual unión monetaria? Para tener una primera respuesta se compara los resultados para el caso de América Latina con aquellos observados en Europa. Una evaluación agregada permite anticipar que el grado de correlación entre los ciclos del producto es aún bajo. En particular, si se analiza por pares de países, la correlación es elevada en el 29 por ciento de los casos, lo que es aún sustancialmente menor a lo observado en el caso europeo, donde este valor alcanza el 67 por ciento. La correlación promedio también es considerablemente menor (0,29 frente a 0,45).

Sin embargo, una evaluación a nivel de subgrupos de países da una percepción algo diferente. Se observa que al interior de los bloques de integración existentes (CAN y MERCOSUR) existen países que tienen una correlación significativa. Dentro de la CAN, por ejemplo, las correlaciones de los ciclos económicos de Ecuador, Colombia y Venezuela se vuelven significativas una vez descontadas sus políticas internas. Ello podría guardar relación con la importancia que tiene un mismo producto (petróleo) dentro de su estructura productiva y por sus vínculos comerciales.<sup>22</sup>

## CUADRO 2

### CORRELACIONES ENTRE CICLOS SIN POLITICA, 1980 - 2002\*

|                                                                                                                       | Toda la Muestra | Sudamérica | MERCOSUR | CAN | ECU, COL y VEN |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------|------------|----------|-----|----------------|
| ¿ Los ciclos entre países están significativamente más correlacionadas sin Política Fiscal ?                          | No              | No         | No       | No  | No             |
| ¿ Los ciclos entre países están significativamente más correlacionadas sin Política Monetaria ?                       | Sí              | Sí         | Sí       | Sí  | Sí             |
| ¿ Los ciclos sin Política Fiscal están significativamente más correlacionadas que los ciclos sin Política Monetaria ? | No              | No         | No       | No  | No             |

\* Basado en el Cuadro B.5 del Anexo B.

<sup>22</sup> Los resultados no respaldan los hallazgos de Cerro y Pineda [2001] quienes definen un bloque formado por las tres economías latinoamericanas más grandes (Argentina, Brasil y México) y otro con las más pequeñas. Los diferentes resultados son atribuidos a que los ciclos de los mencionados autores incluyen los efectos de las políticas internas y son comparables, en todo caso, con la Figura N° 4.

## V. COMENTARIOS FINALES

Se suele considerar que una unión monetaria no es viable para el caso de los países de América Latina debido, entre otros aspectos, a la escasa simetría que existen en los ciclos económicos. Esta reducida simetría dificulta la posibilidad de que una entidad supranacional pueda llevar a cabo una política monetaria y cambiaria que beneficie a todos los países miembros. Por tanto, renunciar a la política autónoma puede resultar muy costoso para los países que se integren a la unión monetaria.

Sin embargo, los ciclos económicos que se observan hoy en día en las economías de la región no necesariamente son los mismos ciclos que enfrentarían en etapas más avanzadas de la integración donde sus políticas macroeconómicas son armonizadas. Esto último es particularmente relevante si se considera que, como se ha mostrado en el trabajo, las políticas macroeconómicas han sido una fuente importante de inestabilidad en las tasas de crecimiento del producto. Ésta tendería a reducirse sustancialmente una vez armonizadas las políticas macroeconómicas, lo cual podría determinar que el grado de simetría se modifique.

Los resultados presentados en el trabajo refuerzan esta hipótesis. Si se descuenta el efecto de las políticas monetarias que los países han aplicado en forma autónoma, los ciclos del producto presentan una simetría mayor.<sup>23</sup> El grado de simetría es particularmente relevante en los casos de algunos países como Colombia, Ecuador y Venezuela. En otros casos, si bien la correlación aumenta, los niveles siguen siendo bajos si se compara con las observadas entre los países de Europa.

Sin embargo, como ya se ha señalado, la adopción de una moneda común es una decisión que debe ser evaluada en los estadios más avanzados de la integración. Lo que se ha pretendido en este trabajo es prever cómo serían los ciclos del producto bajo este escenario de mayor integración económica donde las políticas macroeconómicas son más uniformes. Una de las limitaciones de este ejercicio de simulación radica en la existencia de dos etapas marcadamente diferentes al interior del período de análisis.

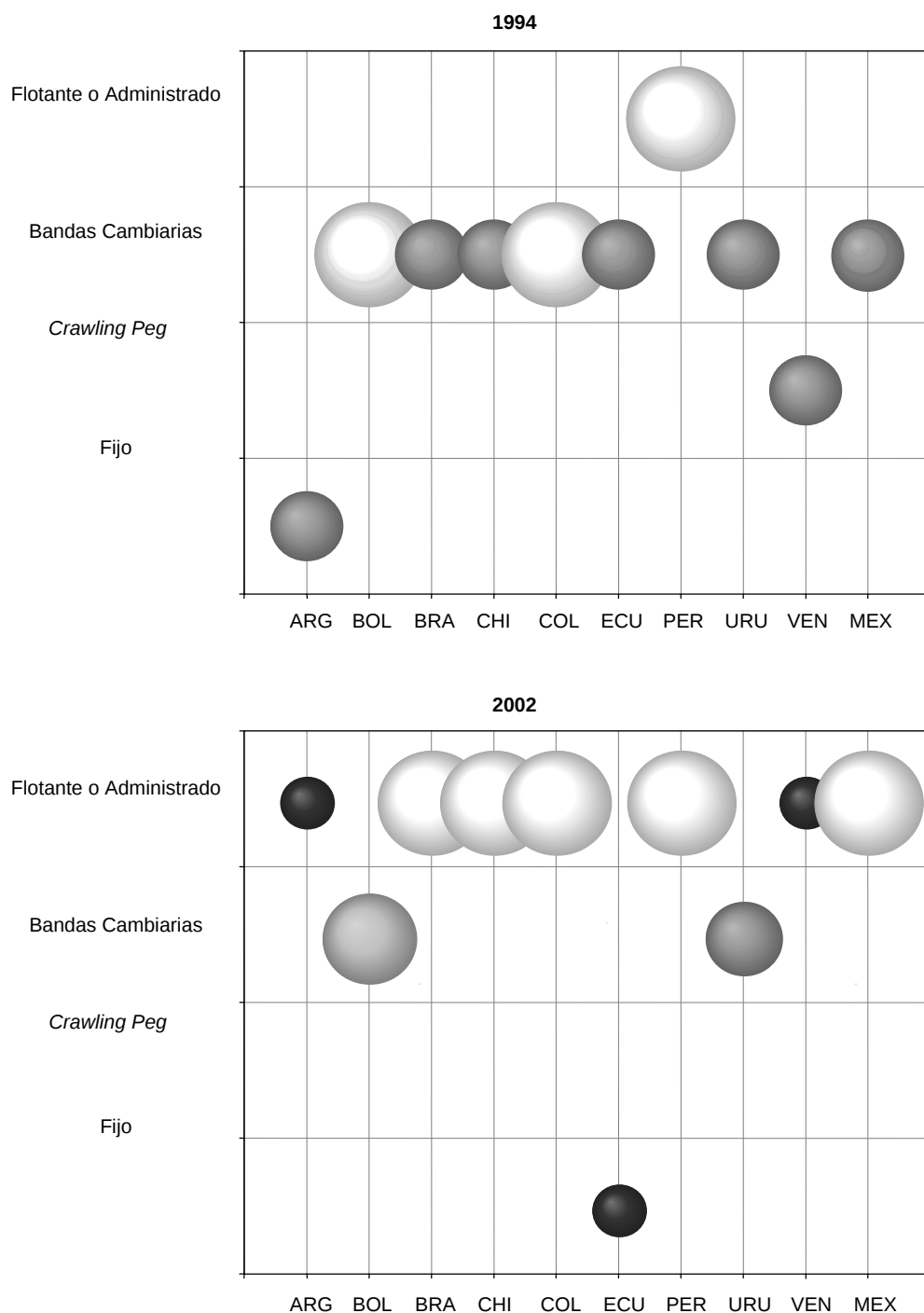
En efecto, los años ochenta corresponden a un período de fuerte volatilidad y desorden en el manejo de las políticas fiscales y monetarias. En la década siguiente, por el contrario, una gran cantidad de países estableció marcos institucionales que redujeron el margen de maniobra de la política fiscal y que privilegiaron la estabilidad de precios como objetivo de la política monetaria, muchos de ellos bajo un esquema de metas explícitas de inflación.<sup>24</sup> La transición hacia estos regímenes monetarios ha implicado una flexibilización de los regímenes cambiarios y es ilustrada en la Figura N° 7.

---

<sup>23</sup> Frankel y Rose [1998] señalan cierta endogeneidad entre la unión monetaria y el incremento de la correlación de los ciclos económicos: luego de la unión monetaria el grado de correlación de los ciclos económicos aumentaría aún más. En forma similar, el grado de integración comercial aumentaría. Ambos aspectos harían que, *ex-post*, el beneficio neto de la unión monetaria se incrementa.

<sup>24</sup> Véase Corbo [2000].

**FIGURA 7**  
**REGIMENES CAMBIARIOS Y MONETARIOS EN AMERICA LATINA, 1994 - 2002**



Notas: El diámetro (o el grisado) de las burbujas refleja el compromiso con la estabilidad de precios de los distintos bancos centrales. Así, un país que reporte una burbuja más grande (y más clara) tendrá un mayor compromiso que aquella que presente una burbuja más reducida (y más oscura). Las categorías en orden ascendente utilizadas fueron: Sin ningún compromiso, sin margen de maniobra (tipo de cambio fijo), uso de anclas monetarias (*Monetary Targeting*) y esquema de metas de inflación (*Inflation Targeting*).

Fuente: Hochreiter, Schmidt-Hebbel y Winckler [2002]. Elaboración propia.

La convergencia hacia políticas monetarias autónomas y tipo de cambio flexible es, precisamente, lo que algunos autores señalan como un posible antecedente hacia una etapa de mayor armonización. Hochreiter, Schmidt-Hebbel y Winckler [2002] indican que las precondiciones para que un esquema de metas explícitas de inflación con flotación cambiaria sea satisfactorio son similares a las requeridas para integrar una unión monetaria: márgenes moderados para la política fiscal, normas prudenciales y de supervisión adecuadas, mercados laborales flexibles y alto grado de integración comercial.

Así, con políticas macroeconómicas similares, el tipo de cambio y el nivel de actividad reflejarán en gran medida los choques que enfrente cada país. Una alta correlación en las tasas de variaciones de estas variables será evidencia de que los países enfrentan choques similares y en tal sentido, la posibilidad de una moneda común sería mayor. Tendencias disímiles, por el contrario, serían una evidencia en contra de las uniones monetarias. En tal sentido, siempre que se avance hacia la flotación cambiaria con estabilidad de precios, en los próximos años se puede tener una evidencia empírica muy importante sobre la viabilidad que, en el mediano plazo, tienen las uniones monetarias para América Latina. Se espera que dicha evidencia pueda ser contrastada con los resultados que se adelantan en esta investigación.

## ANEXO A: ASPECTOS METODOLÓGICOS

En este anexo se repasa rápidamente la metodología y las especificaciones utilizadas en el análisis empírico. Además se detallan las fuentes de información recurridas y la forma de restar los efectos de las políticas fiscal y monetaria al PIB.

### A.1 Vectores Autoregresivos Estructurales (SVAR)

El supuesto central de la metodología SVAR es que los movimientos de las variables económicas son atribuidos a los efectos de choques contemporáneos y pasados. Luego, un vector de  $n$  agregados macroeconómicos  $Y_t$  puede ser expresado como

$$Y_t = A_0 u_t + A_1 u_{t-1} + A_2 u_{t-2} + \dots \quad (1)$$

donde  $A_i$  ( $i = 0, 1, 2, \dots$ ) son matrices de coeficientes y  $u_t$  es un vector de  $n$  choques estructurales que se asumen no autocorrelacionados y satisfacen  $E[u_t] = 0$  y  $E[u_t u_t'] = I$ .

La forma estructural (1) no es conocida y debe ser estimada. Sin embargo, sólo puede estimarse la forma reducida con  $p$  rezagos

$$Y_t = D_1 Y_{t-1} + D_2 Y_{t-2} + \dots + D_p Y_{t-p} + e_t \quad (2)$$

siendo  $E[e_t] = 0$  y  $E[e_t e_t'] = \Omega$ . Al invertir (2) se obtiene

$$Y_t = e_t + C_1 e_{t-1} + C_2 e_{t-2} + \dots \quad (3)$$

que no es idéntica a (1). Surge aquí un problema de identificación toda vez que no puede obtenerse un único estimado de los choques y parámetros estructurales  $u_t$  y  $A_i$  en (1) a partir de (3). Por ello, es necesario imponer algunas restricciones.

De (1) y (3) se desprende que  $u_t = A_0 e_t$  y  $A_i = C_i A_0$  por lo que basta con estimar la matriz  $A_0$  para caracterizar completamente el modelo estructural (1). Para ello es bueno notar que  $\Omega = A_0 A_0'$  y que es necesario establecer que algunos elementos de la matriz de impacto de largo plazo sean constantes.<sup>25</sup>

Si se denota a  $y_t$  como un indicador de actividad productiva,  $f_t$  como un indicador de política fiscal,  $d_t$  como una medida de desequilibrio en el mercado de dinero (presiones de demanda) y  $m_t$  como indicador de política monetaria, el modelo (1) equivale a:

---

<sup>25</sup> Para identificar completamente  $A_0$  es necesario  $n^2$  restricciones. El supuesto de que las perturbaciones estructurales son independientes impone  $n(n + 1)/2$  restricciones. Así, basta con proveer  $n(n - 1)/2$  restricciones adicionales.

$$\begin{bmatrix} y_t \\ f_t \\ d_t \\ m_t \end{bmatrix} = \sum_{i=0}^{\infty} \begin{bmatrix} a_{11,i} & a_{12,i} & a_{13,i} & a_{14,i} \\ a_{21,i} & a_{22,i} & a_{23,i} & a_{24,i} \\ a_{31,i} & a_{32,i} & a_{33,i} & a_{34,i} \\ a_{41,i} & a_{42,i} & a_{43,i} & a_{44,i} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} u_{t-i}^S \\ u_{t-i}^F \\ u_{t-i}^D \\ u_{t-i}^M \end{bmatrix} \quad (4)$$

donde las variables son generadas a partir de choques de oferta ( $u_t^S$ ), fiscales ( $u_t^F$ ), de demanda ( $u_t^D$ ) y monetarios ( $u_t^M$ ).

Siguiendo el planteamiento teórico de Shuberth y Wehinger (1998), se trabaja con una matriz de impacto de largo plazo triangular inferior. Formalmente, se impone

$$\sum_{i=0}^{\infty} a_{12,i} = \sum_{i=0}^{\infty} a_{13,i} = \sum_{i=0}^{\infty} a_{14,i} = \sum_{i=0}^{\infty} a_{23,i} = \sum_{i=0}^{\infty} a_{24,i} = \sum_{i=0}^{\infty} a_{34,i} = 0 \quad (5)$$

Esta estructura establece que en el largo plazo la actividad productiva es determinada exclusivamente por factores de oferta como innovaciones tecnológicas o cambios estructurales en el mercado laboral. En otras palabras, ni políticas fiscal y monetaria ni choques de demanda tendrán efectos permanentes sobre la actividad real. Asimismo, se asume que los choques de demanda y de política monetaria no tienen impacto en el largo plazo sobre la política fiscal y neutralidad del dinero.

Una vez identificado y estimado el SVAR es posible obtener un estimado del indicador de actividad económica excluyendo los efectos de choques fiscales y monetarios. De (4) es claro que

$$y_t = \sum_{i=0}^{\infty} a_{11,i} u_{t-i}^S + \sum_{i=0}^{\infty} a_{12,i} u_{t-i}^F + \sum_{i=0}^{\infty} a_{13,i} u_{t-i}^D + \sum_{i=0}^{\infty} a_{14,i} u_{t-i}^M \quad (6)$$

Restando los choques fiscales y monetarios se tiene

$$\begin{aligned} y_t^{\sin F} &= \sum_{i=0}^{\infty} a_{11,i} u_{t-i}^S + \sum_{i=0}^{\infty} a_{13,i} u_{t-i}^D + \sum_{i=0}^{\infty} a_{14,i} u_{t-i}^M \\ y_t^{\sin M} &= \sum_{i=0}^{\infty} a_{11,i} u_{t-i}^S + \sum_{i=0}^{\infty} a_{12,i} u_{t-i}^F + \sum_{i=0}^{\infty} a_{13,i} u_{t-i}^D \end{aligned} \quad (7)$$

que son las medidas de actividad sin efectos de las respectivas políticas.

## A.2 Datos Utilizados

La muestra es compuesta por datos trimestrales de 10 países latinoamericanos desde inicios de 1980 hasta el segundo trimestre de 2002. Lamentablemente, no está disponible una base de datos homogénea y completa para América Latina por lo que tuvo que recurrirse a sendas fuentes de información.

Las variables utilizadas fueron las siguientes:

- Como indicador de actividad,  $y_t$ , se utilizó la variación porcentual trimestral del PIB Real. En los casos de México y Perú, éste corresponde al índice de volumen producido del International Financial Statistics (IFS, en adelante) del Fondo Monetario Internacional. Para el resto de países se utilizaron estadísticas de PIB Real publicadas por los respectivos Bancos Centrales, sobre todo en los años 90. Gran parte de datos de los años 80 se recopilaron de la Comunidad Andina y MERCOSUR. En ciertos casos, no se contó con estadísticas trimestrales de los primeros años de los años 80 por lo que se optó por perfilar la tasa de crecimiento anual a partir de indicadores de producción industrial. Por último, de ser necesario, se reemplazaron valores omitidos por extrapolaciones lineales consistentes con los datos de crecimiento anual del IFS.
- Como variable monetaria,  $m_t$ , en concordancia con el planteamiento teórico del SVAR, se utilizó la inflación del índice de precios al consumidor ( $\pi_t$ ). Los índices fueron extraídos del IFS. Dadas altas tasas de inflación en varios países de la muestra se consideró pertinente utilizar la transformación  $m_t = \pi_t / (1 + \pi_t)$ .
- Como indicador de demanda o dinámica del mercado monetario,  $d_t$ , se utilizó de los cambios porcentuales en la oferta monetaria real, la diferencia entre el crecimiento porcentual de la definición local de dinero y la inflación. La fuente es el IFS.
- Finalmente, como indicador fiscal,  $f_t$ , se usa las variaciones reales del Gasto Total del Gobierno General. Estos datos fueron obtenidos del IFS con excepción de Chile, Ecuador y el período 1989 – 1992 de Bolivia donde las cifras corresponden a los respectivos bancos centrales. La selección de este indicador de política fiscal respondió a la disponibilidad de la información y no necesariamente a la idoneidad de la variable en el análisis.

### A.3 Otras consideraciones

Es importante mencionar los siguientes puntos:

- Hubiera sido preferible trabajar con un Modelo de Corrección de Errores pero la falta de cointegración fue un problema recurrente en varios países. Luego, como se desprende de la descripción de los datos, con aras a desarrollar una metodología homogénea entre países, que el VAR estimado es un modelo en diferencias.
- El rezago óptimo,  $p$ , de la forma reducida (2) es para cada país el indicado por el Criterio de Schwartz. Se sabe que este criterio resguarda la parsimonia en el modelo, factor determinante al trabajar con una muestra reducida.
- Una vez estimadas las tasas de crecimiento sin efectos de políticas,  $y_t^{sinF}$  e  $y_t^{sinM}$  en (7), es sencillo simular un indicador del nivel del PIB sin efectos de política cuya tasa de

crecimiento a 4 trimestres es utilizada en el análisis del texto y en la inferencia de este estudio. El nivel del PIB sin la política  $X$  ( $X = F, M$ ) resuelve

$$PBI_t^{\sin X} = PBI_{t-1}^{\sin X} (1 + y_t^{\sin X})$$

## ANEXO B: PRUEBAS DE HIPÓTESIS Y RESULTADOS

En este anexo se describe el instrumental estadístico de inferencia utilizado tras las estimaciones detalladas en el Anexo A. Asimismo, se presentan los principales resultados.

### B.1 Pruebas sobre las Matrices de Correlación

Se tiene dos grupos de datos  $X_1$  y  $X_2$  de  $n$  países con matrices de correlación  $R_1$  y  $R_2$ , respectivamente. El estadístico

$$LR = (T - n)[\log(|R_2|) - \log(|R_1|)] \sim \chi^2\left(\frac{n(n-1)}{2}\right) \quad (8)$$

donde  $T$  es el tamaño muestral, permite contrastar la hipótesis

$H_0$  : Ambas matrices de correlación son iguales.

$H_1$  : El grupo  $X_1$  está más correlacionado que el grupo  $X_2$ .

Valores elevados de  $LR$  rechazan  $H_0$  y permiten concluir que las correlaciones entre los miembros de  $X_1$  son en promedio mayor que las de  $X_2$ .

Cuando  $R_2$  es la matriz identidad, el estadístico  $LR$  pasa a ser

$$LR = -(T - n)\log(|R_1|) \sim \chi^2\left(\frac{n(n-1)}{2}\right) \quad (9)$$

y la hipótesis contrastada se reinterpreta como

$H_0$  : El grupo  $X_1$  no está significativamente correlacionado.

$H_1$  : El grupo  $X_1$  está significativamente correlacionado.

### B.2 Resultados

En primer lugar se calculó la tasa de crecimiento a 4 trimestres de los indicadores de producción de la muestra latinoamericana y de 10 países europeos. La Figura N° 4 se basa en el siguiente cuadro.<sup>26</sup>

---

<sup>26</sup> Los números entre paréntesis de los Cuadros B1, B2 y B3 son cifras negativas.

**CUADRO B.1**

**CORRELACIONES DE LOS CICLOS ECONOMICOS EN AMERICA LATINA Y EUROPA, 1980 - 2002**

| América Latina |      |      |      |      |        |        |        |      |      |        |
|----------------|------|------|------|------|--------|--------|--------|------|------|--------|
|                | ARG  | BOL  | BRA  | CHI  | COL    | ECU    | PER    | URU  | VEN  | MEX    |
| ARG            | 1    | 0,32 | 0,14 | 0,44 | 0,26   | 0,05   | 0,22   | 0,60 | 0,51 | 0,21   |
| BOL            | 0,32 | 1    | 0,09 | 0,45 | 0,25   | 0,20   | 0,02   | 0,45 | 0,31 | 0,48   |
| BRA            | 0,14 | 0,09 | 1    | 0,26 | 0,48   | 0,08   | 0,52   | 0,39 | 0,12 | 0,01   |
| CHI            | 0,44 | 0,45 | 0,26 | 1    | 0,45   | 0,19   | 0,06   | 0,43 | 0,39 | 0,05   |
| COL            | 0,26 | 0,25 | 0,48 | 0,45 | 1      | 0,30   | 0,24   | 0,40 | 0,54 | (0,05) |
| ECU            | 0,05 | 0,20 | 0,08 | 0,19 | 0,30   | 1      | (0,09) | 0,13 | 0,39 | (0,01) |
| PER            | 0,22 | 0,02 | 0,52 | 0,06 | 0,24   | (0,09) | 1      | 0,40 | 0,07 | 0,04   |
| URU            | 0,60 | 0,45 | 0,39 | 0,43 | 0,40   | 0,13   | 0,40   | 1    | 0,46 | 0,38   |
| VEN            | 0,51 | 0,31 | 0,12 | 0,39 | 0,54   | 0,39   | 0,07   | 0,46 | 1    | 0,05   |
| MEX            | 0,21 | 0,48 | 0,01 | 0,05 | (0,05) | (0,01) | 0,04   | 0,38 | 0,05 | 1      |

| Europa |        |      |      |      |        |      |      |      |        |        |
|--------|--------|------|------|------|--------|------|------|------|--------|--------|
|        | ALE    | AUS  | BEL  | ESP  | FIN    | FRA  | HOL  | ITA  | ING    | SUE    |
| ALE    | 1      | 0,53 | 0,40 | 0,30 | (0,42) | 0,24 | 0,43 | 0,28 | (0,14) | (0,04) |
| AUS    | 0,53   | 1    | 0,58 | 0,56 | 0,12   | 0,62 | 0,58 | 0,47 | 0,18   | 0,35   |
| BEL    | 0,40   | 0,58 | 1    | 0,71 | 0,39   | 0,77 | 0,65 | 0,77 | 0,42   | 0,53   |
| ESP    | 0,30   | 0,56 | 0,71 | 1    | 0,45   | 0,79 | 0,50 | 0,62 | 0,48   | 0,55   |
| FIN    | (0,42) | 0,12 | 0,39 | 0,45 | 1      | 0,48 | 0,26 | 0,39 | 0,46   | 0,69   |
| FRA    | 0,24   | 0,62 | 0,77 | 0,79 | 0,48   | 1    | 0,49 | 0,66 | 0,45   | 0,58   |
| HOL    | 0,43   | 0,58 | 0,65 | 0,50 | 0,26   | 0,49 | 1    | 0,47 | 0,33   | 0,39   |
| ITA    | 0,28   | 0,47 | 0,77 | 0,62 | 0,39   | 0,66 | 0,47 | 1    | 0,36   | 0,54   |
| ING    | (0,14) | 0,18 | 0,42 | 0,48 | 0,46   | 0,45 | 0,33 | 0,36 | 1      | 0,54   |
| SUE    | (0,04) | 0,35 | 0,53 | 0,55 | 0,69   | 0,58 | 0,39 | 0,54 | 0,54   | 1      |

A continuación se calcularon las correlaciones de las tasas de crecimiento de las series simuladas de PIB sin efectos de política económica. La Figura N° 6 se basa en el siguiente cuadro.

## CUADRO B.2

### CORRELACIONES DE LOS CICLOS ECONOMICOS SIN POLITICA EN AMERICA LATINA, 1980 - 2002

| Sin política monetaria |      |      |      |      |      |      |      |       |      |      |
|------------------------|------|------|------|------|------|------|------|-------|------|------|
|                        | ARG  | BOL  | BRA  | CHI  | COL  | ECU  | PER  | URU   | VEN  | MEX  |
| ARG                    | 1    | 0,25 | 0,29 | 0,49 | 0,26 | 0,17 | 0,40 | 0,56  | 0,53 | 0,15 |
| BOL                    | 0,25 | 1    | 0,13 | 0,43 | 0,20 | 0,15 | 0,19 | 0,26  | 0,26 | 0,49 |
| BRA                    | 0,29 | 0,13 | 1    | 0,29 | 0,41 | 0,12 | 0,52 | 0,34  | 0,16 | 0,48 |
| CHI                    | 0,49 | 0,43 | 0,29 | 1    | 0,44 | 0,19 | 0,28 | 0,44  | 0,33 | 0,09 |
| COL                    | 0,26 | 0,20 | 0,41 | 0,44 | 1    | 0,40 | 0,15 | 0,39  | 0,53 | 0,10 |
| ECU                    | 0,17 | 0,15 | 0,12 | 0,19 | 0,40 | 1    | 0,18 | 0,13  | 0,45 | 0,07 |
| PER                    | 0,40 | 0,19 | 0,52 | 0,28 | 0,15 | 0,18 | 1    | 0,40  | 0,13 | 0,01 |
| URU                    | 0,56 | 0,26 | 0,34 | 0,44 | 0,39 | 0,13 | 0,40 | 1     | 0,41 | 0,25 |
| VEN                    | 0,53 | 0,26 | 0,16 | 0,33 | 0,53 | 0,45 | 0,13 | 0,41  | 1    | 0,08 |
| MEX                    | 0,15 | 0,49 | 0,48 | 0,09 | 0,10 | 0,07 | 0,01 | 0,025 | 0,08 | 1    |

| Sin política fiscal |      |        |        |        |        |        |        |       |        |        |
|---------------------|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|--------|--------|
|                     | ARG  | BOL    | BRA    | CHI    | COL    | ECU    | PER    | URU   | VEN    | MEX    |
| ARG                 | 1    | 0,33   | 0,02   | 0,38   | 0,19   | 0,07   | 0,36   | 0,56  | 0,46   | 0,23   |
| BOL                 | 0,33 | 1      | (0,12) | 0,34   | 0,00   | 0,09   | 0,00   | 0,41  | 0,28   | 0,44   |
| BRA                 | 0,02 | (0,12) | 1      | 0,09   | 0,40   | 0,12   | 0,45   | 0,32  | (0,02) | (0,07) |
| CHI                 | 0,38 | 0,34   | 0,09   | 1      | 0,43   | 0,01   | 0,13   | 0,48  | 0,39   | (0,07) |
| COL                 | 0,19 | 0,00   | 0,40   | 0,43   | 1      | 0,21   | 0,15   | 0,43  | 0,48   | (0,11) |
| ECU                 | 0,07 | 0,09   | 0,12   | 0,01   | 0,21   | 1      | (0,05) | 0,11  | 0,39   | (0,01) |
| PER                 | 0,36 | 0,00   | 0,45   | 0,13   | 0,15   | (0,05) | 1      | 0,36  | 0,12   | 0,03   |
| URU                 | 0,56 | 0,41   | 0,32   | 0,48   | 0,43   | 0,11   | 0,36   | 1     | 0,47   | 0,32   |
| VEN                 | 0,46 | 0,28   | (0,02) | 0,39   | 0,48   | 0,39   | 0,12   | 0,47  | 1      | 0,13   |
| MEX                 | 0,23 | 0,44   | (0,07) | (0,07) | (0,11) | (0,01) | 0,03   | 0,032 | 0,13   | 1      |

Las matrices de correlación de los choques estructurales del modelo SVAR detallado en el Anexo A se presentan en el Cuadro B3.

**CUADRO B.3**

**CORRELACIONES DE CHOQUES ESTRUCTURALES EN AMERICA LATINA, 1980 - 2002**

| Choques de oferta |        |      |        |      |        |        |        |        |        |        |
|-------------------|--------|------|--------|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
|                   | ARG    | BRA  | URU    | BOL  | PER    | COL    | ECU    | VEN    | CHI    | MEX    |
| ARG               | 1      | 0,09 | 0,26   | 0,18 | 0,16   | 0,29   | 0,33   | 0,18   | (0,08) | 0,14   |
| BRA               | 0,09   | 1    | 0,23   | 0,40 | 0,38   | 0,07   | 0,07   | 0,47   | 0,08   | 0,25   |
| URU               | 0,26   | 0,23 | 1      | 0,43 | 0,45   | 0,25   | 0,13   | 0,17   | (0,27) | 0,14   |
| BOL               | 0,18   | 0,40 | 0,43   | 1    | 0,02   | 0,08   | 0,10   | 0,24   | 0,12   | 0,50   |
| PER               | 0,16   | 0,38 | 0,45   | 0,02 | 1      | (0,01) | 0,03   | 0,05   | 0,06   | 0,16   |
| COL               | 0,29   | 0,07 | 0,25   | 0,08 | (0,01) | 1      | 0,18   | 0,45   | 0,24   | (0,04) |
| ECU               | 0,33   | 0,07 | 0,13   | 0,10 | 0,03   | 0,18   | 1      | (0,05) | 0,29   | 0,05   |
| VEN               | 0,18   | 0,47 | 0,17   | 0,24 | 0,05   | 0,45   | (0,05) | 1      | 0,09   | 0,56   |
| CHI               | (0,08) | 0,08 | (0,27) | 0,12 | 0,06   | 0,24   | 0,29   | 0,09   | 1      | 0,05   |
| MEX               | 0,14   | 0,25 | 0,14   | 0,50 | 0,16   | (0,04) | 0,05   | 0,56   | 0,05   | 1      |

| Choque monetarios |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
|                   | ARG    | BRA    | URU    | BOL    | PER    | COL    | ECU    | VEN    | CHI    | MEX    |
| ARG               | 1      | (0,03) | 0,21   | 0,01   | 0,12   | 0,02   | 0,02   | 0,18   | 0,23   | 0,07   |
| BRA               | (0,03) | 1      | (0,05) | (0,26) | (0,22) | 0,07   | (0,11) | (0,15) | (0,12) | 0,22   |
| URU               | 0,21   | (0,05) | 1      | (0,07) | 0,02   | 0,23   | 0,03   | (0,11) | 0,17   | (0,06) |
| BOL               | 0,01   | (0,26) | (0,07) | 1      | (0,36) | 0,12   | 0,18   | 0,01   | 0,03   | 0,22   |
| PER               | 0,12   | (0,22) | 0,02   | (0,36) | 1      | (0,09) | 0,12   | (0,19) | (0,12) | 0,14   |
| COL               | 0,02   | 0,07   | 0,23   | 0,12   | (0,09) | 1      | 0,16   | (0,09) | (0,05) | 0,19   |
| ECU               | 0,02   | (0,11) | 0,03   | 0,18   | 0,12   | 0,16   | 1      | (0,31) | (0,16) | (0,17) |
| VEN               | 0,18   | (0,15) | (0,11) | 0,01   | (0,19) | (0,09) | (0,31) | 1      | 0,29   | 0,13   |
| CHI               | 0,23   | (0,12) | 0,17   | 0,03   | (0,12) | (0,05) | (0,16) | 0,29   | 1      | (0,10) |
| MEX               | 0,07   | 0,22   | (0,06) | 0,22   | 0,14   | 0,19   | (0,17) | 0,13   | (0,10) | 1      |

| Choques fiscales |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
|------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
|                  | ARG    | BRA    | URU    | BOL    | PER    | COL    | ECU    | VEN    | CHI    | MEX    |
| ARG              | 1      | 0,25   | 0,20   | 0,18   | (0,06) | (0,05) | 0,02   | 0,02   | 0,18   | 0,07   |
| BRA              | 0,25   | 1      | 0,16   | 0,07   | 0,20   | 0,08   | 0,26   | 0,40   | (0,06) | 0,01   |
| URU              | 0,20   | 0,16   | 1      | (0,01) | (0,01) | 0,16   | 0,00   | 0,09   | 0,22   | (0,09) |
| BOL              | 0,18   | 0,07   | (0,01) | 1      | 0,02   | 0,16   | (0,07) | 0,13   | 0,19   | 0,07   |
| PER              | (0,06) | 0,20   | (0,01) | 0,02   | 1      | 0,16   | 0,07   | (0,33) | 0,07   | 0,10   |
| COL              | (0,05) | 0,08   | 0,16   | 0,16   | 0,16   | 1      | 0,28   | 0,26   | 0,06   | (0,02) |
| ECU              | 0,02   | 0,26   | 0,00   | (0,07) | 0,07   | 0,28   | 1      | 0,24   | 0,52   | (0,02) |
| VEN              | 0,02   | 0,40   | 0,09   | 0,13   | (0,33) | 0,26   | 0,24   | 1      | 0,08   | 0,09   |
| CHI              | 0,18   | (0,06) | 0,22   | 0,19   | 0,07   | 0,06   | 0,52   | 0,08   | 1      | 0,01   |
| MEX              | 0,07   | 0,01   | (0,09) | 0,07   | 0,10   | (0,02) | (0,02) | 0,09   | 0,01   | 1      |

Con esta información es posible realizar pruebas de Hipótesis. El Cuadro N° 1 del texto es basado en el Cuadro B.4 que aplica pruebas del tipo (9) utilizando las matrices mostradas en el Cuadro B.3.

**CUADRO B.4**

**PRUEBAS LR PARA CORRELACIONES ENTRE CHOQUES ESTRUCTURALES, 1980 - 2002**

| <b>H<sub>0</sub>: Los choques {...} no están significativamente correlacionados entre países *</b> | <b>Toda la Muestra</b> | <b>Sudamérica</b> | <b>MERCOSUR</b> | <b>CAN</b>      | <b>ECU, COL y VEN</b> |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------|-------------------|-----------------|-----------------|-----------------------|
| ... de oferta                                                                                      | 285,9<br>(0,000)       | 190,5<br>(0,000)  | 10,6<br>(0,014) | 29,2<br>(0,001) | 23,2<br>(0,000)       |
| ... monetarios                                                                                     | 52,8<br>(0,198)        | 35,6<br>(0,485)   | 1,8<br>(0,616)  | 13,5<br>(0,199) | 4,6<br>(0,206)        |
| ... fiscales                                                                                       | 60,6<br>(0,060)        | 59,1<br>(0,009)   | 4,2<br>(0,238)  | 15,3<br>(0,120) | 6,5<br>(0,089)        |
| <b>Grados de Libertad</b>                                                                          | <b>45</b>              | <b>36</b>         | <b>3</b>        | <b>10</b>       | <b>3</b>              |

\* Las cifras entre paréntesis corresponden a los *p-values*. Una prueba con *p-value* cercano a cero rechaza H<sub>0</sub>.

**CUADRO B.5**

**PRUEBAS LR PARA CORRELACIONES ENTRE CICLOS SIN CHOQUES DE POLÍTICA, 1980 - 2002**

|                                                                                                                                                                                                        | <b>Toda la Muestra</b> | <b>Sudamérica</b> | <b>MERCOSUR</b> | <b>CAN</b>      | <b>ECU, COL y VEN</b> |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------|-------------------|-----------------|-----------------|-----------------------|
| H <sub>0</sub> : Las tasas de crecimiento de los PIB observadas no están significativamente más correlacionadas entre países que las tasas de crecimiento de los PIB sin Política Fiscal *             | 159,9<br>(0,000)       | 141,9<br>(0,000)  | 33,2<br>(0,000) | 39,6<br>(0,000) | 28,4<br>(0,000)       |
| H <sub>0</sub> : Las tasas de crecimiento de los PIB observadas no están significativamente más correlacionadas entre países que las tasas de crecimiento de los PIB sin Política Monetaria *          | 27,1<br>(0,984)        | 3,9<br>(1,000)    | 0,1<br>(0,988)  | 6,2<br>(0,802)  | 6,4<br>(0,094)        |
| H <sub>0</sub> : Las tasas de crecimiento de los PIB sin Política Monetaria no están significativamente más correlacionadas entre países que las tasas de crecimiento de los PIB sin Política Fiscal * | 132,8<br>(0,000)       | 138,0<br>(0,000)  | 33,4<br>(0,000) | 33,4<br>(0,000) | 22,0<br>(0,000)       |
| <b>Grados de Libertad</b>                                                                                                                                                                              | <b>45</b>              | <b>36</b>         | <b>3</b>        | <b>10</b>       | <b>3</b>              |

\* Las cifras entre paréntesis corresponden a los *p-values*. Una prueba con *p-value* cercano a cero rechaza H<sub>0</sub>.

Los cálculos corresponden a tasas de crecimiento a cuatro trimestres.



## BIBLIOGRAFIA

BLANCHARD, OLIVER Y DANNY QUAH. "The Dynamic Effect of Aggregate Demand and Supply Disturbances". *American Economic Review*, 79, pp. 655 – 673. 1989.

BAYOUMI, TAMIN Y BARRY EICHENGREEN. "Shocking aspects of European Monetary Unification". *Working Paper N° 3949*. National Bureau of Economic Research. 1992.

CALDERÓN, CÉSAR; ALBERTO CHONG Y ERNESTO STEIN. "Does Trade Integration Generate Higher Business Cycle Synchronization?". *Documento de Trabajo*. Banco Central de Chile. 2002.

CERRO, ANA MARÍA Y PINEDA, JOSÉ. "Does Common Cycles Exist in Latin American Countries?". Trabajo presentado en la XXXVII Reunión Anual de la Asociación Argentina de Economía Política. 2001.

CORBO, VITTORIO. "Monetary Policy in Latin America in the 90s". *Documento de Trabajo*, N° 78. Banco Central de Chile. 2000.

COTÉ, AGATHE. "Exchange Rate Volatility and Trade: A Survey". *Working Paper*, 94-5, Bank of Canada. 1994.

EICHENGREEN, BARRY. "One money for Europe? Lessons of the U.S. Currency Union". *Economic Policy*, 10, pp. 118 – 187. 1990.

ESCAITH, HUBERT E IGOR PAUNOVIC. "Regional Integration in Latin America and Dynamic Gains from Macroeconomic Cooperation". Trabajo preparado para la 2da. Conferencia del REDIMA. 2002.

ESCAITH, HUBERT; CHRISTIAN GHYMERS Y ROGERIO STUDART. "Regional Integration and the Issue of Choosing an Appropriate Exchange-rate Regime in Latin America". *Macroeconomía del Desarrollo*, 14. CEPAL. 2002.

EUROPEAN COMMISSION. "One Market, One Money", en *European Economy*. 1989.

FRANKEL, JEFFREY Y ANDREW ROSE. "The Endogeneity of The Optimum Currency Area Criteria". *The Economic Journal*, 108, pp. 1009 – 1025. 1998.

GLICK REUVEN Y ANDREW ROSE "Does a Currency Union Affect Trade? The Time Series Evidence". *Working Paper N° 8396*. National Bureau of Economic Research. 2001.

HOCHREITER, EDUARD; KLAUS SCHMIDT-HEBBEL Y GEORG WINCKLER. "Monetary Union: European Lessons, Latin American Prospects". *Documento de Trabajo N° 167*. Banco Central de Chile. 2002.

HOFFMAISTER, ALEXANDER Y JORGE ROLDÓS. "Are Business Cycles Different in Asia and Latin America?". *Working Paper WP/97/9*. International Monetary Fund. 1997.

KRUGMAN, PAUL Y MAURICE OBSTFELD. *International Economics: Theory and Policy*. Cuarta Edición. Addison Wesley Longman, Inc. 1997.

MUNDELL, ROBERT. “A Theory of Optimum Currency Areas” *American Economic Review*, 51, 4, pp. 657 – 665. 1961.

PERSON, TORSTEN Y GUIDO TABELLINI. “Designing Institutions for Monetary Stability”. *Carnegie Rochester Series in Public Policy*. Fall, 1993.

PINEDA, JOSÉ Y JULIO PINEDA. “Evaluación de la Viabilidad de una Unión Monetaria para la Comunidad Andina de Naciones”. (Mimeo). 2002.

QUISPE-AGNOLI, MYRIAM. “Monetary Policy Alternatives for Latin America”. *Economic Review*, 86 (3), pp. 43 – 53. Federal Reserve Bank of Atlanta. 2001.

THE ECONOMIST. “Restoring Europe’s Smile”. Octubre 24. 2002.

SCHUBERTH, HELENE Y GERT WEHINGER. “Room for Manoeuvre of Economic Policy in EU Countries, are there Costs of Joining EMU?”. *Working Paper* N° 35, Oesterreichische Nationalbank. 1998.

SCANDIZO, STEFANIA. “Options for Monetary Integration in the Andean Community”. (Mimeo). 2001.



*Banco Interamericano de Desarrollo  
Departamento de Integración y Programas Regionales  
Instituto para la Integración de América Latina y el Caribe*

---

**MENCIÓN ESPECIAL:**

**Igor Barenboim - BRASIL**



# UNIÃO MONETÁRIA PARA ARGENTINA E BRASIL: UMA ANÁLISE EMPÍRICA

Igor Barenboim \*

## I. INTRODUÇÃO

Recentemente, a *panacéia* de “um país, uma moeda” vem sendo questionada. Basicamente dois fatores vêm contribuindo para essa tendência: a intensificação do processo de “globalização” e uma maior preocupação com a estabilidade de preços, o que vem implicando na diminuição da ênfase em políticas macroeconômicas independentes, que visam a manutenção do pleno emprego. Essa tendência pode ser vista claramente através da história monetária contemporânea dos países latino-americanos.

A partir do início dos anos 90, o problema inflacionário começou a ser resolvido na América Latina. Mais precisamente em 1991, começava o Ministro Cavallo levava a cabo um plano de estabilização na Argentina, que consistia em um sistema de *currency board* onde o peso estava atrelado ao dólar americano. No Brasil a vitória contra a inflação alta veio um pouco mais tarde. Em 1994 após cinco tentativas de estabilização, o plano real, finalmente, foi capaz de derrotar as expectativas de inflação dos agentes econômicos.

Ambos os planos tinham elementos em comum, contudo se distinguem em certos aspectos. A diferença entre planos se refere, basicamente, a quão forte as instituições devem ser para dar credibilidade suficiente ao sistema monetário. Na Argentina, o sistema de *currency board* foi construído de forma a dar a maior credibilidade possível a sua moeda. Para tal, o valor do peso argentino em termos de dólares americanos foi garantido por lei constitucional, a mais credível instituição democrática do país.

Já o Brasil estabilizou a sua moeda sem fazer um compromisso tão forte quanto o seu vizinho. Embora, o preço mais importante da economia, a taxa de câmbio, estivesse de certa forma fixa, não permitindo uma política monetária discricionária por parte do Banco Central do Brasil. O valor do real variava com vagar em termos de dólares americanos. O sistema cambial que foi visto no Brasil até o início de 1999 era um tipo de *crawling peg*, banda diagonal endógena. Portanto, ao contrário do caso argentino reais e dólares não eram substitutos perfeitos, o que permitiu ao Brasil desenvolver a sua economia baseada na sua nova moeda.

A diferença entre os modelos adotados por estes países, foi motivo de um grande debate político-econômico na região. Alguns economistas argumentavam que o modelo brasileiro nunca teria sucesso na estabilização de sua moeda e na manutenção desta estabilidade, uma vez que o

---

\* Economista da Gávea Investimentos; visitou a CEPAL em Washington, D.C. em 2002 e a Universidade da Califórnia em San Diego em 2001. Graduou-se em economia pela PUC do Rio de Janeiro. O autor gostaria de agradecer os comentários e sugestões de Afonso Bevilacqua, Clive Granger, Fabio Giambiagi e James Rauch.

sistema cambial era muito frágil. Outros diziam que a Argentina estava conduzindo a sua economia para uma grande armadilha, uma vez que estava amarrando as suas mãos em demasiado, o que seria uma forma muito cara no longo prazo de pagar baixas taxas de juros e ter um baixo risco de inflação no curto prazo.

Ambos os países experimentaram altas taxas de crescimento após a estabilização monetária. Esse crescimento foi sustentado até a ocorrência alguns eventos chave no mercado internacional de capitais. Eventos como a crise asiática, a moratória russa e a crise de liquidez nos mercados de capitais desenvolvidos levaram a uma diminuição no fluxo de capitais para mercados emergentes. Desde então a sustentabilidade dos sistemas cambiais argentino e brasileiro foi questionada.

Em janeiro de 1999, o Brasil abandonou o sistema de cambial de *crawling peg* deixando o real flutuar frente ao dólar americano. Contrariando as expectativas da maioria, o Brasil foi capaz de evitar o retorno da hiper-inflação e recessão, adotando um sistema monetário disciplinado, o sistema de metas de inflação. Ao mesmo tempo a economia argentina começou a entrar em uma recessão profunda, devido a situação internacional previamente mencionada e aos eventos ocorridos no Brasil. Como a desvalorização do peso seria muito mais custosa, a Casa Rosada decidiu manter um peso forte e esperar pelo ajuste do câmbio real através da diminuição do nível de preços. De fato, preços e especialmente salários provaram ser muito rígidos, tornando este ajuste não factível. A recessão e o desemprego atingiram níveis não sustentáveis na Argentina. Após três anos desta situação caótica o peso foi desvalorizado, acarretando a perda da preciosa âncora monetária argentina.

O objetivo deste artigo é entender, se após o colapso da paridade peso-dólar e a recente instabilidade do real, Brasil e Argentina estariam mais próximos do caminho da unificação monetária. Pode-se argumentar que a Argentina está vivendo complicados problemas domésticos e portanto não seria ótimo o envolvimento deste país em compromissos internacionais. No entanto, este compromisso pode ser uma solução para um de seus maiores problemas. Este país não tem feito política monetária desde o fim da sua era inflacionária, ou seja, a Argentina não possui uma história recente de um controle disciplinado da oferta monetária. Por isso o desenvolvimento de um arranjo monetário que ofereça credibilidade para o Banco Central Argentino e que ao mesmo tempo não tire completamente a sua autonomia, pode ser eficiente.

Uma união monetária entre o Brasil e a Argentina pode ser visto desta maneira, uma vez que este comprometimento não seria unilateral como o antigo *currency board* argentino. A credibilidade surgiria das instituições do acordo *per se*, pois estas evitariam a inconsistência temporal da política monetária do novo Banco Central. Além disso dentro deste cenário os dois países continuariam capazes de fazer política monetária, porém teriam que fazê-la em conjunto. Logo, este arranjo monetário pode ser compreendido como algo entre o sistema de *currency board* argentino, onde o componente de credibilidade era muito enfatizado e o sistema de câmbio flutuante, onde o excesso de autonomia do banco central pode levar estes países a conduzirem políticas monetárias discricionárias. Este compromisso pode ser visto também como uma solução para a falta de coordenação macroeconômica da região evitando políticas “*beggar thy neighbor*” entre esses países.

O interesse do Brasil pela moeda única, por sua vez, pode ou não se tornar teoricamente evidente dependendo dos resultados do jogo macroeconômico dos próximos meses. Na realidade, é

necessário esperar para ver se o Banco Central do Brasil conseguirá retomar a credibilidade que veio perdendo nos últimos dois anos. Caso o BCB obtenha sucesso nos próximos meses o Brasil se confrontará com um *trade off* entre a perda da autonomia relativa da política monetária e o ganho de credibilidade entre outros benefícios. No entanto, caso o BCB não tenha sucesso, o custo principal da unificação monetária se dissipará.

Para alcançar o nosso objetivo, precisamos estudar o nível de assimetria dos choques que afetam ambos os países, contrastando o custo que daí surgem com os benefícios possíveis advindos da união monetária. Para tal este artigo é organizado da seguinte maneira. A próxima sessão apresenta uma breve resenha da literatura de áreas monetárias ótimas. A terceira sessão descreve como a Argentina e o Brasil preenchem algumas condições para utilizar a mesma moeda. A quarta sessão estuda a simetria dos choques nestes países. A quinta sessão discute algumas peculiaridades destes países e os incentivos para a adoção de uma moeda única. A última sessão conclui.

## II. UMA BREVE REVISÃO DA LITERATURA DE ÁREAS MONETÁRIAS ÓTIMAS

Esta revisão começa com os trabalhos seminais de Mundell[1961], McKinnon[1963], e Kenen[1969], através dos quais obteremos uma visão geral da teoria de áreas monetárias ótimas. Finalmente, enfatizaremos os pontos teóricos chave que determinam a otimalidade de uma área monetária, para podermos buscar nas próximas seções evidência empírica com respeito a estas condições para Argentina e Brasil.

### A. Os Trabalhos Clássicos

*“A Teoria de Áreas Monetárias Ótimas”, Mundell*

A teoria de áreas monetárias ótimas surgiu durante a era de Bretton Woods, quando as crises nos balanços de pagamentos tinham se tornado acontecimentos muito frequentes. Naquela época estava se tornando óbvio que crises periódicas do BdP permaneceriam ocorrendo enquanto taxas de câmbio fixas, preços e níveis salariais rígidos estivessem impedindo o ajustamento natural dos termos de troca. Essa teoria veio, basicamente, como outra alternativa para o sistema monetário, quando a outra alternativa plausível existente era um sistema de taxas de câmbio flexíveis. Mundell não estava argumentando que o mundo era uma área monetária ótima; por isso, para ele, permitir que algumas taxas de câmbio variassem seria eficiente. No entanto, não estava claro que essas taxas de câmbio variáveis seriam, necessariamente, moedas nacionais. Para começar analisaremos os diferentes sistemas cambiais e suas peculiaridades.

Primeiro se faz valer uma breve descrição do que é uma crise no balanço de pagamentos em um ambiente de taxas de câmbio nominais fixas. Para que os países mantenham a paridade cambial é preciso compensar os déficits ou superávites no balanço de pagamentos com variações nas reservas internacionais. Neste ambiente, se um país se encontra pouco competitivo e portanto vem tendo déficits no BdP dada a rigidez da taxa de câmbio nominal, dos preços e dos salários, as reservas oficiais podem se esvaír antes de que o ajuste da economia tome efeito. Neste quadro o país já se encontrará em meio a uma crise do BdP.

Para ilustrar essa análise, considere dois países Y e Z. Assuma que as taxas cambiais de Y e Z são fixas e que, também, no período zero os dois países estão em pleno emprego e têm a balança de pagamentos em equilíbrio. Suponha que no período 1 há uma mudança estrutural na demanda, de forma que consumidores passam a preferir bens do país Y a bens do país Z. Assumindo que tanto preços como salários nominais são rígidos no curto prazo, e que as autoridades monetárias dos dois países lutam contra a inflação, o que acontecerá? O desemprego no país Z e a pressão inflacionária no país Y vão crescer. *Ceteris Paribus* a renda do país Z deverá cair e se isso não pode ocorrer via preços (termos de troca), já que Z não pode abaixar os preços dada a rigidez e Y não deixará os preços subirem, os canais de ajuste a choques serão a produção e o emprego.

Usando as mesmas asserções, suponha que o câmbio entre os dois países Y e Z seja flexível. Uma vez que haja uma mudança na preferência dos bens do país Z para os bens do Y, a taxa de câmbio do Y apreciará com respeito a moeda de Z, mudando os termos de troca e levando os dois países de volta ao equilíbrio na balança de pagamentos e ao pleno emprego.

Agora, em vez de uma economia com dois países, considere duas regiões Y e Z, por onde circula a mesma moeda controlada por apenas um banco central. Assuma que o principal objetivo desse banco central é atingir o pleno emprego. Dado o mesmo choque dos exemplos anterior, como o resultado se diferenciará? O desemprego irá aumentar na região Z, assim como o a pressão inflacionária na região Y. Contudo, a única autoridade monetária, responderá pelo desemprego, expandindo a oferta. Isso trará a região Z de volta para o pleno emprego e agravará a pressão inflacionária em Y.

Por isso, numa área monetária que compreenda sistemas monetários de diferentes países, o nível de emprego de países deficitários depende da disposição dos países superavitários a inflacionar. Todavia, numa área monetária com apenas uma moeda, o nível de inflação é regulado pela disposição do banco central para permitir desemprego.

Assim, num primeiro momento, pode-se argumentar que todo bolsão de desemprego deveria ter sua própria moeda, já que eles seriam sempre capazes de manter o pleno emprego. Entretanto, escolher o número ótimo de moedas não é tão simples, uma vez que os custos de transações comerciais são uma função crescente da quantidade de moedas. Além disso, dinheiro é uma conveniência que se torna menos conveniente quanto mais restrito for o seu uso.

Em um mundo com uma grande quantidade de moedas, o dinheiro preenche suas funções com menos adequação no sentido de que os lugares em que pode ser usado como meio de troca ou unidade de conta são muito restritos. Vale salientar também que nesse mundo o fluxo de informações sobre preços relativos de bens é mais restrito, o que gera ineficiência e oportunidades para a arbitragem.

Outros limites superiores para o número de moedas no mundo são: (1) mercados cambiais estrangeiros têm que ser grandes para evitar que um único especulador esteja apto a afetar o preço de mercado; (2) Afim de reduzir a renda real, as pessoas preferirão um ajuste nas taxas cambiais que uma mudança salarial ou nos preços, portanto quanto menor o domínio de uma moeda e quanto maior a quantidade de importações, maior será o repasse cambial nessa economia, ou seja, o nível de dinheiro ilusório se torna maior, quanto menores forem os domínios de uma moeda.

Como podemos ver, evitar que todo par de regiões na mesma área monetária sofra choques assimétricos não parece ser uma boa idéia. Senão veremos um mundo cheio de fronteiras e com uma quantidade ineficiente de custos transacionais envolvidos nas trocas. Portanto, se a responsabilidade de atingir o pleno emprego é apenas da política monetária, o “trade off” entre inflação e ineficiência comercial se torna muito relevante. Entretanto, não discutimos ainda sobre como o processo de ajuste influi na economia real, isto é, na mobilidade dos fatores produtivos.

Para ilustrar, cabe utilizar novamente o modelo das duas regiões Y e Z compartilhando a mesma moeda e em pleno emprego no período zero, mas agora assuma que haja perfeita mobilidade de fatores produtivos entre essas duas regiões. Dada uma mudança na demanda dos bens de Z para os de Y no período 1, a renda real na região Z diminuirá. Logo em equilíbrio, toda a capacidade ociosa disponível e os desempregados da região Z migrarão para Y, aumentando a oferta de bens de Y, impedindo variações dos preços dos bens.

Com isso, regiões que compartilham a mesma moeda e sofrem choques assimétricos, podem voltar para o pleno emprego sem o custo da inflação se houver suficiente mobilidade de fatores produtivos entre essas regiões. Nesse sentido, chamaremos essas regiões de áreas monetárias ótimas.

Como pode-se ver, a mobilidade dos fatores produtivos tem fortes implicações na teoria monetária do comércio, assim como na teoria internacional do comércio. Basicamente, num mundo hipotético, onde fatores podem mover-se livremente, o pleno emprego é alcançável sem esforços monetários. Porém, na prática, autoridades monetárias acabam exercendo um papel fundamental em levar as economias de volta ao pleno emprego, já que normalmente fatores de produção, especialmente trabalho, não são suficientemente dinâmicos.

#### *“As Áreas Monetárias Ótimas” McKinnon[1963]*

A maior contribuição desse trabalho para a teoria das áreas monetárias ótimas foi o postulado de McKinnon, que consiste no fato de que economias muito abertas preferem não usar as taxas de câmbio para ajustar preços relativos. Isso deve ocorrer, uma vez que quanto mais aberta for a economia, maior será a quantidade de bens comerciáveis disponíveis no mercado interno e portanto mais dependente do preço do mercado internacional ficará esta economia. Desta forma, o ajuste real da taxa de câmbio seria menor, pois os preços domésticos também se ajustarão.

Outra característica que também tem um papel essencial na análise é o tamanho do país. *Ceteris Paribus*, quanto menor é o país, menor é a capacidade de fixar preços independentemente, pois a diversidade econômica é uma função negativa do tamanho do país. Portanto, o postulado de McKinnon diz que uma pequena e aberta economia não terá incentivos para ajustar sua renda real através das taxas de câmbio, enquanto que uma economia grande e fechada economia os terá.

No entanto, este postulado foi discutido recentemente em Ricci [1997], utilizando o modelo Mundell-Fleming, ele mostra que o custo de fixar taxas de câmbio é maior para uma economia pequena e aberta, pois estas estão mais sujeitas a choques externos. Isso significa que economias pequenas e abertas precisam de mais ferramentas para ajustar a estes choques, o que nos leva a crer que elas precisam Ter a taxa de câmbio como mais um instrumento de política econômica. Logo, não é teoricamente claro qual tipo de políticas cambiais esses países devem adotar.

#### *“A Teoria das Áreas Monetárias Ótimas: Uma Visão Eclética” Kenen [1969]*

O resultado básico desse trabalho é que quanto maior o nível de diversificação das economias membros de uma área monetária, menor o custo esperado de um choque assimétrico. O autor mostra que essa relação negativa resulta, essencialmente, das seguintes razões: (1) Quanto mais diversificadas são as economias, mais similares elas ficam entre si, e portanto menor a probabilidade de um choque afetá-las de maneira assimétrica. (2) A diversificação de uma economia *per se*, deve reduzir a incidência de choques assimétricos, pois choques aleatórios acontecem em diferentes indústrias ao mesmo tempo, e neste sentido fica mais provável que os choques que ocorram nas diferentes indústrias tenham sinal contrário compensando ao menos em parte um ao outro. Em suma, em economias mais diversificadas é pouco provável que um choque

específico seja percebido como um choque sofrido por um país, deste modo, quão mais diversa uma economia menos esta perderá ao entrar em uma união monetária.

## **B. Condições Teóricas para uma Área Monetária Ótima**

- (i) Livre movimentação dos fatores de produção entre os países membros. Vale lembrar que segundo Mundell[1961], tal mobilidade dos fatores é um canal a mais de ajuste às idiosincrasias assimétricas.
- (ii) Alto nível de integração comercial. Uma área monetária comum para uma região bem integrada, implica ganhos significativos de eficiência, uma vez que os custos transacionais diminuirão. Por outro lado, se esses países não comerciam entre si, não há nenhum incentivo da economia real para compartilhar-se a mesma moeda.
- (iii) Choques simétricos. Se países sofrem a distúrbios simétricos no mesmo período, eles não terão grandes problemas em submeter-se a mesma autoridade monetária, na medida em que esta poderá acomodar sem conflitos os distúrbios de ambos.
- (iv) Economias bem diversificadas. Como Kenen[1969] dizia, há uma relação negativa entre diversidade econômica e custos esperados de choques assimétricos.

Na próxima seção, estudaremos como o Brasil e a Argentina podem satisfazer (i), (ii), e (iv), deixando a investigação da simetria dos choques para a seção IV.

### III. EVIDÊNCIA EMPÍRICA EM ALGUMAS CONDIÇÕES TEÓRICAS DE UMA AMO

Após essa análise cuidadosa sobre a teoria de AMOs, podemos dizer que a viabilidade de um acordo monetário entre Brasil e Argentina passa a ser uma questão empírica. Portanto tentaremos verificar nesta seção: (A) o grau de mobilidade de fatores de produção entre estes países, (B) a intensidade de comércio intra-regional e (C) quão diversificadas são estas economias.

#### A. Mobilidade dos fatores de produção

Ao invés de fazermos uma análise sobre a mobilidade dos fatores de produção em geral, analisaremos, a priori, a mobilidade de capitais e logo depois, em separado, a mobilidade da força de trabalho. Dessa maneira teremos uma imagem desagregada facilitando a compreensão dos dados.

##### *Mobilidade de Capitais*

Apesar da ausência de barreiras à mobilidade de capitais entre os países do MERCOSUL, quando olhamos para os dados, não conseguimos identificar nenhum grande fluxo de capital entre Brasil e Argentina. Como podemos observar nas tabelas 1 e 2 o capital brasileiro investido na Argentina representa apenas 1,7% do total de investimento estrangeiro direto que entrou lá de 1990 até 1999. O fluxo de capitais no outro sentido é menor ainda. Será que isso significa que não há mobilidade de capitais suficiente entre esses dois países?

Não necessariamente, se nos lembrarmos que ambos os países são receptores líquidos de capital e que 2 bilhões de dólares como proporção do total de investimentos diretos que o Brasil fez durante esta década é provavelmente um número grande. I.e., controlando por outras características como o tamanho da economia, esses países podem ser vistos como grandes investidores mútuos. Porém, pode-se argumentar que entre receptores líquidos de capitais, o livre movimento de capitais não é um canal importante de ajuste.

No entanto, não é suficiente olhar apenas para fluxos, ou quantidades para chegar a alguma conclusão sobre a integração de mercados, é também necessário olhar para preços, ou neste caso, para taxas de juros. Logo, vamos estudar como as taxas de juros diferem entre estes países.

Contudo, não podemos comparar as taxas de juros do Brasil e da Argentina sem nenhum tratamento antecipado, porque o regime de cambio destes dois países era diferente. O “currency board” argentino assegurava a este país taxas de juros mais baixas, enquanto que as taxas de juros brasileiras tinha que ser bem mais altas para compensar a menor credibilidade do regime. Por isso, para fazermos uma comparação razoável das taxas de juros destes dois países, precisamos extrair das taxas o componente de desvalorização esperada. Para na verdade, compararmos o risco de moratória destes dois países. A metodologia que utilizamos para tal é explanada no Apêndice 1.

TABELA 1

| PRINCIPAIS PAÍSES INVESTIDORES NA ARGENTINA |                   |              | PRINCIPAIS PAÍSES INVESTIDORES NO BRAZIL |                   |              |
|---------------------------------------------|-------------------|--------------|------------------------------------------|-------------------|--------------|
| Milhões de US\$                             |                   |              | Milhões de US\$                          |                   |              |
| 1990-1999 (cum)                             |                   |              | 1996-2000 (cum)                          |                   |              |
|                                             | Fluxos acumulados | %            |                                          | Fluxos acumulados | %            |
| United States                               | 48.731            | 38,1         | United States                            | 24.536            | 23,7         |
| Canada                                      | 3.138             | 2,5          | Canada                                   | 1.102             | 1,1          |
| European Union                              | 59.472            | 46,5         | European Union                           | 57.018            | 55,0         |
| Spain                                       | 31.873            | 24,9         | Spain                                    | 21.548            | 20,8         |
| Netherlands                                 | 2.412             | 1,9          | Portugal                                 | 7.563             | 7,3          |
| France                                      | 10.293            | 8,0          | Netherlands                              | 9.650             | 9,3          |
| Italy                                       | 6.249             | 4,9          | France                                   | 7.902             | 7,6          |
| United Kingdom                              | 5.336             | 4,2          | Italy                                    | 1.613             | 1,6          |
| Germany                                     | 2.565             | 2,0          | United Kingdom                           | 2.064             | 2,0          |
| Mercosur                                    | 2.363             | 1,8          | Germany                                  | 1.676             | 1,6          |
| Brazil                                      | 2147              | 1,7          | Mercosur                                 | 989               | 1,0          |
| Uruguay                                     | 216               | 0,2          | Uruguay                                  | 458               | 0,4          |
| Chile                                       | 8.411             | 6,6          | Argentina                                | 531               | 0,5          |
| Mexico                                      | 1494              | 1,2          | Switzerland                              | 1.118             | 1,1          |
| Switzerland                                 | 1.296             | 1,0          | Japan                                    | 1.471             | 1,4          |
| Japan                                       | 407               | 0,3          | Fiscal Paradises <sup>(1)</sup>          | 14.675            | 14,2         |
| Others                                      | 2.693             | 1,9          | Others                                   | 2.778             | 2,7          |
| <b>TOTAL</b>                                | <b>128.005</b>    | <b>100,0</b> | <b>TOTAL</b>                             | <b>103.688</b>    | <b>100,0</b> |

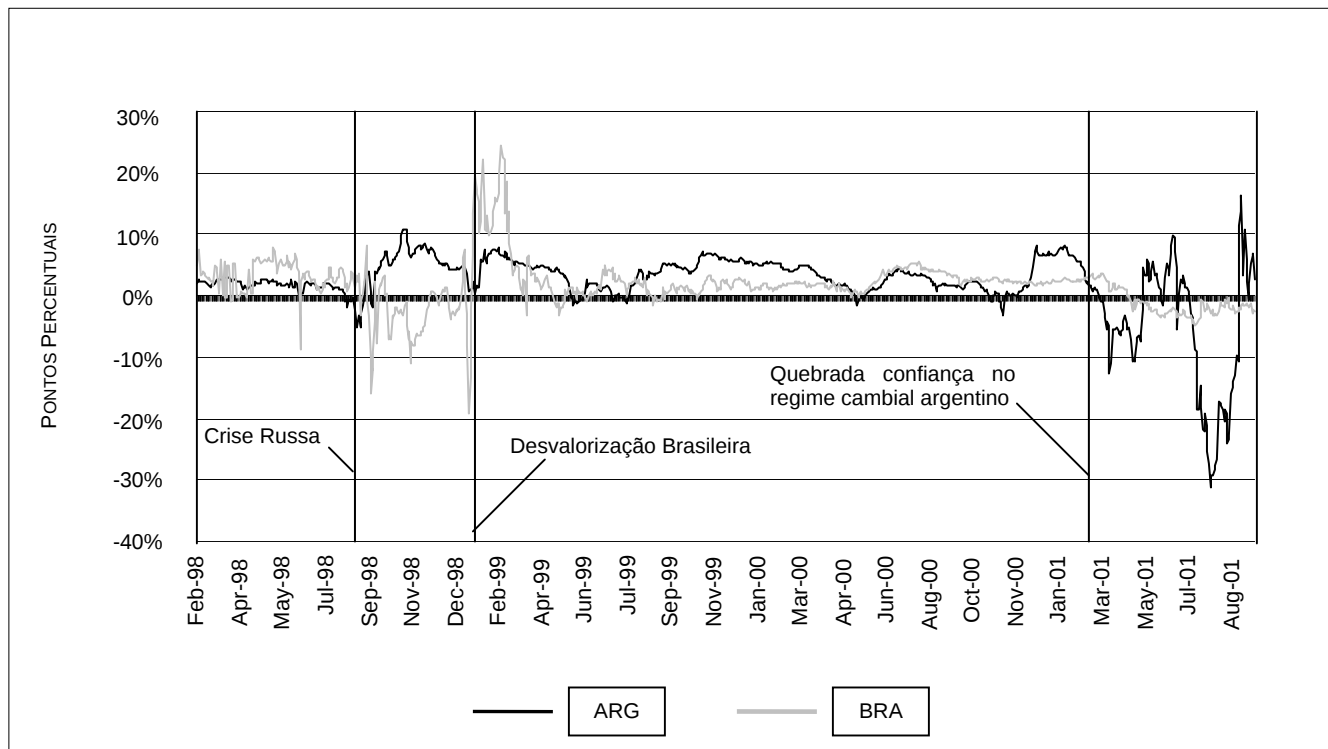
<sup>(1)</sup> British Virgin Islands, Cayman Islands, Bermudas, Panama e Bahamas Islands

Fonte: Centro de Estudios para la Producción (CEP) e Banco Central do Brasil (BCB).

Através da metodologia que adotamos escrevemos o puro risco de moratória como a taxa de juros doméstica menos a taxa de juros externa, menos o prêmio cambial, menos o prêmio de convertibilidade. Os dois últimos termos podem ser medidos juntos tirando a diferença entre NDF's, que são negociados em Nova Iorque e o preço spot do real brasileiro e do peso argentino em termos de dólares. Para taxa de juros internacionais utilizamos as taxas de uma ano do tesouro americano e como taxas domésticas usamos o Swap Dix Pre negociado na BM&F em São Paulo e a taxa Baibor negociada em Buenos Aires.

Olhando para o prêmio de risco puro de moratória, no Gráfico 1, podemos observar que durante períodos sem fortes choques exógenos, a diferença entre os retornos requeridos nos diferentes países não parecem ser grandes, logo, pode-se argumentar que o mercado de capitais destes dois países parece ser razoavelmente integrado.

**GRÁFICO 1**  
**RISCO DE MORATÓRIA**



### *Mobilidade do Fator Trabalho*

Apesar de não haver grandes restrições a mobilidade do fator trabalho no MERCOSUL, não é possível vermos nenhum padrão nos fluxos da força de trabalho entre o Brasil e a Argentina. Isso pode ser visto, claramente, pela disparidade de salários entre os dois países. Essa falta de mobilidade pode ser atribuída a fatores legais, econômicos e culturais. Estudaremos como cada fator afeta esses países em particular.

O principal fator econômico para a falta de mobilidade é o fato de que os anos de contribuição de um trabalhador no outro país, não vale para a sua aposentadoria no seu país de origem. Como os trabalhadores se preocupam com o seu futuro, esse é mais um grande custo que os trabalhadores incluem em seu cálculo, quando pensam em se mudar para o outro país. Portanto, eles só se mudarão se a diferença no retorno do seu trabalho for grande o suficiente para ofuscar este custo. Além disso, não podemos esquecer que fundos de pensão vem tendo um papel crescente na formação das expectativas de renda futura. Logo, uma harmonização da regulamentação dos fundos de pensão é essencial para aumentar a mobilidade.

Como Brasil e Argentina não são países com dotações de fatores de produção muito diferentes, pode-se argumentar que o diferencial de salários não seria grande o suficiente para justificar uma mudança para um outro país. Contudo, quando olhamos para as estatísticas nas tabelas abaixo,

podemos ver que em termos reais o salário médio na Argentina vem sendo ao menos 40% maior do que no Brasil, o que indica claramente uma falta da mobilidade da força de trabalho.

**TABELA 2 A**

**MÉDIA ANUAL DOS SALÁRIOS EM DÓLARES AMERICANOS**

|           | 1994  | 1995  | 1996  | 1997  | 1998  | 1999  |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Argentina | 901,8 | 940,6 | 923,9 | 914,4 | 925,8 | 938,7 |
| Brasil    | 393,4 | 545,7 | 618,3 | 623,5 | 598,9 | 381,5 |

Fonte: Argentina, SPE en información del Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones

– ME Brazil: FIBGE

**TABELA 2 B**

**MÉDIA ANUAL DOS SALÁRIOS AJUSTADA PELA PPP**

|           | 1994    | 1995    | 1996    | 1997    | 1998    | 1999    |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Argentina | 916,998 | 990,094 | 962,372 | 915,069 | 908,821 | 946,684 |
| Brasil    | 540,875 | 650,460 | 676,606 | 648,976 | 619,830 | 592,369 |

Fonte: Cálculos do autor baseados em dados do World Economic Outlook do FMI.

Uma outra grande restrição a mobilidade de trabalhadores são os aspectos culturais. Uma característica cultural bastante palpável é a língua falada em cada país. Podemos dizer que o castelhano argentino e o português brasileiro são língua próximas, e por isso, trabalhadores de baixa qualificação não vivenciariam grandes problemas de adaptação com a língua do país vizinho. Os trabalhadores qualificados por sua vez podem ser treinados através de uma pequena modificação no currículo escolar, diminuindo então a barreira da linguagem ao longo do tempo.

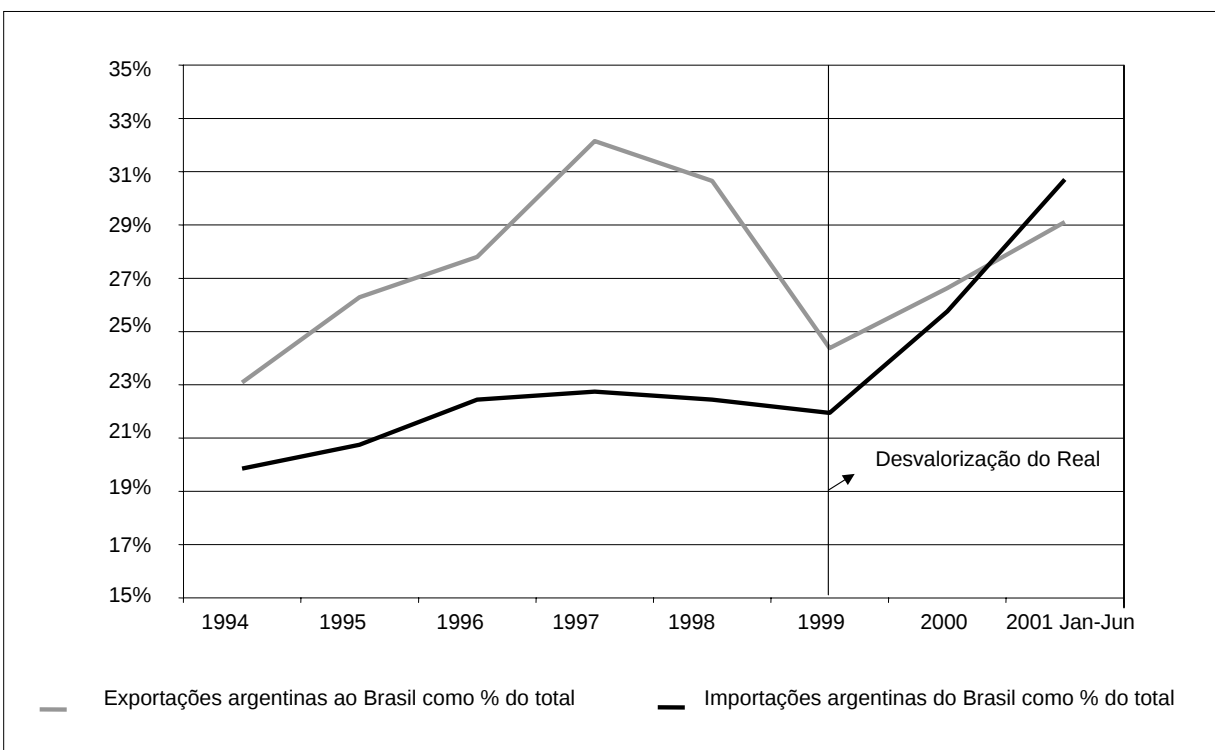
Em suma, como uma das restrições usualmente mais importantes, não é muito ativa neste caso particular, pode-se dizer que com algumas modificações legais e com o ajuste de alguns incentivos econômicos, o custo para estes trabalhadores de se mudar dentro destes países pode ser diminuído, levando a um claro padrão de movimento de trabalhadores, onde trabalhadores levariam em conta menores diferenças entre os salários reais, na decisão de mudança. No entanto, esta medida de integração através de salários médios do mercado de trabalho brasileiro e argentino é muito ampla, logo para ter um melhor entendimento sobre como estes mercados de trabalho estão integrados, é preciso que seja uma análise setorial.

## **B. Comércio Intra-regional**

Queremos analisar quão integrados estão estes países e também como a integração deles mudou ao longo do tempo, mantendo em mente que quão mais integrados estiverem estes países, maiores serão os incentivos para utilizar uma mesma moeda. É também relevante ressaltar a priori, o porquê de estarmos utilizando neste trabalho que diz respeito apenas ao Brasil e a Argentina resultados obtidos na literatura para o MERCOSUL. De fato, estes dois últimos países representam mais de 90% do produto real do MERCOSUL e o comércio entre eles corresponde por 85% do total do comércio dentro do bloco.

GRÁFICO 2

A EVOLUÇÃO DO COMÉRCIO ENTRE BRASIL E ARGENTINA



Como pode-se observar no Gráfico 2, o comércio entre Brasil e Argentina vem crescendo ao longo do tempo. Entretanto, há um ponto claro de inflexão que merece alguma considerações. Em 1999, o Brasil desvalorizou a sua moeda em mais de 50%. Isso foi o que levou a uma queda significativa nas exportações Argentinas para o Brasil e a um aumento das importações Argentinas com respeito ao mesmo país. Como pode ser notado, grandes flutuações na taxa de câmbio destes dois países têm tido um grande impacto no comércio. Portanto, uma moeda única aboliria este componente de risco que como pode ser visto é muito significativo em elevar os custos de comércio.

Tendo em mente que os ganhos mais importantes, pelo lado real da economia, auferidos de uma união monetária são oriundos do aumento da intensidade de comércio intra-regional, devemos questionar se: (1) um aumento do comércio exterior implica mais crescimento e (2) de que forma uma alta variabilidade da taxa de câmbio real impacta os fluxos comerciais bilaterais. A primeira questão será respondida na próxima sub-seção, portanto nos concentraremos por agora mais na segunda. Na verdade, a volatilidade da taxa de câmbio real impacta o comércio exterior de direta e indiretamente.

O impacto direto e mais estudado pela literatura decorre da aversão ao risco dos agentes econômicos que farão mais trocas quanto mais certos estiverem da taxa de retorno que obterão destas. Neste sentido, os agentes econômicos alocarão mais recursos em atividades domésticas com a taxa de retorno conhecida, ao invés, de buscarem atividades de taxa de retorno mais

incertas, como neste caso o comércio internacional. No entanto, a literatura não é conclusiva a respeito deste efeito sistemático das taxas de câmbio reais sobre os fluxos de comércio. Para o caso específico do MERCOSUL, Bevilaqua [1997] encontra evidência favorável ao prejuízo causado diretamente pela volatilidade das taxas de câmbio nos níveis de comércio da região.

O impacto indireto da volatilidade da taxa de câmbio real sobre os fluxos comerciais, se dá por sua vez através da demanda por proteção que é acentuada por parte dos produtores toda vez que as variações cambiais os tornam menos competitivos. Entretanto estas demandas uma vez atendidas, não são revertidas nos momentos de volta da normalidade competitiva, implicando portanto em uma redução permanente dos níveis de comércio exterior a toda rodada de desalinhamento cambial. Já há na literatura evidência que corrobore com este efeito indireto para os casos dos EUA e da União Européia. No entanto, como este efeito indireto ainda não foi testado para caso do Brasil e da Argentina. No entanto, Rozemberg e Svarzman [2002], descrevem os contenciosos comerciais entre Brasil e Argentina oriundos dos realinhamentos cambiais intermitentes destes países, tornando claro o efeito nefasto de estripulias cambiais no nível de comércio regional.

**TABELA 3.**

**VARIABILIDADE DA TAXA DE CÂMBIO REAL BILATERAL (MAVA) 1974-1994**

| <i>MERCOSUL</i>   |     |
|-------------------|-----|
| Uruguai-Argentina | 35% |
| Argentina-Brasil  | 46% |
| <i>NAFTA</i>      |     |
| Mexico-EUA        | 19% |
| Canada-EUA        | 4%  |

Fonte: Licandro [2000].

Uma vez claro que o nível de comércio regional é sensível direta e indiretamente a movimentos na taxa de câmbio bilateral, nos cabe agora comparar estes movimentos com os que afetam outras áreas do mundo para saber o quão importante seria uma maior coordenação macroeconômica no sentido de incentivar o comércio intra-regional. Licandro [2000] calcula a média absoluta de variações anuais (MAVA) da taxa de câmbio real para países do Nafta e do MERCOSUL. Como pode-se observar na Tabela 3 a variabilidade da taxa de câmbio real entre Brasil e Argentina é enorme comparada com a mesma medida para países constituintes do Nafta e da União Européia (Estimativa feita por De Grawe e Vanhaverbeke [1993]). A média das estimativas bilaterais da MAVA para os países da UE entre 1977-1985 é 4,4%. Logo, uma moeda comum amenizaria mais este custo de volatilidade da taxa de câmbio para o Brasil e Argentina do que para outros países de outras regiões.

Na literatura alguns trabalhos mostraram que a criação do MERCOSUL foi fundamental para aumentar o volume intra-regional de comércio. Em Frankel [1997] o efeito de blocos de comerciais em intensidade de comércio foi estimado através de um modelo gravitacional, isto é, controlando por variáveis como tamanho das economias, sua respectiva taxa de crescimento econômico, a distância entre os países entre outras. O resultado deste estudo mostra que a intensidade de comércio entre os países do MERCOSUL é bastante alta. De fato, em 1995, estes países estavam comercializando entre si sete vezes mais do que países similares. Este resultado é consistente com Abreu e Bevilaqua [1995], que encontraram um aumento significativo no comércio intra-regional do MERCOSUL após o tratado de Assunção e também com Ahumada e Martirena-Mantel [2001] que encontraram um coeficiente positivo e significativo para a dummy MERCOSUL utilizando o modelo gravitacional até 1999.

Apesar de alguns trabalhos virem mostrando que a criação do MERCOSUL possibilitou um aumento significativo no comércio da região, estamos argumentando que ainda há muito espaço para o aprofundamento da integração comercial e esta seria mais facilmente viabilizada através de um projeto de coordenação macroeconômica, como por exemplo a criação de uma moeda única. Logo, para sabermos se uma redução da variabilidade da taxa de câmbio bilateral gerará crescimento para ambos países, precisamos saber se o comércio que estes fazem os favorece neste sentido.

#### *Uma nota sobre desvio e criação de comércio no MERCOSUL*

Agora trataremos da primeira questão proposta anteriormente: em que medida maiores fluxos de comércio exterior geram um maior crescimento. Como vimos ao rever a teoria de AMOs, um dos benefícios oriundos de uma unificação monetária é a redução dos custos de transação no comércio entre os países que decidem utilizar a mesma moeda. De acordo com Frankel e Rose [2001], um aumento no comércio leva em média a um aumento no crescimento econômico. Porém, se o comércio a ser intensificado por uma união monetária leva a uma distorção do comércio, o bem estar do consumidor representativo das economias parte da unificação em questão pode ser prejudicado. Por isso, é de nosso interesse entender que tipo de mudanças na padrão de comércio foram acarretadas pela introdução do MERCOSUL. Alguns estudos com Yeats [1998] tem argumentado que o MERCOSUL tem aparentemente conduzido os seus países constituintes ao desvio de comércio. No entanto, cabem ser feitas algumas críticas a esta literatura.

Primeiramente, durante o fim da década de 80 e o início da década de 90 dois processos relativos as políticas comerciais dos países do MERCOSUL foram levados a cabo: (1) liberalização comercial em geral, i.e., para com todos os países e (2) as preferências tarifárias dentro do bloco comercial. O fato dos dois processos terem acontecido juntos, torna a análise do impacto do MERCOSUL no comércio exterior de seus países constituintes muito mais nebulosa. É muito importante notar que essas duas políticas têm impactos diferentes no comércio, e que seus efeitos podem se tornar efetivos como um todo em momentos diferentes. O último processo tem um efeito de curto prazo maior, porque bens dos países dentro do bloco se tornam automaticamente mais acessíveis, e no caso do MERCOSUL isentos de tarifa, engatilhando um acréscimo significativo no comércio intra-bloco, enquanto que o primeiro processo tem normalmente um pequeno impacto no curto prazo, já que concessões tarifárias sob o princípio de “nação mais favorecida” (MFN) são normalmente menos pronunciadas do que aquelas dentro de um acordo

intra-bloco. Os efeitos de médio e longo prazo deste processo advêm do aumento da competição que produtores nacionais têm que se defrontar, o que leva a um incremento na eficiência das técnicas de produção dos produtores internos e/ou a um deslocamento dos supridores externos ineficientes. Esse efeito é menor para o processo (2) do que para o (1) porque dentro de um acordo de preferências tarifárias intra-bloco, as indústrias domésticas tem que enfrentar a concorrência de menos setores dinâmicos.

Portanto, quando os dois processos se dão contemporaneamente espera-se ver, em um primeiro momento, um aumento pronunciado do comércio intra-bloco de artigos produzidos de forma ineficiente, colocando em outras palavras, veríamos um crescimento da distorção do comércio destes países. No entanto, no médio ou longo prazo as externalidades tecnológicas podem ganhar espaço e os fornecedores externos ineficientes podem ser deslocados de forma a corrigir este aumento da distorção do comércio.

Este efeito não é levado em conta na literatura mencionada, já que eles olham dados até 1994 apenas, quando o efeito de longo prazo ainda não teria sido efetivo. Logo, alguns novos estudos devem ser feitos nesta área para poder testar este argumento, contudo os dados do MERCOSUL só devem ser examinados até o final de 1998, devido a ocorrência de outros eventos macroeconômicos a partir de 1999 que afetaram o padrão de comércio de maneira exógena.

Uma outra crítica a esta literatura é a maneira pela qual são calculadas os custos de transporte. O comércio dentro do MERCOSUL é basicamente feito por transporte terrestre. Entretanto a literatura usa freqüentemente em seus cálculos o custo de transporte marítimo, o qual é significativamente mais caro no caso do MERCOSUL. Por isso estas estimações de desvio de comércio podem estar superestimadas.

Além disso, distorção de comércio no sentido de Viner, não denigre necessariamente o bem estar do consumidor representativo, porque o ganho em eficiência pode compensar as perdas em taxaço. Para fazer melhor este ponto, vamos olhar rapidamente para um modelo de comércio de uma economia pequena.

Assuma que  $S$  é a curva de oferta doméstica e que  $D$  é a curva de demanda doméstica.  $P^*$  é o preço mundial,  $p^*$  é o preço do produtor externo ineficiente que está dentro do bloco regional e  $t$  é a alíquota cobrada antes de qualquer tipo de liberalização. Vamos também assumir que toda a receita alfandegária será transferida para os consumidores (Gráfico 3).

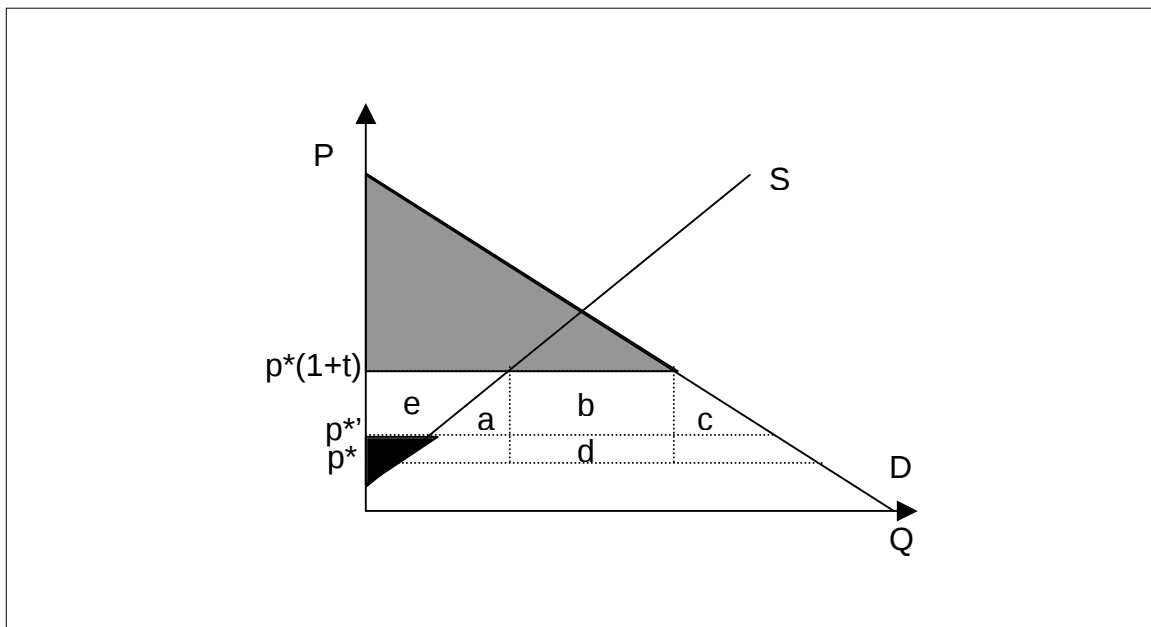
No *status quo* inicial, sem liberalização, o preço doméstico do produto representativo é  $p^*(1+t)$ , o excedente do consumidor é o triângulo sombreado somado as receitas alfandegárias e o excedente do produtor é a área (e) somada ao triângulo listrado. Uma vez que o país tratado aqui como doméstico estabelece uma área de livre comércio com o produtor ineficiente do produto representativo, o excedente do consumidor ganha as áreas (e), (a) e (c), mas perde a área (d). Vale notar que a adição da área (e) ao excedente do consumidor, não traz nenhum benefício ao bem estar da economia doméstica como um todo, já que (e) é exatamente a perda do excedente do produtor.

Logo, para entendermos o efeito de um acordo regional no bem estar do consumidor representativo da economia doméstica, há que se estudar as dimensões das áreas (a), (c) e (d). As

áreas (a) e (c) representam o peso morto da tarifa e a área (d) é a quantidade de receitas que o governo e portanto os consumidores perdem quando a tarifa é reduzido para o produtor ineficiente.

Se  $(a)+(c)<(d)$ , o acordo de comércio regional levou a distorção do comércio no sentido vineriano melhorou o bem estar dos consumidores da economia doméstica, caso a relação das áreas seja ao contrário esta política comercial implicou numa perda para consumidor representativo. Neste sentido, quanto mais elásticas as curvas de oferta e quanto mais próximo  $p$  estiver de  $p^*$  maior a probabilidade de um acordo regional implicar uma melhoria para os consumidores.

**GRÁFICO 3**



Em suma, não está claro se uma integração monetária no MERCOSUL traria algum benefício pelo lado real da economia, i.e. baixando custos de transação do comércio e portanto aumentando o crescimento econômico. Na medida em que as críticas aqui feitas à literatura em relação ao cálculo de custos de transporte e às diferentes consequências e maturações das políticas comerciais implementadas nos países deste bloco mostra como foi superestimada e talvez precipitada a mensuração do nível de distorção do comércio. Além do fato de que não há causalidade necessária entre distorção do comércio e perda de bem estar do consumidor representativo.

### **C. Diversificação Econômica**

Segundo Kenen [1969], economias mais diversificadas estão menos sujeitas a experimentar grande assimetria de choques com respeito a outras. Portanto é relevante para a nossa discussão preocuparmo-nos com a diversidade das economias em questão. Para tal mensuração,

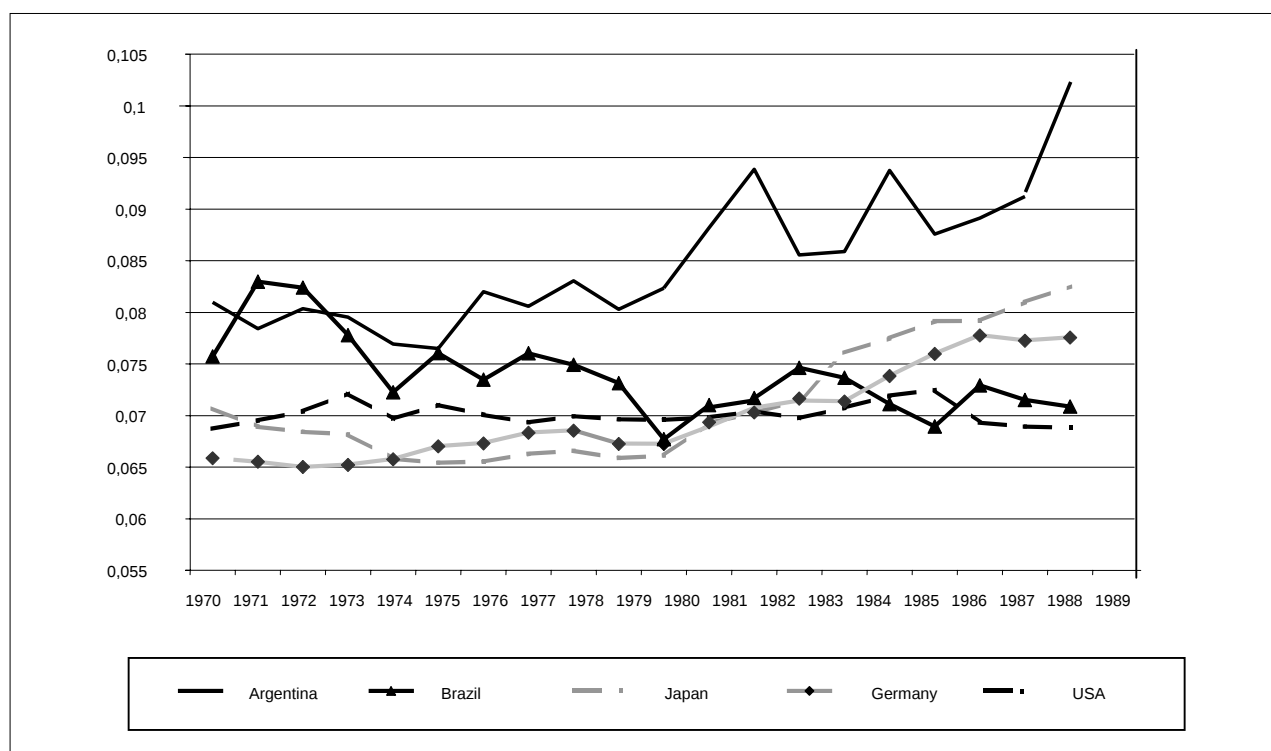
utilizaremos a mesma metodologia usada em Rauch e Weinhold [1999] , estes autores mostram que economias mais desenvolvidas são em média mais diversificadas.

A partir deste resultado, poderia-se argumentar que Argentina e Brasil como países menos desenvolvidos teriam economias menos diversificadas e portanto estariam mais sujeitos a choques assimétricos. No entanto, este mesmo estudo apresenta um outro resultado que também deve ser levado em conta nesta análise. Economias mais abertas são menos diversificadas em média do que economias fechadas. Utilizando a medida usual para medir abertura, i.e. a soma de importações e exportações sobre o PIB, em 2000 o Brasil apresentava apenas 18,5 de abertura enquanto que a Argentina apresentava 17 pontos. Como podemos ver o nível de abertura dos países em questão é muito baixo e por isso se faz necessário medir qual é o efeito predominante.

Para tal, utilizamos o banco de dados da UNIDO do Banco Mundial, que consiste no produto bruto de vinte e oito indústrias manufatureiras diferentes. A medida que nós construiremos é uma adaptação do índice Herfindahl e sua definição está descrita no Apêndice 2. Por agora o relevante é que quanto maior o índice Herfindahl menos diversificada é uma economia.

GRÁFICO 4

ÍNDICE DE ESPECIALIZAÇÃO HERFINDAHL



Como podemos notar no Gráfico 4, o Brasil tem uma economia tão diversificada quanto economias mais desenvolvidas e mais abertas, contudo a Argentina veio se especializando ao

longo do tempo e portanto estaria sujeita a enfrentar mais choques particulares do que o Brasil. Apesar da crítica óbvia a esta análise ser o fato de que o setor primário não está sendo levado em conta, os resultados deste escrutínio não devem ser descartados. Vejam na tabela 4 abaixo que a indústria representa uma porcentagem muito mais alta do PIB do que o setor mineiro e agropecuário.

**TABELA 4**

**PRODUTO SETORIAL COMO PORCENTAGEM DO PIB**

|                           | Argentina (1997) | Brasil (2000) |
|---------------------------|------------------|---------------|
| Agricultura e Mineração   | 10.25%           | 8.3%          |
| Indústrias Manufatureiras | 24.84%           | 22.5%         |

Fontes: Argentina, SPE-ME; Brasil, IBGE.

Vale anotar que a mensuração do índice não foi estendida para anos mais recentes devido a falta de dados de indústrias brasileiras muito relevantes como couros, calçados, petróleo entre outras.

#### IV. QUANTIFICANDO CHOQUES ASSIMÉTRICOS NO MERCOSUL

É de suma importância quantificar choques assimétricos, toda vez que tenta-se estudar a possibilidade de uma unificação monetária. Na verdade, o estudo sobre a disparidade entre as distribuições de idiosincrasias equivale a uma mensuração dos custos de adotar uma política monetária comum. Neste sentido, tentaremos aqui descobrir o grau de assimetria dos choques, pois caso este seja baixo poderemos inferir que o custo da adoção de uma moeda única seria relativamente baixo.

Na literatura existem basicamente duas maneiras de quantificar a correlação dos ciclos de negócios. A primeira que chamaremos assim como Ahumada e Martirena-Mantel de “critério de abordagem isolada”, utiliza como critério para medir os custos de aderir a uma união monetária apenas a sincronia dos ciclos de negócio. Enquanto que a segunda, consiste em medir quanto que a intensidade do comércio bilateral influencia a correlação dos choques. Neste caso, prevemos que a correlação entre choques pode variar conforme varia a o nível de integração regional. Portanto através do segundo método podemos inferir sobre o comportamento futuro da correlação entre os choques. Esta informação adicional pode ser crucial para a nossa análise, na medida em que países podem ter uma baixa correlação entre seus choques contemporâneos, mas ao mesmo tempo estes podem possuir um grande potencial para trocas bilaterais e uma alta elasticidade comércio bilateral – correlação de choques.

Muitos trabalhos utilizaram o “critério de abordagem isolada” para quantificar a assimetria de choques, dentre eles Bayoumi e Eichengreen [1994] se destacaram por aplicar a metodologia Blanchard e Quah [1989] para uma quantidade muito grande de países: 10 da América Latina , MERCOSUL, NAFTA, 15 da Europa, 11 do leste asiático e 7 regiões dos EUA. A partir desta metodologia eles mostram que a correlação estimada dos choques entre os membros do MERCOSUL é muito baixa, enquanto que países da União Européia mostram correlações fortes e significativas. Brasil e Argentina apresentam uma correlação positiva para os seus choques de oferta de 0,34, contudo esta não é significativa.

Frankel e Rose [1997 e1998] utilizam a segunda abordagem, observando as correlações dos choques e a intensidade de comércio bilateral e investigando a presença de causalidade. Isto é, eles recolhem dados de comércio bilateral e da correlação de produtos de 21 países desenvolvidos e utilizando medidas diferentes de atividade econômica e com dados de 1952 até 1993, eles obtêm 840 observações. A fim de obter uma estimativa do impacto da integração comercial na correlação dos produtos, eles estimam uma variável instrumental através do modelo gravitacional, evitando assim problemas de endogeneidade na estimação. Neste contexto eles estimam por MQO e por VI o coeficiente desejado encontram forte evidência de que para países desenvolvidos o aprofundamento da integração comercial implica em média num aumento da correlação dos choques.

No resto da seção tentamos olhar com mais cuidado para as correlações dos ciclos econômicos entre Argentina e Brasil utilizando ambas abordagens.

## **A. Correlação dos choques**

Como Bayoumi e Eichengreen [1994] obtiveram seus resultados a partir da metodologia Blanchard e Quah [1989], devemos primeiramente analisar com cuidado as hipóteses adjacentes a utilização deste método, para checarmos a validade dos resultados obtidos. Esta metodologia consiste num VAR estrutural com inflação e PIB de forma a fim de estimar as curvas de oferta e demanda. Para obter os parâmetros da forma estrutural, eles supuseram que choques de oferta e de demanda são descorrelatados e que choque de ofertas são permanentes enquanto que choques de demanda são temporários. Neste sentido apenas choques de oferta são capazes de afetar o nível do produto.

Como podemos ver esta metodologia esta sujeita a algumas críticas. Primeiro, a hipótese de que choques de demanda são temporários é muito forte uma vez que mudanças nas preferências dos consumidores serão entendidos como choques de oferta. Em segundo lugar, realinhamentos das taxas de câmbio afetam oferta e demanda simultaneamente, portanto supor que choques de demanda e oferta são ortogonais em países como Brasil e Argentina, que trocaram de regimes cambiais intermitentemente, parece pouco razoável. Além disso, a estimação do VAR foi feita utilizando as séries em diferenças, o que não é uma boa metodologia para lidar com séries cointegradas em nível, pois neste caso os estimadores dos choques da forma estrutural serão viesados.

No mais, podemos argumentar que o estudo de choques de demanda não faz muito sentido para os países em questão, uma vez que estes apresentam em sua história políticas competitivas de demanda. Ou seja, Brasil e Argentina vieram utilizando o instrumento cambial como uma forma de ser mais competitivo que o vizinho. Logo, uma análise sobre os choques de demanda pode levar a uma conclusão equivocada na medida em que, em um cenário de moeda única não haverá espaço para este tipo de política. Neste sentido, o coeficiente de Bayoumi e Eichengreen para a correlação dos choques de demanda dos países em questão não parece muito acurado.

Licandro [2000] tenta evitar problemas particulares a cada metodologia estimando a correlação dos choques de oferta através de três técnicas diferentes. Primeiro ele um modelo estrutural no estilo Bayoumi, mas utilizando as variáveis em nível e olhando somente para os choques de oferta, a segunda técnica aplicada foi o Modelo de Correlação de Inovações no Estado Estacionário e por último ele usa um outro modelo na forma reduzida, o Modelo de Correção de erros de Johansen.

A correlação dos choques de oferta em todas é positiva em todas as abordagens, porém esta não é significativamente diferente de zero, enquanto que para todos os países da União Européia e entre os EUA e o Canadá a correlação é positiva e estatisticamente significativa. Licandro também destaca em seu trabalho que os choques no MERCOSUL são mais relevantes (maiores) do que na União Européia, o que a priori eleva o custo da união monetária no MERCOSUL, porque economias que se defrontam freqüentemente com choques muito pronunciados tem que contar com o máximo de instrumentos para enfrentá-los, ou seja estas não devem abandonar o uso da taxa de câmbio como mais uma ferramenta de política econômica.

No entanto, é necessário que se estude o grau de repasse de mudanças nominais no câmbio para os preços a fim de entender o quão efetivo é este instrumento antes de argumentar que a taxa de

câmbio é um instrumento importante para um país específico. Queremos dizer, que se uma economia possui um alto coeficiente de repasse de câmbio para preços, mudanças na taxa nominal não refletiriam mudanças significativas na taxa real de câmbio.

Na Argentina e no Brasil, durante o período de alta inflação o grau de repasse da desvalorização do câmbio para a inflação era muito alto. Como Goldfajn e Werlang [2000] argumentam, quanto maior o nível de inflação inicial, maior o grau de *pass-through*. No entanto, em 1999 no Brasil, a taxa de câmbio se mostrou um instrumento eficiente de ajuste, quando uma desvalorização de aproximadamente 65% implicou apenas em 8% no IPCA. Goldfajn e Werlang destacam que o coeficiente de *pass-through* é uma função de algumas variáveis como o hiato do produto, o grau de sobre-valorização da taxa de câmbio, o grau de abertura do país e a inflação inicial.

Uma maneira mais simples de estimar a simetria dos ciclos de negócios, também encontrada na literatura foi feita por Ahumada e Martirena-Mantel [2001]. Elas coletam séries trimestrais do PIB e tiram a tendência das mesmas de três formas: (1) Calculando a diferença do contemporâneo com a quarta defasagem, (2) utilizando uma tendência quadrática determinística e (3) utilizando o filtro HP controlando por sazonalidade. Como pode ser visto na tabela 5, o coeficiente de correlação cíclico do PIB Argentina-Brasil cresceu substancialmente em todos os métodos de retirada de tendência do período de 1987 a 1992 para o período de 1993 a 1999. De fato, este foi o único coeficiente que trocou de sinal ao longo do tempo.

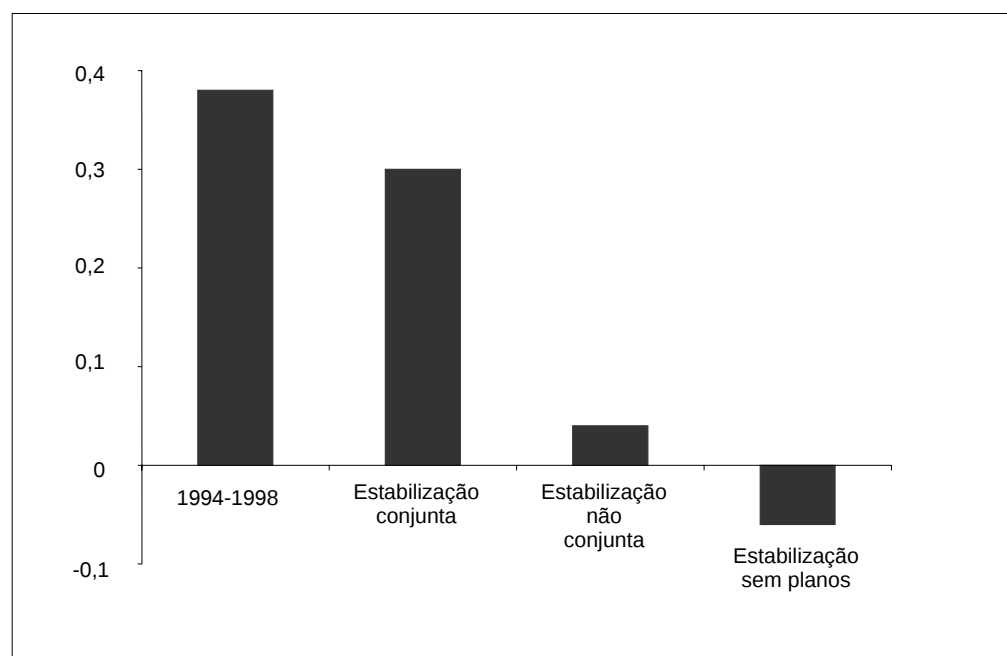
**TABELA 5**  
**COEFICIENTE DE CORRELAÇÃO DO PIB**

| Pares de Países     | Quatro Diferenças |       | T. Quadrática |       | HPSA  |       |
|---------------------|-------------------|-------|---------------|-------|-------|-------|
|                     | 87-92             | 93-99 | 87-92         | 93-99 | 87-92 | 93-99 |
| Argentina e Brasil  | -0,11             | 0,44  | -0,03         | 0,37  | -0,08 | 0,29  |
| Argentina e Uruguai | 0,60              | 0,73  | 0,80          | 0,74  | 0,70  | 0,74  |
| Brasil e Uruguai    | 0,34              | 0,37  | 0,28          | 0,38  | 0,23  | 0,30  |

Fonte: Ahumada and Martirena-Mantel [2001].

GRÁFICO 5

ARGENTINA E BRASIL: CORRELAÇÃO DOS CHOQUES DE OFERTA (1975-1998)



Uma outra metodologia utilizada nesta literatura pode ser encontrada em Carrera et al. [1998]. Eles rodam um modelo vetorial de correção de erros utilizando as taxas de juros internacionais e os preços das exportações latino-americanas como proxies para choques de oferta e demanda internacionais, incluindo no sistema séries PIB e IPC para cada país. Utilizando a função impulso resposta aos choques internacionais eles percebem que com exceção do tamanho e da velocidade de ajustamento, as respostas aos choques tendem a se homogeneizar entre países da amostra, após 1980. Um padrão particular encontrado foi que os ciclos argentinos lideram aparentemente os ciclos brasileiros. Este resultado pode ser entendido na medida em que a Argentina costumava implementar seus planos de estabilização antes do Brasil.

A influência dos planos de estabilização nos dados podem ajudar-nos a compreender os resultados já comentados anteriormente. Pode-se argumentar que após a crise do petróleo e a crise da dívida os choques que mais afetaram Argentina e Brasil foram os planos de estabilização. Devemos agora portanto perguntar-nos, qual é o ciclo de negócios característico de um plano de estabilização mal sucedido nos países em questão? Há um *boom* de consumo no início e uma recessão no fim, na medida em que os preços começam a subir e os salários reais a cair. Neste contexto, quando países levavam a cabo planos de estabilização em períodos coincidentes a correlação dos seus choques de oferta será positivo, caso contrário o resultado será diferente. Podemos observar isto claramente no Gráfico 5.

Um bom exemplo do efeito dos planos de estabilização nos dados é dado por Licandro [2000], ele mostra que apesar da semelhança da estrutura produtiva do Uruguai e Argentina, estes países apresentam um coeficiente de correlação dos choques de oferta negativo e estatisticamente significativo. Isto pareceria totalmente contra intuitivo, não fosse o nosso entendimento sobre a influência dos planos de estabilização nos dados. Em suma, como os dados estão contaminados com os planos de estabilização, não podemos inferir muito sobre o a correlação entre os choques de oferta entre Brasil e Argentina em um período suficientemente longo e recente.

## **B. A intensidade de comércio e a correlação dos choques**

Uma outra abordagem importante para a nossa análise é estudar se mudanças na integração regional causam um aumento da correlação entre os choques. Como já mencionamos Frankel e Rose [1997 e 1998] analisam isto para 21 países desenvolvidos. Eles estimam por MQO e por VI (através do modelo gravitacional) o impacto da intensidade do comércio na correlação dos produtos. Eles encontram coeficientes fortemente significantes para estes países.

No entanto, precisamos checar se este argumento vale para o caso argentino-brasileiro. A fim de checar se podemos aplicar este resultado para estes países Ahumada e Martirena-Mantel [2001] repetem o mesmo procedimento de Frankel e Rose, mas com os seguintes países na amostra: Argentina, Brasil, Chile, Uruguai e EUA. O Chile é incluído porque ele é um país associado ao MERCOSUL e os EUA são incluídos devido a sua grande importância no comércio com a região e para aumentar os graus de liberdade da regressão. Elas encontram coeficientes positivos e estatisticamente significativos apenas para uma medida de produto, isso significa uma evidência fraca para sustentar a hipótese de que mais comércio intra-regional induz a uma maior correlação dos choques dentro desta amostra.

Uma outra maneira de checar se o aumento do comércio bilateral levou a uma maior simetria dos choques entre os países é estudando que tipo de comércio foi criado. Dentro da perspectiva teórica clássica de comércio internacional, uma vez que haja liberdade comercial os países deveriam se especializar no que eles têm vantagens comparativas, neste sentido a assimetria de choques entre os países deveria se acentuar. No entanto como Brasil e Argentina tem uma dotação razoavelmente parecida de fatores de produção, esperaria-se ver um aumento do comércio intra-indústria conforme aumentasse a liberalização comercial. Neste contexto os choques seriam menos provavelmente identificáveis como choques de um país em particular. Segundo os cálculos de Licandro [2000], apesar da alta volatilidade da série de comércio intra-indústria calculada por utilizando dados do UIC (Classificação industrial uniforme) e baseado na metodologia de Grubel e Lloyd [1975], há uma clara tendência de crescimento do comércio intra-indústria como porcentagem do comércio bilateral total Argentina-Brasil.

## **V. ALGUMAS PECULIARIDADES E OUTROS INCENTIVOS PARA BRASIL E ARGENTINA ADOTAREM UMA MOEDA COMUM**

Após uma breve análise sobre como Argentina e Brasil se adequam as condições teóricas da formação de uma área monetária comum, ainda se faz necessário fazer algumas qualificações sobre algumas peculiaridades destes países. Basicamente, olharemos: (1) para o custo real da perda da soberania monetária para estes países, (2) como uma eventual união monetária poderia trazer um maior poder de barganha em outros acordos comerciais, (3) como uma moeda única poderia mudar o nível ótimo de reservas e o custo da dívida e (4) como a unificação monetária reduziria a exposição ao risco de solvência do balanço de pagamentos destes países.

Mundell [1961] destaca a perda da soberania monetária como o maior custo de um engajamento em uma união monetária. Neste sentido, parece interessante observarmos qual tipo de sistema monetário Argentina e Brasil estariam eventualmente abrindo mão. A Argentina, na verdade, não possui nenhuma instituição monetária crível, já que esta ainda se encontra em processo de abandono do sistema monetário anterior, o qual mantinha a estabilidade da moeda através de uma âncora cambial. De fato, o antigo sistema monetário argentino implicava um engessamento da política monetária, deixando esta a cargo do balanço de pagamentos. Como vimos a Argentina não vem fazendo política monetária desde 1991 e portanto dividir a mesma moeda com o Brasil significaria uma flexibilização do antigo regime monetário. Logo até então a Argentina não estaria abandonando nada muito concreto.

O Brasil, por sua vez, estaria abrindo mão de um sistema de metas de inflação que veio ganhando credibilidade a partir de 1999, ano da maxi-desvalorização do real. Contudo a partir de 2001 a confiança neste sistema monetário começou a se esvaír, na medida em que a meta de inflação não foi cumprida devido a um choque de oferta de energia elétrica. A perda de confiança no regime foi ganhando mais engodo em 2002 quando o IPCA ficou em torno do dobro do centro da meta. O desvio do IPCA ocorrido da meta de inflação pode ser atribuído ao ajuste dos preços relativos dada a intensa depreciação cambial ocorrida ao longo do ano. Como fatores originários desta pressão cambial podemos destacar a inconsistência fiscal de longo prazo da política monetária levada a cabo desde a implementação do Plano Real em 1994 e a incerteza quanto a uma eventual vitória da oposição nas eleições presidenciais que poderia acarretar em moratória da dívida externa e portanto em dificuldades de financiamento do balanço de pagamentos.

Neste contexto, caso não haja inconsistência fiscal por parte do governo brasileiro e caso as expectativas sejam orientadas neste sentido, podemos imaginar uma menor pressão cambial sobre os preços e um retorno à credibilidade sistema monetário brasileiro de forma que a união monetária seria uma forma do Brasil exportar sua credibilidade para a Argentina. No entanto, ao menor sinal de inconsistência fiscal, é possível pensarmos na volta da alta inflação e na moeda única argentino-brasileira como uma opção de plano ortodoxo de estabilização.

Na verdade, é a partir desta perspectiva que compreendemos a difícil questão do *timing* do processo de integração monetária. Assim como Barenboim e Giambiagi [2002] acreditamos que tão logo fique definido o destino do real brasileiro, é preciso que estes países se engajem na integração, que não deve demorar tanto quanto a européia, por varias razões dentre elas o simples fato de estarmos tratando de um número menor de países e de que a unificação monetária pode

trazer benefícios peculiares a estes países em questão, tornando deste modo o projeto mais atrativo.

Em todos os casos, o acordo que dará respaldo a união monetária deve ter basicamente dois pilares: um Banco Central supranacional e independente que se preocupe apenas com a estabilidade monetária e um acordo fiscal nos moldes de Maastricht, capaz de tornar consistente a postura fiscal de ambos os países. Com base neste arranjo, podemos imaginar uma queda nos *spreads* das taxas de juros pagas pelo novo Banco Central em relação aos pagos atualmente pelos países em questão, uma vez que esta instituição supranacional estará imune a pressões fiscais domésticas, ou seja, este organismo não terá incentivo algum a aumentar a receita de senhoriagem.

Na verdade, este acordo internacional deve ser desenhado de forma a garantir a disciplina mútua de maneira crível, reduzindo assim a assimetria de informação entre o capital estrangeiro e os países em questão. Deste modo poderia haver uma mudança estrutural no balanço de pagamentos dos dois países como um todo, na medida em que os investidores internacionais passariam a perceber investimentos no Brasil e na Argentina como menos arriscados do que atualmente. Em suma, além de tornar esta eventual área monetária mais atraente para o capital internacional, uma moeda instituída de forma mais crível e estável, reduziria o custo da dívida, tanto em termos de fluxo como em termos de estoque.

Além disso, a adoção da moeda única por parte destes países pode implicar na redução de mais um custo. Afinal, não é razoável supor que o nível ótimo de reservas de um Banco Central unificado que tenha que defender apenas uma moeda seja o mesmo que a soma dos níveis ótimos de reservas dos dois Bancos Centrais predecessores. Logo, no caso de uma eventual unificação monetária, uma parte deste estoque de divisas poderia ser utilizado para outros fins.

Outro incentivo que ambos os países têm para aprofundar a integração um com o outro é a obtenção de um maior poder de barganha em outros acordos comerciais internacionais, como por exemplo a ALCA. Certamente, uma única autoridade representando um maior mercado terá uma voz maior nas negociações comerciais. A moeda única se apresenta portanto como uma maneira de estabelecer laços mais duradouros entre estes dois países de forma a garantir a aliança nas negociações dos acordos comerciais.

Como não temos nenhuma análise conclusiva sobre a simetria de choques neste países e temos apenas evidência fraca de que o aumento da integração entre eles aumenta a correlação dos respectivos choques cabe levarmos em conta na discussão deste arranjo, a criação de uma compensação fiscal em caso de uma ampla assimetria de choques. Na literatura existem algumas sugestões sobre formas de implementação desta política, dentre elas Alesina e Barro [2000] propõe um sistema de compensação fiscal através de receitas de senhoriagem. Esse mecanismo parece bastante viável politicamente no caso em questão, na medida em que ele não requer mudanças na estrutura fiscal prévia.

Uma outra vantagem peculiar a estes dois países é que uma eventual moeda única reduziria o risco de insolvência do balanço de pagamentos, uma vez que a competição por investimentos estrangeiros diretos se daria de maneira saudável e que a competitividade relativa dos bens regionais estaria assegurada. Bevilaqua et al. [2001] aborda este último ponto de modo próprio,

calculando de diversas formas a exposição comercial dos países do MERCOSUL com respeito a seus vizinhos. A aqui a contribuição relevante deste trabalho é mostrar que estes países estão de modo geral bastante expostos uns aos outros, na medida em que dependem da estrutura tarifária do acordo comercial vigente na região para a obtenção de divisas suficientes para o fechamento de seus balanços de pagamentos. Um exemplo claro e ilustrativo utilizado por estes autores é a indústria de automóveis que não é competitiva em termos mundiais, porém é responsável por boa parte do comércio regional, isto ficou bem claro após a desvalorização brasileira quando a exportação de automóveis argentinos caiu extremamente. Portanto a unificação monetária seria uma forma interessante de evitar “beggar thy neighbor policies” que implicam em uma perda para a região como um todo.

Em suma, a Argentina não teria que abrir mão de muito para ingressar em uma unificação monetária com o Brasil, enquanto que este último deixaria para trás um sistema de metas de inflação quiçá falido além de sua soberania monetária, a fim de obter ganhos como a redução do custo da dívida, uma melhora estrutural no financiamento externo, um maior poder de barganha em possíveis futuros acordos comerciais e finalmente uma menor exposição de seu balanço de pagamentos a eventuais realinhamentos cambiais.

## VI. CONCLUSÃO

Afim de constituir uma área monetária ótima, as economias devem preencher algumas condições teóricas como a livre movimentação dos fatores de produção, apresentar um alto nível de trocas intra-regionais, serem afetadas por distúrbios simétricos e terem uma estrutura produtiva bastante diversificada.

Embora não se possa ver grandes fluxos de capitais entre Brasil e Argentina, controlando por outras características destes países, como o seu tamanho e o fato de que estes são receptores líquidos de capital, pode-se argumentar que de fato há uma movimentação de capital intra-regional significativa. Além disso, o trabalho não qualificado não estaria muito restrito pela barreira cultural-idiomática a trabalhar do outro lado da fronteira internacional, no entanto, é importante o alinhamento de algumas instituições trabalhistas, especialmente planos de aposentadorias, para possibilitar a movimentação dos trabalhadores.

O comércio entre Brasil e Argentina vem crescendo ao longo do tempo alcançando um nível no qual a redução dos custos transacionais traria grandes ganhos em termos de fluxos comerciais. Especialmente porque a variação da taxa cambial Brasil-Argentina tem sido bastante grande, aumentando sensivelmente os custos transacionais. A preocupação portanto é se uma área monetária comum levaria a um desvio comercial ineficiente e em que medida isso ofuscaria os benefícios do aumento do comércio.

Usando uma adaptação do índice Herfindahl, podemos perceber que a estrutura produtiva brasileira é mais diversificada que a de alguns países abertos e desenvolvidos, enquanto que a estrutura produtiva argentina é muito menos diversificada que os países previamente mencionados. Por isso, é mais provável que a Argentina enfrente alguns choque particulares que não serão enfrentados pelo Brasil ao mesmo tempo.

Utilizando uma abordagem isolada para quantificar a simetria dos distúrbios, isto é, estimando-se choques de oferta para Argentina e Brasil e medindo as suas correlações, concluímos que a associação de sua idiosincrasias não é positiva. No entanto, esse resultado é enviesado pela forte influência dos planos de estabilização. Não obstante, olhando-se para o impacto da integração na correlação dos choques, achamos sutil evidência de correlação positiva.

Além do preenchimento ou não das condições teóricas, Argentina e Brasil têm alguns incentivos para a adoção de uma união monetária. Reduzir o custo da dívida, o custo das reservas, aumentando o seu poder de barganha em acordos comerciais e o fato de que a Argentina não abriria mão de nenhum sistema monetário com credibilidade são alguns incentivos que esses países têm.

Vale anotar aqui que uma extensão natural deste trabalho é uma análise sobre as vantagens e desvantagens do ingresso dos outros países membros e dos países associados ao MERCOSUL nesta eventual área monetária. Esta análise deve levar em conta a exposição destes países aos países grandes da região diferenciando a exposição via economia real e via o canal financeiro. Outro ponto chave para esta análise é a construção de eventuais esquemas a serem usados para amenizar possíveis custos líquidos calculados por estes países pequenos ao escolherem adotar ou não a moeda única. Estes esquemas seriam como uma transferência de renda para anular alguma

externalidade, por exemplo: o Brasil pode estar disposto a pagar uma certa quantia ao Paraguai para que este adote a moeda única, já que desta forma a estrutura de custos de boa parte da energia elétrica do país não mais seria indexada ao câmbio. O mesmo ocorre no caso do gás natural boliviano.

## APÊNDICE 1.

Para fazermos isso, considere o seguinte quadro analítico: Títulos podem diferir apenas em termos de emissor, moeda de denominação e jurisdição de emissão. Assuma que  $i_{t,k}$  denota a taxa de juros anualizada no período  $t$  em moeda doméstica, com maturidade de  $k$ -períodos; assuma que  $i^*_{t,k}$  seja o retorno anual denominado em moeda estrangeira com a mesma maturidade, mas com emissão doméstica, ou seja, com o mesmo risco de moratória; e assuma que  $i^{*f}_{t,k}$  denote as taxas de juros no exterior sobre dívida denominada em moeda estrangeira, com a mesma maturidade e emitida por algum emissor estrangeiro “padrão”. Quebrando os diferenciais de taxa de juros em seus componentes:

$$(1 + i_{t,k})/(1 + i^{*f}_{t,k}) = ((1 + i_{t,k})/(1 + i^*_{t,k}))((1 + i^*_{t,k})/(1 + i^{*f}_{t,k})) \quad (1)$$

Assumindo que:  $i_{t,k} = \ln(1 + i_{t,k})$  we can write,

$$i_{t,k} - i^{*f}_{t,k} = (i_{t,k} - i^*_{t,k}) + (i^*_{t,k} - i^{*f}_{t,k}) \quad (2)$$

O prêmio cambial, não é relevante para a nossa análise, porque dentro de um cenário de união monetária, o prêmio cambial seria igual para ambos países, portanto, para medir integração do mercado de capitais em termos de preço, precisamos olhar para o risco país, ou o risco de moratória. Todavia, temos que extrair o prêmio cambial das taxas de juros para podermos fazer uma análise não enviesada.

Principalmente devido a aversão ao risco por parte dos investidores, o prêmio de risco cambial não é apenas composto da expectativa de desvalorização, mas também pelo prêmio de risco de troca (valor demandado por investidores para entrar em um contrato de risco). A evidência segundo a literatura, mostra que uma boa aproximação para a medida do prêmio de risco cambial é conseguida via a paridade coberta de taxa de juros estrita, uma vez que, a ampla paridade coberta de taxa de juros não é verificada dentro de uma cenário de risco-país positivo. Essa paridade estrita pode falhar algumas vezes também devido a variabilidade do risco de moratória de cada instrumento, esta paridade pode ser escrita como:

$$(1 + i_{t,k})/(1 + i^*_{t,k}) = (F_{t,t+k}/S_t)^{1/k} \quad (3)$$

Tirando os logarítimos:

$$i_{t,k} - i^*_{t,k} = (1/k)\ln(F_{t,t+k}/S_t) \quad (4)$$

Onde  $F_{t,t+k}$  é o contrato futuro da taxa de câmbio de  $k$  períodos a frente negociado no mercado doméstico e  $S_t$  é o preço corrente da moeda estrangeira.

O prêmio de risco-país pode ser decomposto em dois termos: o puro prêmio de risco de moratória e o prêmio de risco de convertibilidade. O último reflete o risco da capacidade de converter ativos entre jurisdições. Portanto, ele se relaciona com fatores como controle de capitais, risco de mudanças nas regras e na taxação, enquanto que o primeiro representa a diferença do risco dos ativos emitidos por entidades diferentes. Como dentro de um cenário de unificação monetária as regulações seriam uniformes, não deve-se olhar para o risco de convertibilidade neste estudo. Logo, podemos formalmente decompor o prêmio de risco-país em:

$$i_{t,k}^* - i_{t,k}^{*f} = (i_{t,k}^* - i_{t,k}^{\text{offshore}}) + (i_{t,k}^{\text{offshore}} - i_{t,k}^{*f}) \quad (5)$$

Onde o primeiro termo no lado direito da equação é o prêmio do risco de convertibilidade e o segundo termo é o risco de moratória puro.

Para fazermos a nossa análise de integração do mercado de capitais em termos de preço, olhamos apenas para o risco de moratória puro, por razões anteriormente explicitadas. Portanto, nós derivaremos formalmente o risco puro de moratória das equações (2) e (5) e citaremos as proxies utilizadas para o cálculo do mesmo. Todas as proxies utilizadas nesta seção, são também utilizadas por Schmuckler e Serven, [2001] e Didier e Garcia, [2001].

$$i_{t,k} - i_{t,k}^{*f} = (i_{t,k} - i_{t,k}^*) + (i_{t,k}^* - i_{t,k}^{\text{offshore}}) + (i_{t,k}^{\text{offshore}} - i_{t,k}^{*f}) \quad (6)$$

$$(i_{t,k}^{\text{offshore}} - i_{t,k}^{*f}) = i_{t,k} - i_{t,k}^{*f} - (i_{t,k} - i_{t,k}^*) - (i_{t,k}^* - i_{t,k}^{\text{offshore}}) \quad (7)$$

## APÊNDICE 2.

O índice Herfindhal é definido da seguinte maneira:

$$HERF_t = \sum_{i=1}^n [y_{it}/Y_t]^2$$

Onde  $i$  é o índice das diferentes indústrias,  $y_{it}$  representa o produto de cada indústria no período  $t$  e  $Y_t$  é o produto industrial no período  $t$ . Logo  $HERF$  será maior quanto menos diversificada for uma economia



## BIBLIOGRAFIA

ABREU, MARCELO DE PAIVA E AFONSO BEVILAQUA. *Macroeconomic Coordination and Economic Integration: Lessons for a Western Hemisphere Free Trade Area*. Texto para Discussão N° 340. Pontifícia Universidade Católica, Rio de Janeiro. 1995.

AHUMADA, HIDELGART E ANA M. MARTIRENA-MANTEL. *Towards a Potential Monetary Union in Latin America: Testing the Endogeneity Criteria for Mercosur*. XVIII Latin American Meeting of the Econometric Society. Documento de Trabalho, Abril 2001.

ALESINA, ALBERTO E ROBERT BARRO. "Currency Unions". *NBER Working Paper # 7927*. 2000.

BARENBOIM, IGOR E FABIO GIAMBIAGI. "A Unificação Monetária Alemã: Lições para uma Possível Moeda Comum entre Brasil e Argentina". *Revista do BNDES*. N° 18; pp. 85-120. 2002.

BAYOUMI, TAMIM E BARRY EICHENGREEN. *One Money or Many? Analysing the Prospects for Monetary Unification in Various Parts of the World*. 1994.

BEVILAQUA, AFONSO. "Macroeconomic Coordination and Commercial Integration in Mercosur" (mimeo). Pontifícia Universidade Católica, Rio de Janeiro. 1997.

BEVILAQUA, AFONSO; MARCELO CATENA E ERNESTO TALVI. "Integration, Interdependence and Regional Goods: An Application to Mercosur". *Economía* 153-207. 2001.

BLANCHARD, OLIVIER. E DANNY. QUAH. "The dynamic effects of aggregate demand and supply disturbances". *American Economic Review* N° 79. 1989.

CARRERA, JORGE; MARIANO FELIZ E DAMIAN PANIGO. "Economic Integration and Interdependence: The Mercosur Case". CACES, Universidad de Buenos Aires. 1998.

CASTILHO, MARTA E SOLEDAD ZIGNAGO. "FDI, Trade and Integration in Mercosur". IPEA Seminar- 02/20/2002. 2001.

DE GRAUWE, PAUL E WIM VANHAVERBEKE. "Is Europe an Optimum Currency Area?" en *Policy Issues in the Operation of Currency Unions*. Paul Masson e Mark Taylor (Eds.). Cambridge University Press. 1993.

DIDIER, TATIANA E MARCIO GARCIA. "Taxa de Juros Risco Cambial e Risco Brasil". (Mimeo). Pontifícia Universidade Católica, Rio de Janeiro. 2001.

FERRANDO, GERARDO LICANDRO. "Un Área Monetaria para el Mercosur?". Dissertação Ph.D. Los Angeles: University of California. 2000.

FRANKEL, JEFFREY. *Regional Trading Blocs*. Institute for International Economics, Washington DC. 1997.

FRANKEL, JEFFREY E ANDREW ROSE. "An Estimate of the Effect of Common Currencies on Trade and Income". *Documento de Trabalho # RWP01-013*. J. F. Kennedy School of Government, Harvard University. 2001.

FRANKEL, JEFFREY E ANDREW ROSE. "The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria". *Economic Journal*, N° 106. 1998.

FRANKEL, JEFFREY E ANDREW ROSE. "Is EMU more justifiable ex post than ex ante?" *European Economic Review*. N° 41, pp. 753-760. 1997.

GIAMBIAGI, FABIO. "MERCOSUL: Por que a Unificação Monetária Faz Sentido a Longo Prazo?" *Ensaio BNDES* N° 12. 1999.

GOLDFAJN ILAN E SERGIO WERLANG. "The Pass-through from Depreciation to Inflation: A Panel Study". Texto para Discussão N° 423. Pontifícia Universidade Católica, Rio de Janeiro. 2000.

GRUBEL, HERBERT.G. E PETER J. LLOYD. "Intra Industry Trade." London: Macmillan. 1975.

KENEN, PAUL. "The Theory of Optimal Currency Areas: An Eclectic View" En Mundell e Swoboda: *Monetary Problems in the International Economy*. University of Chicago Press. 1969.

MCKINNON, RONALD. "Optimal Currency Areas". *American Economic Review*. N° 53, pp. 717-724. 1963.

MOTTA ALVARO. "As Variabilidades Cambiais e os Contenciosos Comerciais Brasil-Argentina". (Mimeo). Pontifícia Universidade Católica, Rio de Janeiro. 1998.

MUNDELL, ROBERT. "The Theory of Optimum Currency Areas" *American Economic Review* 51, Setembro, pp. 717-725. 1961.

RAUCH, JAMES E DIANA WEINHOLD. "Openness, Specialization, and Productivity Growth in Less Developed Countries" *Canadian Journal of Economics*. Vol. 32, N° 4, pp. 1009-10027. 1999.

RICCI, LUCCA., "A Model of an Optimum Currency Area". Documento de Trabalho WP/97/76. IMF, 1997.

ROZEMBERG, RICARDO E GUSTAVO SVARZMAN. *El proceso de integración Argentina-Brasil en perspectiva: El ciclo cambiario y la relación público-privada en Argentina*. Buenos Aires: BID-INTAL. 2002.

SCHMUCKLER, SERGIO E LUIS SERVEN. "Pricing Currency Risk: Facts and Puzzles from Currency Boards". Documento de Trabalho #2815. World Bank, 2001.

YEATS, ALEXANDER. "Does Mercosur Trade Performance Raise Concerns About the Effects of Regional Trade Agreements?" *The World Bank Economic Review*. Vol 12, No 1, pp 1-28. 1998.



*Banco Interamericano de Desarrollo  
Departamento de Integración y Programas Regionales  
Instituto para la Integración de América Latina y el Caribe*

---

**MENCIÓN ESPECIAL:**

**Louis Bertone - FRANCIA**



# MACROECONOMIC COORDINATION AND MONETARY COOPERATION: COSTS, BENEFITS AND APPLICABILITY IN REGIONAL INTEGRATION PROCESSES

Louis Bertone \*

## I. INTRODUCTION

In an earlier paper<sup>1</sup> the author described the legal framework of the then-ongoing process of replacement of the national currencies of the EU Member States by a single currency (the "Euro", or €), and the resulting European Monetary Union ("EMU"), and discussed some of its foreseeable monetary and macroeconomic implications.

This paper goes beyond to compare the European business legal environment with those of other integration processes<sup>2</sup> following the balance of payments logic<sup>3</sup> a structural factor that constrains the ability of governments to pursue whatever macroeconomic policies they might fancy, and determines their actual bargaining power.

The second section details the lessons of the EMU, an initiative that has immediately been explored in detail by the best brain-power available, simply because it impacts almost half of the planet's wealth, an asset no other integration process can claim.

The third section comments WAEMU and ASEAN. The former is an experience that commands intellectual respect in terms of structure, timing and content; and disenchantment in terms of implementation and internal or external factors that periodically ruin whatever progress has been achieved. The latter was conceived as a free-trade area, and until the 1997 crisis showed the need for it, it had not even explored advanced monetary cooperation.

The fourth section is looking forward and focuses on the opportunities ahead for MERCOSUR. It acknowledges that no concrete steps have been taken by MERCOSUR towards monetary

---

\* Lawyer; *Universidad de Buenos Aires*. General Partner of *Eurolawgistics*, JSD of the University of Paris.

<sup>1</sup> Originally kept confidential for training of senior business executives, later published in electronic format.

<sup>2</sup> The same approach can be used beyond monetary implications, in areas such as the convergence of intellectual property law in different integration processes (Bertone [1981]).

<sup>3</sup> (Bertone [1984]). This author also published in 1983 three papers that –surprisingly can still be validly quoted today, while developing the indebtedness dimension of this problem (“Radiografía de un País endeudado,” “Radiografía Jurídica de un Préstamo Externo” and “Deuda Externa : Diagnóstico y Tratamiento” in *El Cronista Comercial*, October 1983).

integration or cooperation. It stresses the interest of steps taken in common by countries that are among the most heavily indebted in the world –while not qualifying for HIPC relief.<sup>4</sup>

The conclusion counts economic critical mass and dilution of aggregate demand shocks among the advantages of advanced monetary cooperation. It claims that the costs and benefits that an integration process may expect from high levels of macroeconomic and monetary cooperation are hard to separate one from the other. Anecdotal evidence from Europe, Africa and Asia suggests that these processes were at risk of never finding an appropriate stage of integration and enough fulfilled prerequisites to increase monetary cooperation –if it hadn't been for crises that shook that torpor.

---

<sup>4</sup> According to OECD estimates the debt of Argentina is more than one and a half times that of Korea, the 11th Economy of the world; that of Brazil is only slightly inferior to those of Russia and China together. The aggregate debt of the two countries is similar to that of all European aid recipients.  
[http://www1.oecd.org/dac/debt/xls/EDS\\_2000\\_2001.xls](http://www1.oecd.org/dac/debt/xls/EDS_2000_2001.xls).

## II. THE LESSONS OF EMU

Why a common currency? The most obvious answer is that the boundaries of the geography where a currency is legal tender define the boundaries of an economy. But money is not everything, and the geography in which a currency is declared (and has the *sustainable* ability to remain) legal tender is exactly coincident with that in which the rules<sup>5</sup> of a consistent economic environment prevail.

The adoption of a common currency for certain European countries conveyed the highly symbolic message that the countries involved in this integration process *were serious* about behaving as a single economy; and two other, more technical ones: One, enough has been achieved in the past in terms of convergence of macroeconomic fundamentals for this step to be taken; and two, there is enough irrevocable resolve not to depart from parallel evolution in the future for initiative to be sustainable.

There are, obviously, *Euro-scepticals* (as there are, more generally, *euro-scepticals*); those who believe that the main benefit of a single currency resides in the reduction of costs of changing money and operating in different currencies when doing business European-wide can easily fall into this category, and even fear that the suppression of the exchange rate constraints and associated discipline will reduce rather than enhance the awareness of the need for further macroeconomic convergence.

These *Euro-scepticals* are half right, because when a common currency comes as a sign of the level of macroeconomic convergence already achieved and of the willingness to pursue, the additional benefits (reduced cost of transactions, simpler accounting) are just that – additional benefits; and the core benefit is the clear, legally enforceable determination shown to deal with what used to be several separate economies as a single one.

Section II of this paper pictures an integration process<sup>6</sup> in which certain Member States adopted a common currency<sup>7</sup> pegged to a foreign currency,<sup>8</sup> and managed to show stability but not consistent growth,<sup>9</sup> while trade among Member States that did not increase significantly if compared to that of other countries outside the process (Chibuike [2001]). That section will claim

---

<sup>5</sup> The use of “rules” rather than “policies” is deliberate to stress the fact that all monetary and fiscal choices are always hard written in laws and are something more socially tangible than penciled-in “decisions” or “policies”.

<sup>6</sup> The Economic Community of Western African States or ECOWAS, consisting of Benin, Burkina Faso, Cote d'Ivoire, Guinea-Bissau, Mali, Niger, Senegal, Togo, Nigeria, Ghana, Guinea, Liberia, Sierra Leone, and Gambia.

<sup>7</sup> The Franc CFA, common to Benin, Burkina Faso, Cote d'Ivoire, Guinea-Bissau, Mali, Niger, Senegal, and Togo.

<sup>8</sup> The French currency, i.e. the Franc until 1999; and the Euro at present.

<sup>9</sup> Flirting with the 5% figure in Cote d'Ivoire between 1996 and 1999; between 1995 and 2001 in Senegal; and between 1996 and 2000 in Mali, although with tangible slowdowns or negative growth in the past two years, due to either lower international prices of key exports (cotton, cocoa, coffee, and others), shrinking tax bases due to political unrest (Togo, Cote d'Ivoire), or the suspension of international aid after a coup (Niger).

that currency unification without the prerequisite of convergent structural reform or without the aim of deepening it only scratches the surface, and yields no sustainable results.

Thus we will basically retain four lessons from the European Monetary Union: that of a process driven by Law; a trade-off between optimality and credibility; a gradual implementation, preserving stability and continuity of microeconomic transactions, and a skilful management of the final countdown – including an unheard of immaterial phase in which no coins or banknotes of the single currency were in circulation.

## **A. A process governed by Law**

Actioning the Law to permanently<sup>10</sup> reshape economic objects<sup>11</sup> is a well-known operational tool of Law and Economics; better known theoretically than actually used effectively, though. Appropriate public international Law tools address the credibility issue better than internal Law tools, but still fall short of entirely dealing with expectations.

The Maastricht Treaty makes conventional use of this tool, inserting a new section in the original Treaty of Rome (the "EC Treaty"), to organize a progressive transition to a European Monetary Union. With a typically European gradualist approach,<sup>12</sup> the step was taken when enough convergence had been achieved in monetary and fiscal regulations (collectively the “business legal environment”; the detail of the legal process to introduce a sustainable single European currency was left for two subsequent Regulations (collectively the “Stability and Growth Pact”); the final countdown was structured around three steps respectively labelled “convergence phase”, “immaterial phase” and “traditional phase”.

*This is the first lesson of the EMU: a tactful mix of classic international and supranational Law backed by direct democratic support is the right social choice between opposite theories advanced by economists.* Their discussions sometimes appears byzantine to operations personnel who need to make individual choices (collectively, “market choices”) within the framework of a business legal environment; and no matter how attractive, models are extrapolation and inference from facts open to different interpretations. When the Law set the timing for the Euro to start its final straight line, for instance, some still discussed whether the adjustment difficulties experienced by Europe in 1992 (the very year of the Maastricht Treaty) was an isolated case or rather an example of future problems when the single currency would preclude any change of the exchange rates.

---

<sup>10</sup> The Treaty of Maastricht does not provide for conditions under which a Member State could leave the EMU. Contrary to the existing EMS, the escape clause in case of balance of payments difficulties is no longer available to EMU participants from the start of the Immaterial Phase (Sections 109h(4) and 109i(4) of the EC Treaty as amended.

<sup>11</sup> One such complex “object” would be a new single currency that is legal tender within the Union, supported by a single monetary policy defined by a common authority, the European Central Bank.

<sup>12</sup> The comparison with other integration processes suggests that there is no need for others to follow an equally gradualist approach. WAEMU used the opposite approach.

And there was still debate about repercussion effects of increased spending at a given point in time,<sup>13</sup> their impact on inflation, or what the optimum level of inflation was –if any.

The European mix deserves the “tactful” label, because it did not attempt to set monetary rules in isolation from political compromise on macroeconomic policies; and also because such compromise consensus was not left suspended in thin air, but rather written down in the Law, coming down to a certain level of practical detail.

The Law came to provide graduated responses and enforceable sanctions when the sustainability of a common currency (or even fixed exchange rates) is challenged by diverging selected macroeconomic indicators, deficit, for instance. And that the predefined time limits for the application of such legal remedies, ranging from a confidential recommendation through a public and final warning, to ultimately a fine,<sup>14</sup> will restore sustainability *if and only if* handled as components of a system including all elements of the business legal environment.

The final straight line that led to full European monetary union by January 1, 1999 (for a first wave of Member States that achieved certain “convergence standards” of reasonable inflation<sup>15</sup> and deficits)<sup>16</sup> is fairly streamlined from the Maastricht Treaty,<sup>17</sup> the Stability and Growth Pact adopted on June 16 and 17, 1997, and the European Council’s decision of May 2, 1998, establishing the list of the first eligible Member States.

Together with long time favourites (Germany, France, Austria and the Benelux countries), the list included a significant number of Member States who had been successful in their efforts to meet the legal standards of convergence (Finland, Ireland, Spain, Italy and Portugal).<sup>18</sup> The first wave thus concerned 11 Member States out of 15, or roughly 80% of the population and wealth of the EU.

---

<sup>13</sup> Repercussion effects are easy to understand but don't automatically yield hard figures of deficit to write down in the projects submitted to Parliament.

<sup>14</sup> The European Stability and Growth Pact requires the defaulting Member State to make a non-interest-bearing deposit of 0.2% of GDP with the EU, that becomes forfeited, i.e., turned into a fine, and distributed among non-defaulting EMU participants, whenever the excess deficit is not cured within two years. This mechanism is easy to enforce through restrictions on lending by the European Investment Bank or deduction from European contributions to specific policies.

<sup>15</sup> The relationship between increases in M2 and the rate of inflation in the long run and after all adjustments is easier to verify due to the instability of demand for M1. But obviously velocity, supply shocks and expectations are also factors to be taken into account. The broad price stability objective was established as such, leaving the detailed mechanisms to align inflation rates to be written down later.

<sup>16</sup> Deficits may be a source of inflation no matter whether money-financed or financed through indebtedness. Sargent and Wallace [1981] suggested a model in which bond financing leads to even higher rates of inflation than deficit monetization. In presence of reserve requirements, this would be true even with a real rate of growth exceeding the real return on bonds. Other economists believe that this is not true in the short term, or when deficits do not increase beyond a constant debt / GDP rate, and this is what the European drafting seems to reflect.

<sup>17</sup> This Treaty, signed on February 7, 1992, was subsequently ratified by a short popular majority by the highest standards of direct democratic consultation in the Member states.

<sup>18</sup> Taking the two basic parameters of inflation and long-term interest rates, substantial convergence had been achieved under the previous EMS system. Inflation rates of the EMU countries ranged from 1.1% (Austria) to 1.8 (Italy, the Netherlands, Portugal and Spain) and long term interest rates ranged from 5.5 (France and the Netherlands) to 6.7% (Italy).

The boldness of the move created macro expectations about the Euro's ability to spur growth and job creation across the EMU; and also micro expectations about the readiness of e-payment technologies and information systems in general to address accounting, tax and certain other practical issues. While a final answer to the former is yet to be provided, the answers to the latter came directly from the private sectors concerned, within the framework of a reasonably clear and detailed legal environment.

## **B. A trade off between sub optimality and enforceability?**

Why move to a single currency? Politically, it constituted a highly symbolic step towards an integrated Europe. Economically, those who cited as its main benefit the reduction of the cost of changing money and buying coverage questioned, understandably, whether the advantages of the single currency would outweigh the cost of the loss of flexibility in adjusting to economic shocks at national level (Gros and Thygesen [1992]; Host *et al* [1990]).

The argument is dubious, firstly because exercising purely national “flexibility” in response to economic shocks is not optimal<sup>19</sup> either; secondly because it amounts to comparing advantages of national-level suboptimalities and diverging macroeconomic policies with community-level suboptimalities and converging policies,<sup>20</sup> an evaluation that yields unequivocal results; and thirdly, because it assumes different national flavours of “flexibility”, and denies convergence, both past and future.

Another, more original way of putting the same case against a single currency is that different levels of inflation (leading over time to devaluation) are desirable as a function of a country's internal indebtedness. This thinly veiled reference to southern European countries (casting doubts about the sustainability of their public debt if deficit could no longer be financed by money creation) (Dornbusch [1987]) was worth addressing explicitly in the legal texts that implemented the EMU: only countries meeting certain criteria in terms of deficit and indebtedness are eligible for EMU membership.<sup>21</sup>

Coming back to the cause or consequence logic, there is yet another possible formulation of the same questioning: If the convergence of macroeconomic fundamentals is a prerequisite rather than a consequence of a monetary union, then what are the advantages of a single currency over - say- a system of fixed parities between the national currencies of the Member States? The question is somewhat misleading, and answers using different blends of econometric analysis and macroeconomic theory provide unconvincing results.<sup>22</sup>

---

<sup>19</sup> Optimality requires instantaneous reaction, without under or over shooting. By definition, governmental reactions lag and most often proceed by trial and error, over or under shooting.

<sup>20</sup> Thus avoiding changes in competitiveness that would require further adjustment.

<sup>21</sup> Thus resolving, by the same token, the question of future new entrants.

<sup>22</sup> Melitz [1988]. This author suggests that if a country has been successful at containing inflation through a peg to the currency of the countries with lowest inflation, the effort would have been just as successful by the country acting alone, without an external binding commitment.

An answer based on the legal business environment would be more satisfactory. Firstly, enforceable fixed parities had not been attempted since the collapse of Breton Woods,<sup>23</sup> and the EMS (implemented the same year in which that collapse became evident) was rather a monetary target zone system than a fixed parity system; in addition, it was not really enforceable,<sup>24</sup> and each country remained free to leave the EMS.<sup>25</sup> Secondly, exchange rate rigidity cannot really be enforced in an open economy, where changes in the balance of payments prompt changes in parities, and vice-versa;<sup>26</sup> a fixed parity between European currencies would not be sustainable and cannot be credibly enforced if each floats against other major currencies. Thirdly, contrary to a more or less crawling peg of national currencies, a single currency created by an international treaty and supported by a single Central Bank burns the vessels of future macroeconomic divergence more credibly.<sup>27</sup>

*This is the second lesson of the EMU: a single currency is politically more sustainable than models that require national Central Banks to support on occasion currencies other than their own.*<sup>28</sup> A single European currency pitches less when floating,<sup>29</sup> if compared to national pegged currencies subject to appreciation or depreciation<sup>30</sup> in varying degrees. In extreme cases, one European currency could have gained ground against the dollar while the other lost ground,

---

<sup>23</sup> The Bretton Woods system of exchange rate control collapsed because the adjustment mechanism was unbalanced, and possibly unfair: it always imposed the burden of devaluation on the weakest currencies. In theory, the bilateral parity system implemented with the EMS would have shared the burden of adjustment equally between all currencies involved; but in practice, its increasing reliance on the Deutschmark as anchor currency (much like Bretton relied on the dollar) yielded several perverse effects.

<sup>24</sup> Business Lawyers use “enforceability” as a rough equivalent of what “credibility” means for economists. It is the objective ability to make sure somebody’s behavior is consistent with its commitments, and yields a widespread belief that the conduct will in fact comply with those commitments.

<sup>25</sup> Despite its obvious success in reducing exchange rate volatility, the EMS fell short of making the national currencies close substitutes, or reducing risk premium to zero. The simple uncovered interest rate parity condition appeared more close to being fulfilled between the DM and the dollar than between the DM and other EMS currencies. This suggests that financial markets still questioned –understandably– the credibility of the EMS Member States commitment in the longer run (Artis and Taylor [1988]).

<sup>26</sup> The balance of payments is a record of all transactions of an economy with other economies. The capital account describes transactions in assets, while the current account covers transactions in goods and services, and transfers.

<sup>27</sup> An international commitment brings larger credibility to formerly high-inflation countries: voters and investors are made aware of the government’s awareness of the penalties attached to inflation, thus helping overcome the inefficiency stemming from public skepticism (Giavazzi and Pagano [1986]).

<sup>28</sup> For the strongest EMS currencies, steady depreciation (with correlative competitiveness gains) while the parities remained stable and inflation had not converged entirely outweighed both this cost and the attractiveness of an independently pursued inflation containment policy without any imported inflation (Melitz [1988]). But the assumption that Germany would continue to have low inflation and interest rates proved wrong, and in 1992 the cost of German economic, monetary, and political unification prompted the Bundesbank to raise interest rates to levels that no other Member State could sustain; in 1992, the weaker currencies started falling from the EMS, and on September 16 the pound left to pursue independently a policy of lower interest rates. A fine example of how national priorities change national law, and of the inherent legal weakness of a fixed parity system using a national anchor currency.

<sup>29</sup> A currency “floats” if its value is dictated by market forces of supply and demand. Clean floating lets market forces alone define the parity, and “dirty” floating includes open market operations by Central Banks to maintain the parity within given limits.

<sup>30</sup> Between January 2, 1973 and January 2, 1975, both the DM and the Peseta, for instance, gained ground on the dollar (the former about 32%, and the latter about 13% only); and other differences occurred when they both lost ground (the DM about 12%, and the Peseta about 15%).

forcing increasingly intense Central Bank intervention, which does not appear politically sustainable for a foreign currency.<sup>31</sup> When the EMU was created, the reserves of EMU Member States in non-EU currencies and gold were pooled at the level of the European monetary authority to allow more effective open market intervention.

### C. Gradualist implementation: stability and continuity

Between 1979 and 1992 Europe lived under a *monetary target zone* system known as European Monetary System (“EMS”) that has been the subject matter of extensive analysis. The pivotal parity of the zone was set by reference to an abstract account unit (the “ECU”) calculated as a function of the mutual parities of Member Country currencies.

This parity had occasionally to realign, as a consequence of different national inflations and changes in competitiveness. The system proved to be robust,<sup>32</sup> although far from orthodox.<sup>33</sup> It did curb inflation down<sup>34</sup> but this hardly yields a workable conclusion<sup>35</sup> other than that if realignment remains a national decision,<sup>36</sup> Member States will not be equally credible in their macroeconomic commitments. In other terms, International Law obligations increase the stability and credibility of countries whenever their national business legal environment is perceived as excessively volatile.

The removal of any remaining restrictions on cross-border capital and data flows within the Member States<sup>37</sup> was facilitated by the fact that ‘inflationary’ Member States had no guarantee

---

<sup>31</sup> In this sense, a single currency like the Euro is more resilient to speculative runs; even if the Central Bank responsible for the anchor currency had the will to defend a currency against persistent attack, it would not have by today standards enough reserves to defend its own currency, let alone other fellow currencies.

<sup>32</sup> (Driffill [1988]). Inflation differentials and other indicators converged sufficiently over time to reduce residual tensions and prospects for large speculative gains, and be accommodated by non-disruptive realignments. This prerequisite has been absent from Latin American experiments in currency stabilization and financial liberalization.

<sup>33</sup> (Obstfeld [1989]). Capital controls had been removed beyond what theory would grant for monetary zones with roughly fixed parities and incomplete convergence of inflation rates and macroeconomic fundamentals. But when a realignment was predictable due to a loss of local competitiveness to lead to, markets could also predict (from past and anticipated government measures) that the realignment would not fully offset cumulative excess inflation, and fiscal expansion would never fully offset a real appreciation.

<sup>34</sup> (Giavazzi and Giovannini [1988]). With a reduced-form system of equations for the quarterly behavior of wages, prices and output, these authors demonstrated that countries trying to curb their inflation down through EMS membership achieved better results than predictable under pre-EMS data. The three high-inflation EMS Member States considered (Denmark, France and Italy) suffered little or no output loss; surprisingly, Germany suffered a substantial loss while achieving worse disinflationary results than predictable under the pre-EMS data. The same conclusion is supported by other studies using different data and methods. (Collins [1988]).

<sup>35</sup> The downward shift in inflation expectations was less dramatic than that of certain non-EMS countries such as the UK, where inflation dropped sharply below the predictable levels from 1981 onwards. (Giavazzi and Giovannini [1988]).

<sup>36</sup> In addition, while EMS currencies operated with respect to the other under the target zone principles, they floated with respect to other currencies such as the dollar.

<sup>37</sup> Assuming fixed exchange rates and perfect capital mobility, the slightest differential in interest rates should cause infinite capital flows; in other terms, under fixed exchange rates and perfect capital mobility, a country cannot pursue an independent monetary policy. (Mundell [1971]). The same is true of a fiscal policy, and even with far from perfect capital mobility, France experienced capital flight in 1981-1983 after the announcement of a solitary (more expansionary) fiscal policy. (Obstfeld [1989]). The experience made the case for convergent (although possibly differentiated) fiscal action as a part of the EMS monetary package.

that they could fully restore competitiveness if they wanted to remain within the EMS; obviously these countries were free at all times to leave the system, but this built-in ‘soft dissuasion’ proved effective enough to stabilize the system and induce the countries with the potentially weakest currencies to prefer the proclaimed self-restraint that came with EMS membership.

*The third lesson of the EMU is thus one of consubstantial gradualism.* The EMS was a compromise between enforceable macroeconomic and monetary convergence and full monetary autonomy,<sup>38</sup> and came as part of an overall harmonization of all aspects of the European business legal environment. The conclusions of this paper discuss whether this feature is to be regarded as a consequence of individual characteristics of the European Integration process or whether it is rather to be considered as an essential prerequisite of all forms of advanced monetary cooperation.

The 1992 crisis provided an opportunity to rethink a viable system, and the four possibilities available for this purpose -short of implementing a single currency:

- Setting in common aggregate monetary objectives for the EMS combined; preliminary research suggested that an aggregate EMS money demand function could prove as stable as the money demand function in Germany (Russo and Tullio [1988]).
- Letting each country set a national objective for domestic credit expansion under the condition that it should refrain from sterilizing the interventions that would be required to sustain the fixed exchange rate;<sup>39</sup> without net interventions in dollars and other non-EMS currencies, the expansion of aggregate domestic credit would equal the total money creation, and the Member States could then jointly consider whether monetary growth was desirable.
- Setting in common monetary rules for each country, subject to a common inflation target (such as stable average wholesale or retail prices across the Member States).
- Setting in common nominal income targets on a country basis, instead of monetary rules, subject to the same common inflation targets.

As it came out, every alternative required explicit agreement about common inflation objectives and the allocation of national monetary aggregates by an European Central Bank or Central-Bank-like institution, thus bringing in all the constraints of a move to a single currency without

---

<sup>38</sup> (Mastropasqua; Micossi and Rinaldi [1988]). Using the extent of sterilized intervention as an indicator of the degree of monetary autonomy, these authors found that certain EMS Member States had sterilized twice as much of the net change in the foreign assets of their Central Banks. The Bundesbank, for instance, had roughly twice the capacity of its French, Belgian or Italian colleagues to sterilize its relatively more modest interventions in foreign exchange markets, in order to keep its preferred domestic monetary aggregate closer to target; the other countries conducted policy in terms of domestic credit expansion allowing external flows to influence domestic monetary conditions. The risk that this asymmetry would widen as perfect capital mobility was implemented, however, was ultimately more than offset by closer consensus on medium-term policies – thus opening the way for the common currency and a single Central Bank.

<sup>39</sup> This would, at the same time, remove asymmetries in terms of sterilized intervention.

any of its benefits.<sup>40</sup> And in practice the feedback rules required to link deviations from the price stability objectives to changes in national monetary growth rates would be virtually impossible to implement.

### *Stability*

The "Stability and Growth Pact" of 1997 goes into more detail regarding the former than the latter. It consists of a first Regulation on "reinforcement of budgetary positions screening, and coordination of economic policies", calling for the submission of a multi-annual "stability program";<sup>41</sup> and a second Regulation on "implementation of the excessive deficit procedure", setting forth sanctions for failure to cure deficits in excess of 3% of GDP.

Programs under the first Regulation are updated on an annual basis, and both the programs and their updates are to be published. The Council has subsequently used its power to issue early warnings as to deviations.

The second Regulation establishes a time frame for the various steps in the screening procedure, so that sanctions can be imposed within a year from the reporting of an excess deficit. Exceptions include "exceptional and temporary" budget deficits, namely those due to a "severe" (over 2% of GDP) or "abrupt" economic downturn.

### *Continuity*

If an integration process is serious about taking a bold monetary step, it needs to get into microeconomic detail to prevent the innovation from disrupting ongoing activities. This is what the European Council did in a first European Regulation<sup>42</sup> that established the principle of continuity of contract, decided that the Euro would replace the ECU in legal instruments, and defined conversion and rounding rules, thus regulating change in all legal and economic functions of money (unit of account, store of value, and legal tender) and channelling demand for money (to conclude a transaction, as a precaution or to speculate).

Payments stipulated in former national currency would continue to be made in this "national non-decimal sub-unit of the Euro" unless the parties agreed otherwise. This language did not address the case of contracts that became devoid of cause as a consequence of the establishment of fixed

---

<sup>40</sup> Bluntly stated, it would appear less credible and enforceable. If national currencies subsisted, and implicitly the administration of the process was left in the hands of national authorities, some would inevitably be regarded as less accountable and reliable, or more prone to political opportunism.

<sup>41</sup> Each program had to include medium-term targets for balancing budget and list the measures required to achieve such targets.

<sup>42</sup> Regulation 1103/97, adopted on June 17, 1997.

exchange rates between the € and its “national non-decimal subunits”,<sup>43</sup> but the market easily cleared the issue by itself.<sup>44</sup>

Existing LIBOR or PIBOR anchor clauses did not require urgent change and could still be used until the “national non-decimal subunits of the Euro” were no longer quoted. The same was true of *force majeure*, hardship, *rebus sic stantibus*, frustration, impracticability, event-of-default, alternative-currency, market disaster and termination events (in derivatives contracts in particular), although in practice these were scanned to make sure that they were not inadvertently triggered by, or did not produce unwanted effects as a result of, the introduction of the Euro.

Similarly, fixed rates for loans agreed in former national currency remained unaffected. The fear that debtors in traditionally weaker currencies with high interest rates might have been disadvantaged was pure speculation, because not only had the strengths of eligible Member States converged and become comparable,<sup>45</sup> the situation is not different from what happens in practice when a traditionally weaker currency gets stronger.

#### **D. Crisis and countdown management**

The name “convergence” phase given to the first step of the final straight line leading to EMU should not obscure the previous twenty-years period of convergence of economic fundamentals,<sup>46</sup> through consistent and increasingly closer coordination of economic and monetary policies.<sup>47</sup>

Previous convergence, however, had come to a critical stall by the time of the Maastricht Treaty, and the EMS that was both its consequence and its driving force<sup>48</sup> was for all practical purposes in crisis.

---

<sup>43</sup> And not “national currencies”, that had instantaneously disappeared as such by operation of Law. Generally, all contracts intended to provide for (or speculate on) exchange rate fluctuations became devoid of cause; examples include swaps, currency options, and other derivatives.

<sup>44</sup> In a good example of “subsidiarity” of regulation. The economic situation of the parties was, after all, not different in substance from what it would have been if fixed exchange rates had applied without introduction of a single currency.

<sup>45</sup> One of the convergence criteria is that a Member State's long term interest rate should not be more than 2 percentage points higher than that prevailing in the three Member States that are performing best in terms of price stability. For the first wave of EMU Member States, interest rate levels had already converged to a few basis points across the maturity spectrum. These countries had nearly identical private yield curves, both in the shorter-term segment (as evidenced by Euro deposit rates) and for longer maturities (as appears from yields on the fixed-rate side of interest rate swaps).

<sup>46</sup> It wouldn't be possible to maintain the value of a currency without strong convergence of the fundamentals (deficit, indebtedness, interest rates, balance of payments).

<sup>47</sup> Since 1979, several European countries, including Germany, France and Italy, engaged in a *target zone regime*. This system, called European Monetary System, or EMS for short (the short version also allows for “European Monetary Snake”, although the term “snake” and “snake-in-the-tunnel” designate earlier similar European experiences) provided for substantially fixed exchange rates with narrow fluctuation bands above or below the agreed exchange parity.

<sup>48</sup> Over time, exchange rate realignments had come to be instruments to control inflation used in conjunction with domestic measures rather than passive reactions to inflation.

*The fourth lesson of the EMU is thus one of constructive crisis handling.* In 1992, a wave of speculative attacks hit the European currencies. Full capital market liberalization had been implemented before the full monetary coordination required by the Treaty of Maastricht went into force. Right after the Danish voted “no” in a ratification referendum, the crisis erupted with an attack on the Finnish crown and the Italian lira; whether there are cause/effect links between the two is debatable, because internal tensions had been building up before; in Germany, interest rates pulled up by the huge cost of political unification since 1990, to levels that did not look sustainable for other Member States.

Right or wrong, the market believed that short of enforceable monetary coordination, strong-currency Central Banks would use their power self-interestedly (Giordano and Persaud [1998]) and weaker currencies could be attacked. Before the end of the year, Italy and the UK fell from the EMS fluctuation band, the Peseta depreciated, and after a furious catfight<sup>49</sup> around the franc, the Banque de France and the Bundesbank forced speculators into retreat. But the punt was devaluated in January 1993, followed by the escudo and the peseta in May. The pressure decreased in spring when the Bundesbank reduced interest rates three times. But when in August the Bundesbank failed to reduce rates again, runs started against the currencies of Belgium, Denmark, France, Portugal and Spain, and this time the phenomenon was too wide to be contained even by massive market intervention. The narrow floating band of 2.25% was replaced with a wide 15% band, and the EMS became a free-floating system in all but name.

The European monetary authorities learned this hard taught lesson: Uncoordinated monetary policies and fragmented regulatory spaces were suicidal in a context of free capital movement; and no Member State, not even Germany, could ignore the warnings and signals from other Member States.

The Member States assimilated the crisis and –self-constrained by Law- aligned on schedule for the final straight line. By 1996, all (except for the Irish punt) had realigned on the narrow 2.25% band, at the cost of leaving the pound and the drachma outside the system. The Maastricht Treaty, however, is an exercise of constructive ambiguity<sup>50</sup> in terms of drafting, imposing initially “best efforts” obligations to avoid excessive deficit,<sup>51</sup> to be specified later.<sup>52</sup>

The European Monetary Institute (EMI) was created as a forerunner of the European Central Bank to strengthen cooperation between national Central Banks, support monetary cooperation and coordinate the preparations for the forthcoming Immaterial Phase of the Euro.

---

<sup>49</sup> Two types of currency crisis models coexist in the literature: first generation models view speculative attacks as being caused by economic fundamentals inconsistent with a parity. Second generation models claim self-fulfilling speculation as the main source of a currency crisis. (Weber [1997]). The second model focuses on attacks as duels between speculators and the monetary authority over inflation, unemployment and growth. (Glick and Rose [2000]).

<sup>50</sup> There may be good reasons for not adopting an overly precise definition of price stability targets. Economists have not come to an agreement as to the optimal rate of inflation. Theoretical and practical arguments have been advanced for and against an inflation equal to zero (Issing *et al* [2001] pp. 69).

<sup>51</sup> See Section 1098(4) of the Treaty of Rome as amended by the Treaty of Maastricht.

<sup>52</sup> The “Stability and Growth Pact” adopted by the European Council on June 16 and 17, 1997, provides for a maximum deficit of 3% of GDP and indebtedness not to exceed 60% of GDP.

With the definition of countries of the first wave and fixed exchange rates between their currencies and the Euro,<sup>53</sup> the European Central Bank (ECB) and the European System of Central Banks (ESCB) became operational. The mission of the ECB, broader than that of the EMI, included the authority to make both internal (release of Euro banknotes and coins,<sup>54</sup> intermediate monetary targets,<sup>55</sup> key interest rates,<sup>56</sup> supply of reserves, and reserve requirements of credit institutions) and external monetary choices.<sup>57</sup> In practice, the main instrument for one and the other would be open market intervention to steer short-term interest and exchange rates.

The ECB decisions were made centrally (with price stability as its primary objective),<sup>58</sup> and implemented locally through the ESCB, consisting of the ECB and the national Central Banks of the EU Member States. Specific provisions of the Maastricht Treaty protected the ESCB from political interference in the conduct of monetary policy.<sup>59</sup> The initial capital of the ECB was established at 5 billion €, contributed by the national Central Banks according to a key based on population and GDP; the ECB's Governing Council may, by special majority vote, decide capital increases.<sup>60</sup>

---

<sup>53</sup> Which amounts to setting fixed exchange rates between such national currencies until the Euro system starts on January 1, 1999, contrary to the existing European Monetary System (EMS); in target zone or "dirty floating" systems such as the EMS, Central Banks are committed to intervention to keep the exchange rate from moving outside specified limits either way of a centrally agreed exchange rate, or parity.

<sup>54</sup> Obviously, this aggregate is only one of the elements to be taken into account to fine-tune the supply of money.

<sup>55</sup> Although monetary targets (or monetary growth ranges) can be a tool of monetary policy making, in particular when the interest/spending curve (combinations of interest rates and levels of output matching planned income and spending) is the cause of an unbalance. But rigid commitment to monetary targets seems unlikely in view of the anticipated shifts in the money demand function.

<sup>56</sup> Interest rates influence aggregate demand, including investment spending, and are another tool of monetary policy making. Aggregate demand is, for any given level of income, negatively responsive to increases in interest rates, although such responses may be somewhat elastic. States with high demand for money (due for instance to high public deficits) cannot afford to lower unilaterally the yield of government bonds, and therefore cannot effectively curb down interest rates to fight recession.

<sup>57</sup> Such as exchange rate arrangements with third currencies.

<sup>58</sup> Section 105(1) of the EC Treaty. Irving Fischer analyzed the relationship between interest rates and prices increases (or inflation), and his equation ("Fischer effect") proposes that sustained increases in money growth lead, after an initial phase of decrease in nominal interest rates, to increased output and prices, thus driving interest rates gradually up. In the long run, interest rates increase by the same amount as money growth and inflation.

<sup>59</sup> Sections 107 and 108 of the EC Treaty. Short of this, monetary policy could be held hostage of political-cycle-related short-term tradeoffs between inflation and unemployment along the Phillips curve, although the likelihood of those tradeoffs resulting ultimately in higher inflation with no lesser unemployment is well known. In a case such as that of the EU, where a dozen countries' electoral schedules need to be taken into account, independence of the Central Bank is vital. Independence as such, however, does not guarantee that the monetary policies pursued by the Central Bank will be correct.

<sup>60</sup> Sections 28 and 29 of Protocol No 3 on the Statute of the European System of Central Banks and of the European Central Bank.

### *Readiness in the Immaterial Phase*

In this phase the Euro started its existence as an immaterial currency unit, another unprecedented feature in monetary history,<sup>61</sup> except that it could be perceived as a continuation of the ECU.<sup>62</sup>

Government debt bonds issued after January 1, 1999, are denominated in Euros and traded in that currency;<sup>63</sup> and Member States were left free to re-denominate their old bonds to Euros without delay.<sup>64</sup> Similarly, firms were left free<sup>65</sup> to start operating in Euros for the purposes of account keeping<sup>66</sup> and management of their supply and demand chains, and to re-denominate their securities<sup>67</sup> or shares to Euros<sup>68</sup> if they wished.

The financial markets and electronic malls operating in national currencies started operating in Euros immediately, with the former national currencies surviving as geographically limited non-decimal sub-units of the Euro. This required some detailed planning, and demand for "Euro-compliant" information systems increased significantly but temporarily. Indeed, the information systems needed to be ready to:

- Reflect for all purposes, including taxation and tax deduction, in the profit and loss account of the balance sheet any exchange gains or losses related to the conversion of national currency into Euro,<sup>69</sup> as if realized as of January 1, 1999, except where deferral

---

<sup>61</sup> The Euro was the first currency not to match the traditional definition of the M1 monetary aggregate (sum of banknotes and coins in circulation plus deposits with banks): no banknotes or coins were available when the Euro became the single currency of EMU countries on January 1, 1999.

<sup>62</sup> The ECU (a name reminiscent of the old French coin ecu) was an acronym for European Count Unit; it never was a currency on its own, although some private contracts referred to it as a supposedly more stable unit of value (it relied on a basket of national currencies). The Euro replaced the ECU on a 1:1 basis regardless of the differences in the content of the currency basket. The operational question of whether in ECU-denominated contracts without an ECU definition or with an outdated ECU definition could survive the automatic 1:1 conversion to the Euro was efficiently cleared by the market without need for public regulation.

<sup>63</sup> Recital 14 of Regulation on the Introduction of the Euro. Government bonds are the traditional means of financing public deficits through public debt, as opposed to money financing (borrowing from the Central Bank Debt financing does not increase the nominal money stock but its effects on inflation are debatable. See note 17 and accompanying text above.

<sup>64</sup> Depending on the interest rate at which such bonds are offered, this may further increase demand for Euros.

<sup>65</sup> Thus leaving marginal demand for money unchanged. Demand for Euros would result from government bonds and private securities of companies who decided to denominate such securities in Euros.

<sup>66</sup> Annual accounts cannot be drawn up in Euros for fiscal years ending on January 1, 1999.

<sup>67</sup> Non-governmental entities might select to re-denominate outstanding debt securities in Euros, with a possible liquidity advantage (benchmark issues are likely to be in Euros, with Government debt denominated in Euros). Market perception reasons might also be a valid reason for redenomination, if Euro debt and national currency debt were not perceived by the market as strict equivalents (and therefore trade with a yield differential). The costs and complexities of anticipated redenomination might however outweigh the advantages, in particular in cases in which consent of holders is required.

<sup>68</sup> Re-denomination of shares during this phase may present even greater complexities. The By-laws will need to be amended by a supermajority in the shareholders' meeting, and rounding may require a capital increase or decrease, through transfers to or from the capital account from or reserves.

<sup>69</sup> Including those resulting from futures contracts, such as swaps, transformed into a unilateral right to receive a fixed amount of money.

was justified under the "matching" principle, i.e., when directly related to offsetting future income or expense items.<sup>70</sup>

- Distinguish between new and re-denominated Euro debt,<sup>71</sup> and draw up accounts in Euros only for any fiscal years ending after December 31, 2001. Prior to that date, accounts could be established in either former national currency or in Euros.
- Allow conversion between the national nondecimal sub-units of the Euro (formerly "national currencies"), a process labelled "triangulation" (conversion to and from the Euro).
- Treat costs associated with the introduction of the Euro as an expense of the fiscal year in which they were incurred, or capitalized them or include them in the carrying amount of a fixed asset, when producing identifiable future benefits.
- Interoperate (in the case of banking and financial market related information systems) with the ESCB systems and allow payment instructions to flow on a transaction-by-transaction basis for individual settlement across Central Bank accounts continuously and in real time.<sup>72</sup> In particular, these systems needed to account for fully collateralized intra-day overdrafts or intra-day REPOS<sup>73</sup> provided by the participating national Central Banks From to secure the intraday liquidity needed to process such payments across interlinked systems.

Minor adjustments were also required for light display systems in the industrial and retail sectors, (namely dual price display in the immaterial phase, together with willingness to accept Euro as tender) and heavier supply chain and order processing systems.<sup>74</sup>

Debts<sup>75</sup> payable in a Member State<sup>76</sup> without manipulation of banknotes or coins (such as wires to bank accounts, netting or set-off) could -notwithstanding any agreement to the contrary- be validly discharged either in Euros or in the relevant national subunit, at the option of the debtor.

---

<sup>70</sup> Exchange gains or losses on foreign exchange contracts used as anticipatory hedges had to be deferred when this made income and expense items match better.

<sup>71</sup> Issuers who decided to redenominate national currency debt to Euros were still likely to prefer keeping such redenominated debt under existing market conventions.

<sup>72</sup> This will eliminate the intraday settlement risk presented by net end-of-day settlement systems, but also requires some re-programming.

<sup>73</sup> Overnight Repurchase Agreements or REPOs are transactions in which a Bank sells to a non-Bank customer a security it promises to buy back at a preset price the day after. This amounts to borrowing for one day.

<sup>74</sup> Information systems are not limited to traditional client/server "heavy" applications. Most of the change will need to take place at POS terminal and cash register equipment, vending and ATM machines, etc. However, these changes will not need to be immediate thanks to the "no prohibition, no obligation" principle contained in the European Regulations discussed below.

<sup>75</sup> Regardless of whether such debt is denominated in national currency or in Euro.

<sup>76</sup> And, according to Recital 13 of the Regulation on the Introduction of the Euro, possibly in other participating Member States.

The creditor's account was to be credited in the denomination of such account, converting (if required) at the fixed value relationship of that sub-unit *vis-à-vis* the Euro.<sup>77</sup>

Traditional forms of commerce requiring manipulation of banknotes and coins (such as most of the retail commerce, with the significant exception of on-line retail) would instead rely on the existing ones –representing national non-decimal sub-units as above- until Euro banknotes and coins were released by January 1, 2002.

#### *Traditional Phase (January 1<sup>st</sup>, 2002 and after)*

Euro banknotes and coins were released, and started behaving like any other traditional monetary aggregate; during the six-month period ending June 30, 2002, national banknotes and coins were exchanged for Euro banknotes and coins.

The non-EMU European currencies were allowed to peg to the Euro with a relatively wide maximum fluctuation band (15% either way from parity). If this option was exercised, automatic and unlimited foreign-exchange market intervention by the Central Banks are backed by very short-term financing arrangements.

The Euro floats with respect to other currencies as a function of offer and demand.<sup>78</sup> The real exchange rate fluctuates depending on interest rate differentials and other factors.

---

<sup>77</sup> The fixed Euro/national currency conversion rates use six significant figures, counted from the left and starting with the first non-zero figure. Conversion from an EMU national currency to the Euro is effected dividing the national currency amount by the relevant conversion rate rather than multiplying by its reciprocal (the latter method might produce inaccuracies for larger sums). Conversions between two EMU national currencies are carried out through “triangulation” in two steps (conversion into and from the Euro, the intermediate Euro being rounded to not less than three decimals); the operation is much less scary than business and accounting information systems vendors suggested at a point in time.

<sup>78</sup> Including demand for Euros originating in other countries, e.g. to buy Euro denominated assets. During the eighties and most of the nineties, US deficits have been to a significant extent financed by selling US Bonds in the international market. Contrary to taxation, applicable only to nationals, borrowing can be international. The so-called Ricardian equivalence suggests that borrowing merely defers taxation; but the political significance of this is rather limited, as individuals (voters) have limited time scopes.

### III. ECOWAS AND ASEAN

#### A. ECOWAS

In the Economic Community of West African States (ECOWAS), like in the European Union, certain Member States have formed a monetary union, the West African Economic and Monetary Union (WAEMU)<sup>79</sup> while others stayed outside. Contrary to the EU case, the ECOWAS Member States outside WAEMU showed signs of considering a separate monetary union between them.<sup>80</sup> The paper does not deal with the feasibility of this other project.

Originally adopted upon independence by former French colonies inside and outside the ECOWAS, the Franc CFA (“XOF”) has also been adopted in 1997 by Guinea Bissau and is the single currency of WAEMU. The monetary authority is the Central Bank of the West African States or BCEAO (Banque Centrale des Etats d’Afrique Occidentale).<sup>81</sup> The XOF is pegged to the French currency (presently the Euro), with convertibility guaranteed by the French Treasury through cooperation and operations account agreements between the WAEMU and France.<sup>82</sup>

All of the WAEMU countries qualify as Heavily Indebted Poor Countries (HIPC in IMF jargon) and three ranks in the group of the ten poorest in the world.<sup>83</sup> Cote d’Ivoire is one of the main producers and exporters of coffee, cocoa beans, and palm oil; Guinea Bissau is the 6<sup>th</sup> producer of cashews worldwide, and Togo is the 4<sup>th</sup> largest producer of phosphates. Most are subject to wide fluctuations in international demand and prices of their key exports, like cotton<sup>84</sup> phosphates and uranium.

---

<sup>79</sup> See note 7 and accompanying text above.

<sup>80</sup> In the “Accra Declaration” of April 2000, the leaders of six non-WAEMU Member States “recognize the need for strong political commitment, and undertake to pursue all such national policies as would facilitate the regional monetary integration process”, declaring their intent to proceed to monetary union by January 2003. The likelihood to miss this deadline is not really relevant, because this declaration is not an enforceable legal instrument and not much reliance appears to have been placed on it.

<sup>81</sup> Created by the Western African Monetary Union Treaty of May 12, 1962; this Treaty was amended by the WAEMU Treaty of November 14, 1973.

<sup>82</sup> Signed on December 4, 1973. The cooperation agreement was amended on May 29, 1984. The French Treasury currently has sole responsibility for guaranteeing convertibility of CFA francs into Euros, without any monetary policy implication for the French Central Bank or the European Central Bank. The WAEMU Central Bank maintains an overdraft facility with the French Treasury, subject to operating rules that have applied since 1973. The WAEMU Central Bank must keep at least 65 percent of its foreign assets in its operations account with the French Treasury; provide for foreign exchange cover of at least 20 percent for its sight liabilities; and impose a cap on credit extended to each member country equivalent to 20 percent of that country’s public revenue in the preceding year.

<sup>83</sup> Burkina Faso, Guinea Bissau and Mali.

<sup>84</sup> Benin, Cote d’Ivoire, Mali and Niger.

Differently endowed with natural resources,<sup>85</sup> all of these countries have pursued low inflation objectives,<sup>86</sup> implemented IMF sponsored plans to attract foreign investment,<sup>87</sup> contained public deficit<sup>88</sup> to various extents, and benefited to different extents from several donor and debt relief programs. After the 1994 devaluation of the Franc CFA, many have achieved 5% growth rates for several years;<sup>89</sup> although Senegal appeared as the best performer,<sup>90</sup> results were rather encouraging for all, but were frustrated in two cases by civil wars.<sup>91</sup>

When adopting the XOF as single currency, the WAEMU countries did not have behind them a history of monetary sovereignty similar to that of countries involved in other integration processes. As time passed, WAEMU showed lower and less erratic inflation than other sub-Saharan countries, thus allowing a slightly higher trade between Member States (Uche [2001]), but their growth cannot be said to have outperformed significantly other ECOWAS countries.

WAEMU illustrates that monetary union is neither necessary nor sufficient to achieve other aspects of regional integration, in particular intra-regional trade and macroeconomic consistency. It is true that if European Central Banks with a tradition of cooperation failed to help the national currencies crawl individually out of the 1992 crisis, nothing short of a single currency managed by a single independent Central Bank would secure monetary consistency within WAEMU, or effectively constrain macroeconomic convergence to the extent desirable for an integration process.<sup>92</sup> But on the other hand, convergence appears to have been influenced rather by

---

<sup>85</sup> Burkina Faso is a landlocked country with high population density, few natural resources, and a fragile soil; 65% of Mali's land is desert or semi desert, with economic activity largely confined to the riverine area irrigated by the Niger, and about 10% of the population is nomadic. Niger is landlocked too, and the agriculture of Benin is mainly subsistence. Guinea-Bissau world exports include fish and seafood along with small amounts of peanuts, palm kernels, and timber, Cote d'Ivoire's economy diversified to export non-traditional primary exports such as pineapples and rubber; and in Togo, cocoa, coffee, and cotton generate about 40% of export earnings. The recently discovered offshore oil reserves of Cote d'Ivoire and Guinea Bissau could provide these countries with a significant revenue stream if oil prices came to increase enough to justify the investment required to exploit them.

<sup>86</sup> In Senegal, inflation dropped to as low as 1% in 2000, but rose again to about 3.3% in 2001. Inflation due to increase of the monetary base has been under control in all WAEMU countries under the currency board system, but this alone did not prevent peaks of price increases or panic buying in countries affected by severe political instability or armed conflict between government forces and rebels.

<sup>87</sup> Togo has been successful in attracting foreign investment towards its duty-free processing zone launched in 1989, and Benin seems - in spite of initial government reluctance- committed to more foreign investment in the areas of telecommunications, water, electricity, and tourism.

<sup>88</sup> Togo failed to downsize the budget of the military forces on which government depended to stay in power, and Niger is largely dependent on foreign aid for government operating expenses and public investment. The financial prospects of this last country became bleak as international aid was suspended after the 1999 coup.

<sup>89</sup> Benin in the past five years, Cote d'Ivoire between 1996 and 1999, Mali between 1996 and 2000, Senegal between 1995 and 2001.

<sup>90</sup> Senegal undertook a bold and ambitious economic reform program with the support of the international donor community, including the dismantling of price controls and subsidies, and full Internet connectivity since 1996, creating a miniboom in information technology-based services. Investment rose steadily to 16.5% in 1997.

<sup>91</sup> The 1998 civil war in Guinea Bissau costed a 28% drop in GDP that year, with partial recovery in 1999-2001; and the latent civil war in Cote d'Ivoire, together with continued low prices of key exports and default in the agreements with international donors caused negative growth in 2000 and 2001.

<sup>92</sup> (Masson and Pattillo [2001]). A full monetary union may have advantages over looser forms of cooperation, such as providing a more effective "agency of restraint".

externalities such as French or IMF pressure than by a strong internal drive. And monetary union has not been sufficient to countervail divergences in fiscal policies, mainly due to occasionally degrade internal political situations, nor should it be allowed to distract attention from the need for structural reform.

## **B. ASEAN**

Created in 1976,<sup>93</sup> the Association of South East Asian Nations (ASEAN) originally comprised Indonesia, Malaysia, the Philippines, Singapore and Thailand. This is an Amity and Cooperation Treaty and does not establish a Common Market between the parties and sets the principles of cooperation in very general terms.

Progressively, the ASEAN extended to comprise much of South East Asia, with the entrance of Brunei, Cambodia, Laos, Myanmar, New Guinea and Vietnam. This is a unique case of a group of countries, some rich and some poor (Laos, Myanmar and Vietnam qualify for the “Heavily Indebted Poor Country” label)<sup>94</sup> some with communist-like (Vietnam, Laos) and some with western-like political regimes; some terrorism struck (Indonesia, Philippines), some terrorism resilient.

These differences, with regard to political institutions, economic systems and basic infrastructure suggest dramatic differences in policies, objectives and approaches to achieving those objectives. Trade and service liberalization and customs harmonization are still objectives of the Association,<sup>95</sup> but not much has been achieved,<sup>96</sup> as some of the economies are more direct competitors than complements.

The year 1997 wiped away much of the historical “ASEAN way”, and its jealous preservation of national monetary sovereignty (either due to concerns about dominance by the more influential economies, or real differences in the monetary transmission mechanisms of Asian economies).<sup>97</sup>

---

<sup>93</sup> Treaty of Amity and Cooperation in Southeast Asia, Indonesia, February 24 1976 (“Treaty of Bali”).

<sup>94</sup> I.e. countries that are only eligible for highly concessional assistance from the International Development Association (IDA), the part of the World Bank that lends on highly concessional terms, and from the IMF Poverty Reduction and Growth Facility, (previously the “Enhanced Structural Adjustment Facility”) and face an unsustainable debt situation even after the full application of traditional debt relief mechanisms (such as application of Naples terms under the Paris Club agreement).

<sup>95</sup> Namely the implementation of the ASEAN Free Trade Area (AFTA), including trade liberalization with tariffs between 0 and 5% for the maximum possible number of tariff lines (Section 2.1 of the *ASEAN Vision 2020*), customs harmonization (Section 2.1.2), removal of standard-based non-tariff barriers (Section 2.1.3) and services liberalization (Section 2.3). Beyond a sheer free trade area, a strengthening of industrial cooperation (Section 2.5) and cooperation in the field of industrial property (Section 2.7) are highly desirable priorities, as is the encouragement of electronic commerce (Section 2.8). Separate sections provide for infrastructure integration, namely in the fields of transport (Section 2.10.1), telecommunications (Section 2.10.2) and energy (Section 2.10.3).

<sup>96</sup> On the trade front, ASEAN reversed in part its heavy reliance on markets outside Asia for its products, and by 1996, around 35% of trade in South East Asia was conducted within the region, compared with the share of 28% with NAFTA countries and 20% with the European Union.

<sup>97</sup> On investment and capital flows, however, equity flows within the Asian region increased three-fold to almost US\$80 billion in 1995 from only US\$24 billion in 1989. The figures showing that 50% of foreign direct investment comes from within the region are at the cost of including Japan.

The Member States gained a better perception of their common needs, such as currency stability, banking reform and transparency,<sup>98</sup> and their helplessness when alone in face of the huge amounts of capital that had flown in over the past ten years, attracted by higher returns<sup>99</sup> and sound enough fundamentals.<sup>100</sup> Actually the attacks on the currencies of the Member States only ceased when speculators turned increasingly wary of concerted central bank intervention (Roubini [1998]).

While Asia does need substantial investments in infrastructure<sup>101</sup> and these capital inflows had permitted faster growth, they had also allowed created home-grown problems:<sup>102</sup> domestic banks expanded lending rapidly, creating property and stock market bubbles,<sup>103</sup> while lax prudential rules and financial oversight led to a sharp increase in imprudent investments and deteriorated the quality of banks' loan portfolios. Large external deficits piled up, currency pegs were maintained for too long (further encouraging external borrowing and leading to excessive exposure to foreign exchange risk in both the financial and corporate sectors).

In 1996, there was a perception that time had come to sell Thai shares and currency, and this set off a tumble in both exchange rates and stock markets. It took no more than a hint that Japan might raise interest rates to contain the decline of the yen to trigger an attack on the Thai baht. The Central Banks of Thailand and Singapore attempted to intervene jointly to defend it, and the Philippines Central Bank raised the overnight rate first to 13% and then 15% to defend the peso.

From there, contagion to other economies within and outside ASEAN was instantaneous and relentless. Some of it was rationally attributable to competitiveness shifts or similar

---

<sup>98</sup> These objectives are stated in the *ASEAN Vision 2020* Protocol of Kuala Lumpur (December 15, 1997) in rather vague terms that hopefully will develop into constructive crisis handling rather than diverging interpretations dictated by short-term political opportunism. The *ASEAN Vision 2020* agrees on the need to address the then-current situation and sets wider objectives such as macroeconomic and financial stability (1.1), and s strengthening of the surveillance process at ASEAN level. Orderly capital liberalization is also a declared objective (Section 1.1). The *ASEAN Framework Agreement* will be the tool for financial services liberalization (Section 1.3). Cooperation in currency, taxation and insurance matters is mentioned together with a feasibility study for an ASEAN single currency and exchange rate system (Section 1.4).

<sup>99</sup> In the nineties, capital inflow into emerging markets increased five-fold to US\$245 billion. Asia has received roughly half of this capital inflow.

<sup>100</sup> Thailand's growth had averaged almost 10 percent per year between 1987 and 1995, and the country had shown continuous public sector fiscal surpluses over the same period, attracting large capital inflows, much of it short-term.

<sup>101</sup> Infrastructure investments may require US\$1.5 trillion between 1995 and 2004, and broad investment figures go as high as US\$8 trillion. Asian savings are not channeled towards these long-term investments: more than 80% of total Asian foreign exchange reserves amounting to US\$600 billion are invested largely in North America and Europe, thus increasing the liquidity of speculators who search for short-term high yields without due regard to potential risks.

<sup>102</sup> If compared with the size and volatility of certain capitals, the ability of monetary authorities to deal with shocks is very low. The problems created by capital volatility are also highly contagious, and capital flows in or out in the same direction according to the perception of macroeconomic similarities or trade links amongst countries.

<sup>103</sup> Asset price inflation and current account deficits are known consequences of capital inflows. Imports alleviate excess demand and they are easily funded by capital inflows anyway. High levels of domestic credit, consumption, investment, growth and even budget revenues are sustained at the cost of rapid accumulation of foreign debt.

macroeconomic problems, but much was sheer overreaction.<sup>104</sup> The exchange rate adjustment that followed exceeds by large any reasonable estimate of what might have been required to correct the initial overvaluation.

In the summer, the baht dropped to 28.80 to the dollar. Despite aggressive intervention of the Central Bank the ringgit fell in Malaysia to 2.76 to the dollar. A new increase of the overnight rate -to 24%- did not stop the downfall of the peso in the Philippines.

In the autumn, stocks kept on dropping in Bangkok, Kuala Lumpur, Manila, and Singapore. Vietnam doubled the permitted trading range to 10 percent either side of the daily official rate of the dong. New historic lows were set by the baht (40.20), the peso (32.43); the ringgit (3.50); and the Indonesian rupiah (3,845); while the Singapore dollar remained steady around 1.60 to the U.S. dollar. In December and January, the downward spiral continued with the dollar hitting record marks of 133 against the yen, 54.20 against the baht; 42.65 against the peso; 4.58 against the ringgit; and 1.76 against the Singapore dollar (whose major trading partners -Malaysia and Indonesia- were also sliding). The rupiah took a breathtaking plunge through the 15,000 per dollar level (against 2,400 in July)

Beyond ASEAN, in the autumn and early winter the dollar scored record highs of at 33.50 against the Taiwanese dollar; and 1,736 against the Korean won;<sup>105</sup> the Hong Kong dollar still held somewhere between 7.50 and 7.75, at the cost of massive intervention and tight overnight interest rate to 8%.

Miles away, Brazil orthodoxly implemented a sharp increase in interest rates, but the process that would make of the real the next emerging country target was already on its way, possibly due to remotely similar fundamentals, such as budget and current account deficits.<sup>106</sup>

By February, the intensity of the attacks decreased in Asia; the currencies had already depreciated far more than was warranted or desirable, and investors eyed undervalued stocks. Stock and currency markets firmed (except for the rupiah) and volumes increased as longer-term, value-oriented funds flooded back into Asia from Europe and the US.

---

<sup>104</sup> (Fischer [1998]). As the currencies slid, the markets became fearful of the increased cost of the domestic private sector's debt service. Domestic residents rushed to hedge their external liabilities, thereby intensifying exchange rate pressures.

<sup>105</sup> Korea shared certain macroeconomic problems with ASEAN countries, and competitive Japanese exports became cheaper with the yen still sliding. Like Thailand and Indonesia, Korea suffered from weak financial systems, excessive unhedged foreign borrowing by the domestic private sector, and a lack of transparency about the ties between government, business, and banks. But the situations in these countries were not identical: Thailand's current account deficit was large (8 percent of GDP), while Korea's was on a downward path, and Indonesia's was more manageable (3.25 %percent of GDP).

<sup>106</sup> The probability that the East Asian crisis could have unexpectedly large negative effects on Japan, Latin America, and Eastern and Central Europe was perceived as small but far from negligible, and this possibility "should not be left solely to chance". Global financial markets, as currently organized, do not always achieve an appropriate equilibrium, or at least require time to stabilize. (Greenspan [ 1998]).

Painful as they were, the IMF-supported programs in Asia had at least the merit of highlighting common points between the ASEAN economies, and indirectly making the case for monetary cooperation between the Member States. All of these “packages” have called for a substantial rise in interest rates<sup>107</sup> and a forceful, up-front action to put the financial system on a sounder footing, closing down non-viable institutions<sup>108</sup> and bringing others into compliance with internationally accepted best practices, including the Basel capital adequacy standards<sup>109</sup> and internationally accepted accounting practices and disclosure rules through tighter financial sector regulation and supervision, increased transparency in the corporate and government sectors, and a greater openness of the Asian markets to foreign participants.

Although the fiscal “packages” varied slightly from country to country,<sup>110</sup> all requested a fiscal adjustment to cover the carrying costs of financial sector restructuring (spread over several years) and to help restore a sustainable balance of payments. In Thailand, this translated into an initial fiscal adjustment of 3 percent of GDP; 1% in Indonesia and 1.5% in Korea.<sup>111</sup> In all cases, much of the savings will be achieved by reducing public investment in projects with low economic returns.

Clearly defined, shared and realistic common goals seldom translated into hard figures with the ability to constrain domestic policies in the ASEAN context until the crisis. Although Asian monetary cooperation is likely to proceed with flexibility and at a pace comfortable to those wishing to take part in it, a four-point case for stronger monetary cooperation within ASEAN is easy to make:

- Information exchange and policy consultation are the loosest form of cooperation and have been effective under normal operating conditions: the EMEAP Virtual Secretariat has helped share market intelligence, techniques and experience in all areas of central banking, and there is no need to emphasize on the benefits of the initiative, except to remind the need to consider improvements of the legal framework of transborder data flows. Policy coordination required to handle critical times has not followed yet, and implementation in the midst of a crisis is virtually impossible.
- Resources (liquidity and credit) handled under a network of bilateral repurchase agreements of US Treasury securities amongst EMEAP central banks were inefficient to

---

<sup>107</sup> (Fischer [1998]). Higher interest rates should also encourage the corporate sector to restructure its financing away from debt and toward equity, which will be most welcome in Korea and some ASEAN Member States.

<sup>108</sup> (Fischer [1998]). It would be a mistake to allow clearly bankrupt banks to remain open, and the best course is to recapitalize or close insolvent banks, protecting small depositors, and requiring shareholders to take their losses. At the same time, banking regulation and supervision must be improved. The timing is a function of the individual country circumstances.

<sup>109</sup> Basel Committee Working Papers: “Supervisory lessons to be drawn from the Asian crisis”. This paper identifies changes in the practice of supervisors, banks and ratings agencies in the area of country risk measurement and management. [http://www.bis.org/publ/bcbs\\_wp2.htm](http://www.bis.org/publ/bcbs_wp2.htm). 1999.

<sup>110</sup> (Fischer [1998]). Ideally, a stabilization of the fiscal position should happen at the outset of a crisis, to deal both with the future costs of financial restructuring and -depending on the balance of payments situation- the need to reduce the current account deficit. Then, if the economic situation worsens, automatic stabilizers can work and the deficit will widen somewhat, but never losing of sight the fact that a country in crisis has limited access to borrowing.

<sup>111</sup> Not a Member of ASEAN.

prevent contagion and networking those bilateral agreements is probably the sole option short of a multilateral pooling of resources.

- A financial highway can be built at the fraction of the cost of physical highways required to integrate infrastructure for trade purposes, to establish a settlement and clearing system required if ASEAN is to ever rely less on European and American clearing. Financial markets fragmentation is at least as damaging as physical fragmentation.
- Liberalization can and should coexist with sound regulation: both are, after all, linked to increasing choice. Thus conceived, liberalization would be a tool for regional growth rather than a weapon in the hands of speculators. This requires cross-border regulations mirroring cross-border financial flows to safeguard the integrity of the banking and financial systems, including harmonization of supervisory practices.

#### IV. THE OPPORTUNITY FOR MERCOSUR

The MERCOSUR created by the Treaty of Asuncion of March 26, 1991 sets the basis for the future creation of a common market between Argentina, Brazil, Paraguay and Uruguay. The creation of this common market implies:

- Free circulation of goods, services and factors, through –amongst others- the removal of tariff and non-tariff barriers, and the creation of a common external tariff.
- Coordination of macroeconomic policies between Member States in the agricultural, industrial, fiscal, monetary, exchange rate, capital movement, customs, services, transportation, telecommunications, and external trade areas.
- Harmonization of internal legislation in the relevant areas.

The action plan 1995-2000 was ambitious and included trade liberalization, regulation of public policies that adversely affect competition and unfair competition practices, and the establishment of a common external tariff.

MERCOSUR was initially successful in terms of increasing trade between the different Member States, by removing tariff and non-tariff barriers, despite the lack of an enforceable consistent exchange rate system linking together the Argentine *peso*, the *real*, the *guarani* and the *peso uruguayo*.

The flaw went, however, unnoticed until the ASEAN crisis showed pervasive critical masses of volatile capital moving more or less freely around the world, more or less irrationally.<sup>112</sup> Within MERCOSUR, the *peso* was legally pegged to the dollar under the so-called Convertibility Act,<sup>113</sup> and the *real* was informally pegged to the dollar too, under a managed floating system,<sup>114</sup> as was the *peso uruguayo*, while the *guarani* floated.

Brazil is the largest economy of the MERCOSUR,<sup>115</sup> and when the *real* went under speculative attack in 1998, the weaknesses of managed floating based on purely national commitment, and supported by the sole resources of one Central Bank became apparent. After futile efforts to shore the *real*, at the cost of major losses in foreign-currency reserves and sharp interest rate increases,

---

<sup>112</sup> For the role of the mutual funds in the propagation of crises, see Choueiri and Kaminsky [1999].

<sup>113</sup> The 1:1 US\$/Peso parity established by the Convertibility Act implied that the peso would gain on other currencies if the dollar did, for instance due to the Fed's monetary policy at a given point in time. Obviously, there was no warranty that the Fed's policy would take into account Argentina's needs, or that an appreciation would not occur at a most unwelcome moment, a recession for instance.

<sup>114</sup> "Managed floating" and "Dirty floating" are equivalent terms (Dornbusch and Fischer [1994]) We prefer "*managed floating*", an expression that emphasizes that the system is actually abandoned as soon as it becomes *unmanageable*, due to massive loss of reserves, unsustainable domestic interest rates, or other motives.

<sup>115</sup> In terms of size (8,511,965 sq Km), population (176,029,560 ), and GDP (purchasing power parity ~ US\$1.34 trillion estimated in 2002).

<sup>116</sup> Brazil made an abrupt shift of course in January 1999, abandoning the informal peg and letting the *real* float, and the exchange rate almost double.<sup>117</sup>

The devaluation obviously operated a transfer of competitiveness within the MERCOSUR,<sup>118</sup> namely to the detriment of Argentina, the second largest MERCOSUR Member State.<sup>119</sup> The devaluation's main effect, however, was not felt on relative export and import prices, a relatively desirable consequence,<sup>120</sup> but rather on a capital flow contagion across the two major economies of MERCOSUR,<sup>121</sup> aggravated by the mismanagement of the crisis in Argentina.

Contagion<sup>122</sup> in currency crises has only recently been studied by economists (Eichengreen; Barry and Wyplosz [1997]). The changes in competitiveness that followed the depreciation of the *real* could by themselves create expectations of a similar move from Argentina,<sup>123</sup> or at least significant changes in the Convertibility Act. Brazil had become more attractive in terms of cost structure, and the downward rigidity of Argentine wages, prices and public spending left little hope that it could adjust to Brazilian cost levels simply by undergoing a protracted recession and deflation.<sup>124</sup> The *peso* was still yanked upwards together with the dollar despite acute recession,<sup>125</sup> and fiscal policies to fight recession did not appear available either.

---

<sup>116</sup> In August and September 1998, approximately 30 billion dollars fled out of the country, and the annual interest rate hiked to about 50%.

<sup>117</sup> The end of period nominal exchange rates for one dollar in the MERCOSUR countries are available at [http://www.mercosur.org.uy/espanol/sinf/boletin/pagina024\\_Cambio\\_Nom\\_Fin\\_Periodo.XLS](http://www.mercosur.org.uy/espanol/sinf/boletin/pagina024_Cambio_Nom_Fin_Periodo.XLS). The Brazilian yearly average jumps from about 1.17 in 1998 to about 2 the next year.

<sup>118</sup> While constrained by the Convertibility Act the nominal parity of the peso remains at 1:1 in 1998 and 1999, the yearly averages of Uruguay slowly move from about 10.48 in 1998 to 11.36 the next year, and that of Paraguay from about 2.76 to about 3.16.

<sup>119</sup> In terms of size (2,766,890 sq km), population (37,812,817), GDP (purchasing power parity ~ US\$453 billion. Its GDP per capita (purchasing power parity ~ US\$12,000) is higher than that of Brazil (~ US\$7,400).

<sup>120</sup> Brazil had accumulated negative trade balances with Argentina between 1995 and 1998 at an average pace of US\$1.7 billion per year. After the devaluation, the trade balance became less negative but there was still an average deficit of 851 million a year in 1999, 2000 and 2001. Measured in terms of dollars, the trade between the two countries declined from US\$7 and 8 billion Brazilian exports and imports respectively in 1998 to about US\$5 and 6 billion dollars in 2001; but interestingly, total Brazilian exports and imports that had amounted to US\$50.5 and 61 billion dollars approximately in 1998, amounted to US\$57 and 58.5 billion in 2001.

<sup>121</sup> Compared with those of Brazil and Argentina, the economies of Paraguay and Uruguay are relatively small, and were less exposed to major capital inflows and subsequent outflows.

<sup>122</sup> A currency crisis is said to be "contagious" if it spreads from its initial target.

<sup>123</sup> It is true that a devaluation following a successful attack gives a country a temporary competitiveness boost in presence of nominal rigidities. Because countries lose competitiveness when their trading partners devalue, a currency crisis that hits one country may be expected to spread to its trading partners and those most adversely affected by the devaluation are likely to be attacked next, and devalue in turn. Eichengreen, Rose & Wyplosz (1997). Brazilian trade with Argentina accounted for only about 13% of Brazilian total trade; while for Argentina, trade with Brazil accounted for about 25/30 % of total exports and imports (respectively US\$26.2 billion and US\$31.3 billion in 1998).

<sup>124</sup> Both domestic prices and wages show downward rigidity, and a recession generates unemployment and bankruptcies rather than a fall in domestic prices and wages. The same is true of public expenditure, and wages and retirement benefits are known to be rather inflexible downwards, even outside electoral periods.

<sup>125</sup> From 1995 onwards, the dollar gained steadily on the European currencies (and the Euro later) and the yen. The value of the dollar is sometimes subject to a "speculative bubble" effect, i.e. significantly departs from the fundamentals that should determine its value: interest rates, the current account, and expectations about the future current accounts. Dornbusch & Fischer (1994), page 630. In itself, this questions the fairness of debt burden and value assessments based on fundamentals of another economy: even assuming identical interest rates, there was no reason to believe the current accounts of the US and Argentina, or expectations about future current accounts, would remain steadily parallel over a long period of time.

Nor did Argentina fare better than Brazil in terms of IMF-approved commitment to a management of the monetary and credit aggregates in a fashion consistent with low inflation objectives,<sup>126</sup> or the reduction of the public debt, or reforms in the areas of tax, administration, social security, social policies, fiscal responsibility, and the labour market.

The Central Bank could not legally act as lender of last resort<sup>127</sup> should a bank run occur in the Argentine *de facto* bi-currency economy.<sup>128</sup> Two years of unorthodox or counterproductive<sup>129</sup> trial and error convinced the IMF, other lenders and investors alike that Argentina was unable or unwilling to remove these rigidities or resolve dilemmas, and there was a moral hazard<sup>130</sup> in continued loans while Argentina maintained high public deficits that did not even pull the country out of recession.

Capital fled out of the country, the bank run expectation self-fulfilled and the Convertibility Act was *de facto* repealed in 2001 under the worst conceivable conditions.<sup>131</sup> The 300% depreciation of the peso that followed<sup>132</sup> did drastically reduce imports, but had a J-curved effect (Dornbusch and Fischer [1994] pp 611) on exports without immediately perceptible improvement. A timely devaluation does make foreign investment more attractive, but this is not true when it comes late, rather as a compulsion of events than as a deliberate policy. These processes are highly

---

<sup>126</sup> See "Joint Statement of the Ministry of Finance of Brazil and the IMF Team", February 4 1999, *IMF News Brief*, <http://www.imf.org/external/np/sec/nb/1999/nb9905.htm>.

<sup>127</sup> The Central Bank was not legally allowed to issue money to act as lender of last resort, and neither such Central Bank nor the deposit-insurance system had enough funds to deal with a generalized run against the banking system.

<sup>128</sup> A large percentage of Argentine private and public debt was denominated in U.S. dollars, as were most bank deposits, and it was easy and common for depositors to switch from U.S. dollar deposits to Argentine peso deposits, and vice-versa, based on interest rate differentials and expectations.

<sup>129</sup> Among the former, the attempt to increase taxes in a context of recession. Among the latter, the partial freeze imposed on deposits, and the timing of the expenditure-cutting project (that sank under immediate heavy congressional fire). The market signal thus became that since the Government could not attend both inflexible expenditures and debt servicing, Argentina would default on the latter: the value of Argentine bonds dropped accordingly. The alternative to the partial freeze on all deposits was letting the locally-owned banks fail, and hope that the parent companies would support their banking subsidiaries (with an inflow of funds that would have strengthened the Argentine peso and the financial position of the Central Bank); but the former appeared politically unsustainable and the latter looked much like poker-economics.

<sup>130</sup> A situation in which investors make placements regardless of the dangers objectively involved in such investment, reminiscent of the savings and loans ("S&Ls") associations that failed in the US in the late eighties. Dornbusch & Fischer (1994), page 433. A tacit element of the Argentine Convertibility Act was the willingness of the IMF to ultimately behave as the FSLIC/FDIC had behaved in S&Ls crisis. In 1995 already, several banks had fallen but a general run against the banking system was avoided thanks to IMF support.

<sup>131</sup> Countries rarely adjust because tightening policy before it becomes inevitable is politically difficult. The Mexican crisis of the eighties was an example of what happens when foreign investors and lenders lose confidence and are no longer willing to buy assets in the country and the local investors send their capital abroad. A huge financial gap emerges. Dornbusch & Fischer [1994] page 609.

<sup>132</sup> The average nominal exchange rate for the dollar jumps from 1:1 in 2001 to 1:3.41 in 2002. The real slipped from 2.35 to 2.89, while the guarani followed slipping from 4.18 to 5.42 and, more sharply, the peso uruguayo from 13.41 to 19.73. The exact figures for the four MERCOSUR Member States are available from the ALADI Internet site at [http://www.mercosur.org.uy/espanol/sinf/boletin/pagina024\\_Cambio\\_Nom\\_Fin\\_Periodo.XLS](http://www.mercosur.org.uy/espanol/sinf/boletin/pagina024_Cambio_Nom_Fin_Periodo.XLS).

destructive, and the decline in investor demand for Argentine assets will persist while the damage caused to credibility in general and credit in particular is not cured.

When Argentina next faces the rescheduling of its public debt, long overdue creation of a fully compliant banking system,<sup>133</sup> restructuring of the public sector, control of deficit and public indebtedness are likely to surface as conditions. This paper focuses on the case against national implementation of any of the available policies and for their implementation at MERCOSUR level.

## **A. The case for MERCOSUR monetary cooperation**

Any case for advanced monetary cooperation starts from the self-evident lack of preparation of the MERCOSUR institutions to this effect, calls for the EMS parallel, and takes into account the depth of the Latin American crisis.

Although the issue of a single currency for MERCOSUR had been raised in December 1997 and again at the regional summit in June 2002,<sup>134</sup> there is no tangible evidence that MERCOSUR perceives a contradiction between the limited objective of a customs union and the existence of uncoordinated national currencies fluctuating against one another (Eichengreen [1998]).

There are three basic arguments in favour of intra-MERCOSUR monetary cooperation:

- The first one is, conservatively, linked to the trade balance. The weakness of the intra-MERCOSUR trade figures when compared to the huge capital inflows and outflows that Brazil and Argentina experienced, together with their slowdown further to the monetary disruptions, can be construed as a sign that without monetary cooperation, even the basic trade-related purpose of MERCOSUR itself will not be achieved.
- The second one is, more aggressively, linked to the balance of payments as a whole. Monetary cooperation, with its associated imports and exports of stability and instability factors would dilute into a larger base the volatile capital inflows and outflows and their

---

<sup>133</sup> Past reforms had left untouched the privileges of Government-owned banks and a general leniency towards liquidity reserve requirements. In theory, if a bank run occurred and depositors purchased dollars with pesos, the Central Bank would withdraw liquid funds from the banks in an amount equal to the pesos used for the purchase of dollars; the Banks needed to have a liquidity strong enough to survive the crunch as the multiplier effect would curb down deposits. In practice, however, such is not the case when the monetary authority has been permissive with reserve and liquidity requirements, as would be the case in order to allow or pressure banks to hold government securities, starting with Government-owned banks.

<sup>134</sup> There had also been much more talks than concrete achievements about the possibility of an European Monetary Union since the early 1960s, and only after the creation of the EMS did that logic drive increasing support. Recognizing that in a context of floating exchange rates, the level of cooperation also floats, the European Union concluded that a monetary union was needed, and that union required price stability, because the Bundesbank, as the anchor of the system, needed to solve Germany's inflation problem first. (Braithwaite and Drahos [2000]).

associated effects on aggregate demand.<sup>135</sup> This would dilute both wage and price rises during expansion periods and make recession periods less intense, possibly with lesser unemployment. This dilution in turn would reduce or spread over time the IMF resources required to soften the capital flow fluctuations, bridging the gap between the rapid and brutal capital inflow and outflow and the longer periods required to adjust.<sup>136</sup>

- The third one is linked to the depth of the crisis: the two main MERCOSUR economies are in the process of rebuilding from scratch and their success is contingent on credible ability to implement beyond opportunistic political influences. A multi-national Central Bank or at least a structured system of Central Banks would be more credible in terms of independence *vis-à-vis* short-range behaviour, and the pooling of resources, both monetary and human, would provide a credible basis for the policies that do not appear available for any individual Central Bank.

Thus formulated, the three arguments call for a parallel with the EMS, from which a certain number of similarities and dissimilarities can be derived:

- (i) The European Member States had progressed between 1958 and 1979 in the removal of tariff and non-tariff barriers and harmonization of the business legal environment beyond comparison with MERCOSUR, progressively increasing the significance of intra-EC trade.<sup>137</sup> Their vulnerability to volatile capital inflows and outflows was much lesser<sup>138</sup> and their attractiveness for capital originating from outside the region was comparable.
- (ii) Their inflation and interest rates had not converged, and these countries had not perceived a link between their common market program and mutual restraints on national-managed public deficit and debt until 1979. When the EMS was implemented

---

<sup>135</sup> This note uses the billion dollars as unit. Net inflow of direct foreign investment amounted to 23.88, 33.84, 49.82 and 41.449 for MERCOSUR as a whole in 1997, 1998, 1999 and 2000 respectively, with a sharp decline in 2001, returning to figures roughly equivalent to those of 1997. By way of comparison, the same figures for Brazil amount to 17.88, 26, 26.89 and 30.50 in 1997, 1998, 1999 and 2000 respectively, showing a different escalation and lesser decline (24.71 billion in 2001). In parallel, the aggregate MERCOSUR GDP dropped from 1,132 to 1,117 to 841.6 billion in 1997, 1998 and 1999 respectively, rising briefly to 906.27 in 2000, to fall again to 798.42 billion in 2001. Similarly the Brazilian GDP dropped from 807.81 to 787.89 to 531.06 billion in 1997, 1998 and 1999 respectively, briefly raising to 594.25 in 2000 to fall again to 503.86 billion in 2001. Overall, this multiplied the effect of capital inflow on aggregate demand and currency appreciation, although in varying degrees depending on the country considered and comparing with the MERCOSUR aggregate.

<sup>136</sup> This is also true with regard to external indebtedness. The ratio between total indebtedness (374.02 billion) and total exports (87.88 billion) was 4.26 in 2001, while such ratios are 5.43 for Argentina in the same year (total indebtedness, 144.45 billion; total exports, 26.61 billion); and only 3.355 for Brazil in 2000 (total indebtedness, 202.39 billion; total exports 56.94 billion).

<sup>137</sup> In 1997 and 1998, intra-MERCOSUR exports accounted for 25 % of total MERCOSUR exports and 20% of global imports in 1997 and 1998, with such figures dropping to 21/20 in 1999 and 2000, with a further decrease to 17% in 2001.

<sup>138</sup> In the MERCOSUR, net foreign capital investment was US\$33.835 billion in 1998 and US\$49.815 billion in 1999.

that year, the fluctuation bands between currencies were relatively higher for the economies that had made less progress in the containment of inflation, deficit and debt.

- (iii) The implementation of the EMS was undertaken in the context of the worldwide crisis that corresponded to the collapse of the Bretton Woods system,<sup>139</sup> and crisis is no argument to refrain from taking bold action. The survival of the EMS was not linked, however, to any IMF approval, and the GDP/public debt ratio and inflation were below statistically significant comparison with those of other integration processes. All the participating Central Banks had considerably higher non-attached foreign exchange resources and could more credibly commit to open market operations in defense of each other, although important disparities at this level made in practice the Bundesbank the anchor of the system.
- (iv) Within the EMS, each of the currencies was linked to the others, each floated vis-à-vis non-zone currencies, thus constraining progressive convergence of their macroeconomic indicators, but there was a lesser need for immediate results than that of the MERCOSUR main economies. Different price elasticities in each Member State for the goods produced by the others never disappeared completely, and the country risk premium that made certain currencies look preferable than others was constrained but never disappeared completely either.
- (v) Participation in the system was to a large extent voluntary, and leaving the zone due to declared inability to sustain the parity levels was seen as enough of a sanction to the defaulting country.
- (vi) The system lasted robustly until the autumn of 1992, when each currency was attacked in turn. This crisis stands the parallel with the Mexican, Brazilian, Argentine and Asian crises to the extent that both involve speculative capital movements and domestic financial weakness, despite more moderate effects in Europe, within the context of full capital mobility (Eichengreen [2000]).
- (vii) The German unification and the associated costs reversed many anticipated trends, such as low inflation and interest rates in Germany. The Bundesbank had to set interest rates that were unsustainable for other Member States, and the British Pound was forced out of a system it had adhered to very late, only two years before.

---

<sup>139</sup> Bretton Woods had become something very different from what Keynes had, somewhat naively, expected in May 1944: an International Clearing Union "that could issue a new unit to be called the "bancor, unitas, dolphin, bezant, daric and heavens knows what" and discipline deficit and surplus nations alike. D. Moggeridge (ed.), *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, London, 1944. Short of that, the dollar became the anchor unit. The suspension of convertibility when the US also became a deficit country didn't come as a surprise. Since the monetary unions in Ancient Greece, the consequence of using as anchor currency that of the hegemonic power are well known: the temptation to use that currency to run its own agenda and solve domestic, economic and political problems while transferring the cost of adjustment to others is just too great for the hegemonic power to resist it. Unsurprisingly, the American suspension of convertibility in 1971 came accompanied by bellicose demands that other countries should revalue their currencies so as to eliminate "unfair exchange rates," backed up by the imposition of a 10 per cent import surcharge until such time as they complied.

- (viii) In the aftermath of the 1992 crisis, the Member States made the choice of increased, not lesser cooperation. They entrenched in Treaty form a timetable and set of conditions for monetary union. Essentially, states wishing to be part of the union were committed to more than the prevailing principles of macroeconomic orthodoxy (a low inflation rate, reduced government deficits and the stabilization of their currency): they committed to specific figures for each of those indicators.
- (ix) Progressively, differences between inflation rates, public deficit, and public debt were constrained by enforceable agreement into lower levels. In 1999, the European Monetary Union came into being with the adoption of the Euro as a single currency.

This parallel shows that the EMS was implemented under less dramatic circumstances, by bigger economies with more time ahead and with a better track record. It does not show that determined monetary cooperation within MERCOSUR would yield lesser benefits or that it would not be a vital option in the road ahead.

## V. CONCLUSIONS

This paper deliberately selects four integration processes in different continents, involving some of the countries with the wildest conceivable differences, some with market economies, others centrally planned, some terrorism or civil war infected, some under military leadership, some strongly committed to democracy.

Out of the sample, two (EMU and WAEMU) have achieved monetary union, neither including all Member States of the integration process (EU and ECOWAS respectively). In neither case have the Member States belonging to the monetary union significantly outperformed the others in terms of growth, but in both stability has been higher. In both EMU and ECOWAS, the Law was used as a driving force to achieve enforceable and credible monetary integration.

The two others, (ASEAN and MERCOSUR) have rather focused on free trade than on monetary cooperation until hit by the crisis in 1997-1999. Only ASEAN has since written down in legal form future action towards improved capital markets, namely through tighter and more transparent banking regulation.

The EMU is the only one to have written down in Law hard figures as to the maximum permissible deficit and GDP/indebtedness ratio; whether a redrafting to add “intelligence” to the system is required is the subject of current debate.<sup>140</sup> In all other integration processes, attempts to contain deficit and debt have appeared as the result of IMF recipes rather than as a consequence of autonomous or mutually imposed self-discipline.

In neither has monetary integration equalized differences in the transmission of monetary policy impulses (e.g. after an identical change in the short-term interest rate)<sup>141</sup> or in elasticity of demand *vis à vis* products of other Member States. These differences do not disappear after monetary integration

Suggesting that there is no optimal timing to proceed to advanced monetary cooperation, one of the integration processes in the sample has implemented gradually, refining a monetary target zone over twenty years (EMU) and one has implemented monetary union immediately upon independence (WAEMU) while neither of the two others (ASEAN and MERCOSUR) have implemented monetary cooperation in their 27 and 12 years of existence, respectively.

---

<sup>140</sup> The German and French deficits are likely to cross the 3% deficit/GDP borderline in 2003, but Spain and the Netherlands have higher inflation. Belgium, Italy and Greece are way beyond the 60% debt/GDP ratio, while outside the EMU; the UK has reduced indebtedness below 40% of GDP. The rigidity of the figures has been criticized, but provides the legal and psychological pressure required to curb down indebtedness over time; this can only be achieved by way of excedents expansion, thus banning tax cuts or additional public expenditures. There is also a need for better focus on the quality of the fiscal policies (i.e. their impact on growth, employment and long-term fiscal position), as the ageing of European population is likely to cost between 4 and 8 % of the GDP per annum in the decades to come.

<sup>141</sup> The distributed lag phenomenon has been identified in macroeconomics. Open market operations impact interest rates with a lag, and another lag exists between changes in interest rates and investment. Fiscal policies and changes in Government spending (which both remain under national control) impact aggregate demand more rapidly.

In all cases but WAEMU, decisive steps were taken (EMU) or are likely to be taken (ASEAN and possibly MERCOSUR) in response to a monetary crises. Crises, obviously, come at moments that are unrelated to political readiness. In the single case of EMU, the two steps of monetary cooperation (1979 and 1992) were taken as a consequence of internal drive, without excessive consideration as to whether the IMF was favorable or opposed to the move; in all other cases, implementation against the will of the IMF appears unthinkable.

In the case of EMU, costs and benefits are to a large extent inseparable from each other, and all of convergence of macroeconomic indicators, legally enforceable restraint on divergent national policies, and monetary union are so intimately involved that it is hard to say which is the cause for the other.

EMU may have fulfilled Rueff's prediction in the fifties that European integration would happen through currency or not at all. The WAEMU example, on the other hand, is there to show that a single currency may not be enough to achieve success in integration.

## BIBLIOGRAPHY

ARTIS, MICHAEL AND MARK TAYLOR. "Exchange Rates and the EMS: Assessing the Track Record". *CEPR Discussion Papers* 250 / C.E.P.R. 1988.  
<http://netec.mcc.ac.uk/BibEc/data/Papers//cprceprdp250.html>.

BERTONE, LOUIS. *Marco Jurídico y Fiscal de los Pagos Internacionales de los Países de América Latina*. Buenos Aires: INTAL, 1984.

\_\_\_\_\_. *Le transfert de Technologie en Droit Communautaire Comparé* (thesis), University of Paris, 1981.

BRAITHWAITE, JOHN AND PETER DRAHOS. *Global Business Regulation*. Cambridge University Press, 2000.

CHOUERI, NADIA AND GRACIELA KAMINSKY. "Has the Nature of Crises Changed? A Quarter Century of Currency Crises in Argentina". *IMF Working Papers*.  
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/1999/wp99152.pdf>.

COLLINS, SUSAN. "Inflation and the EMS". *The European Monetary System*. 1988.

DORNBUSCH, RUDIGER AND STANLEY FISCHER. *Macroeconomics*. Sixth Edition. McGraw Hill, pp. 156. 1994.

\_\_\_\_\_. "The EMS, the Dollar and the Yen". *CEPR Discussion Papers* 216 / C.E.P.R. 1987. <http://netec.mcc.ac.uk/BibEc/data/Papers//cprceprdp216.html>.

DRIFFILL, JOHN. "The Sustainability and Stability of the EMS with Perfect Capital Markets" in R. Giavazzi, S. Micossi and M. Miller (eds). *The European Monetary System*. Cambridge University Press, 1988.

EICHENGREEN, BARRY. "Does Mercosur Need a Single Currency". *EconPapers*, 1998.  
<http://www.nber.org/papers/w6821.pdf>.

\_\_\_\_\_. "The EMS Crisis in Retrospect." *Working Papers*. National Bureau of Economic Research, 2000. <http://papers.nber.org/papers/w8035>.

EICHENGREEN, BARRY; ANDREW ROSE AND CHARLES WYPLOSZ. "Contagious Currency Crises", University of California at Berkeley, 1997. <http://faculty.haas.berkeley.edu/aroase/congtn.pdf>.

FISCHER, STANLEY. "The Asian Crisis: A View from the IMF" Address by Stanley Fischer, First Deputy Managing Director of the International Monetary Fund at the Midwinter Conference of the Bankers' Association for Foreign Trade, Washington, D.C., January 22, 1998.  
<http://www.imf.org/external/np/speeches/1998/012298.htm>.

GIAMAZZI, FRANCESCO AND ALBERTO GIOVANNINI. "The Role of the Exchange Rate Regime in a Disinflation: Empirical Evidence on the European Monetary System". *The European Monetary System*. Cambridge University Press: 1988.

GIAMAZZI, FRANCESCO AND MARCO PAGANO. "The Advantages of Tying One's Hands: EMS Discipline and Central Bank Credibility". *CEPR Discussion Paper* 135. 1986.  
<http://netec.ier.hit.ac.jp/BibEc/data/Papers/cprceprdp135.html>.

GIORDANO, FRANCESCO; AND PERSAUD, SHARDA. *The Political Economy of Monetary Union: Towards the Euro*. Taylor & Francis Books Ltd, 1998.

GLICK, REUVEN AND ANDREW ROSE. "Currency Risks – Currency Crisis: A regional contagion", *Risk* magazine, February, 2000.  
<http://www.financewise.com/public/edit/riskm/currencyrisk/crsr-currencycrisis.htm>.

GREENSPAN, ALAN. "The current Asian crisis". Testimony of Chairman Alan Greenspan before the Subcommittee on Foreign Operations of the Committee on Appropriations, U.S. Senate, March 3, 1998. <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/testimony/1998/199803032.htm>.

GROS, DANIEL AND NIELS THYGESEN. *European Monetary Integration*. London: St. Martin's Press, 1992.

HOST UNGERER ET AL. "The European Monetary System: Development and Perspectives". *IMF, Occasional Paper N° 73*. Washington DC: 1990.

ISSING OTMAR. ET AL. *Monetary Policy in the Euro Area*. Cambridge: Cambridge University Press. 2001.

MASSON, PAUL AND CATHERINE PATTILLO. "Monetary Union in West Africa (ECOWAS) Is It Desirable and How Could It Be Achieved?". *Occasional Papers # 204*. IMF. 2001.  
<http://www.imf.org/external/pubs/nft/op/204/>.

MASTROPASQUA, CRISTINA; STEFANO MICOSI AND ROBERTO RINALDI. "Interventions, Sterilization and Monetary Policy in the EMS Countries, 1979-1987". *The European Monetary System*. 1988.

MELITZ, JACQUES. "Monetary Discipline and Cooperation in the EMS: A Synthesis". *CEPR Discussion Papers* 219 / C.E.P.R. 1988.  
<http://netec.mcc.ac.uk/BibEc/data/Papers//cprceprdp219.html>.

MUNDELL, ROBERT. *Monetary Theory: Interest, Inflation and Growth in the World Economy*. Pacific Palisades, CA: Goodyear, 1971.

OBSTFELD, MAURICE. "Competitiveness, Realignment and Speculation: The Role of Financial Markets". *Working Paper Series* No. 2539. National Bureau of Economic Research: 1989.

ROUBINI, NOURIEL. "Chronology of the Asian Currency Crisis and its Global Contagion", Stern School of Business, New York University. 1998.

<http://pages.stern.nyu.edu/~nroubini/asia/AsiaChronology1998.html>.

RUSSO, MASSIMO AND GIUSEPPE TULLIO. "Monetary Policy Coordination Within the EMS: Is There a Rule?". 1988.

SARGENT, T.J. AND N. WALLACE. "Some Unpleasant Monetarist Arithmetics". *Federal Reserve Bank of Minnesota Quarterly Review*. Fall, 1981.

UCHE, CHIBUIKE. "The Politics of Monetary Sector Cooperation among the Economic Community of West African States". Working Papers, World Bank. 2001.

[http://econ.worldbank.org/files/2326\\_wps2647.pdf](http://econ.worldbank.org/files/2326_wps2647.pdf).

WEBER, AXEL A. "Sources of Currency Crisis: An Empirical Analysis", *Discussion Papers*, University of Bonn, 1997. <ftp://ftp.wipol.uni-bonn.de/pub/RePEc/bon/bonsfb/bonsfb418.pdf>.





*Banco Interamericano de Desarrollo  
Departamento de Integración y Programas Regionales  
Instituto para la Integración de América Latina y el Caribe*

---

**MENCIÓN ESPECIAL:**

**Alejandro Jacobo - ARGENTINA**



# **LA COORDINACIÓN MACROECONÓMICA Y LA COOPERACIÓN MONETARIA: SUS BENEFICIOS, COSTOS Y APLICABILIDAD EN ACUERDOS REGIONALES DE INTEGRACIÓN**

**Alejandro Jacobo \***

*Coordination of macroeconomic policies is certainly not easy; may be it is impossible. But, in its absence, I suspect nationalistic solutions will be sought-trade barriers, capital controls and dual exchange rates systems. Wars among nations with these weapons are likely to be mutually destructive. Eventually, they, too, would evoke agitations for international policy coordination".\*\**

## **RESUMEN**

Cuando un proceso de integración está en marcha, las decisiones de política económica de uno de los países involucrados en él afectan a los otros miembros y las naciones deberán, más que nunca, coordinar sus políticas en detrimento de los intereses egoístas que perseguirían si actuaran individualmente. En este accionar, la confusión suele adueñarse de aspectos importantes. Cuestiones tales como el significado de coordinar, sus fundamentos, las alternativas a partir de las cuales se analiza la coordinación, las ganancias del proceso, el papel de las perturbaciones, las dificultades que aparecen, los requisitos que deben cumplirse, junto a los objetivos y las estrategias para lograrlos, se transforman en algo que pocos individuos parecen comprender. Bajo estas circunstancias, resulta útil plantear como materia de reflexión la coordinación de políticas. El trabajo contribuye a esta tarea y busca realizar un aporte a la discusión de un tema complejo, construyendo una retórica simple y accesible, destacando los aspectos más relevantes y efectuando algunas consideraciones para el MERCOSUR.

## **I. INTRODUCCIÓN**

En la década de los años noventa se observó el resurgimiento de los impulsos regionales de integración en América Latina y el Caribe. A la par de la renovación de los esfuerzos por avanzar hacia acuerdos de integración tradicionales en Centroamérica, el Caribe y en los países andinos, las relaciones con el mercado norteamericano se vieron fortalecidas con el ingreso de México al Tratado de Libre Comercio con América del Norte, se registraron avances en el Área de Libre Comercio de las Américas y se lanzó un nuevo proyecto de mercado común a través de la creación del Mercado Común del Sur (MERCOSUR).

Estas iniciativas contribuyeron al fuerte crecimiento del comercio intra e interregional de los años recientes, que está provocando una importante interdependencia comercial de los países de

---

\* Doctor en Ciencias Económicas y Licenciado en Economía, Universidad Nacional de Córdoba.

\*\* James Tobin. Citado por Mooslechner y Schuerz [1999] p. 173.

América, junto al fortalecimiento de sus relaciones. Con el aumento de la interdependencia hemisférica ha adquirido relevancia el tema de la coordinación de políticas macroeconómicas dentro del debate regional.

Sucede que la interdependencia entre las naciones genera externalidades (también conocidas en la literatura económica como “efectos desbordamientos”, ya que las políticas económicas instrumentadas por un país trasladan sus efectos (positivos o negativos) a otras naciones. En general, mientras mayor sea la interdependencia mayores resultarán las externalidades provocadas por políticas económicas unilaterales y también las ganancias que derivan de la coordinación de políticas.<sup>1</sup> Por tal motivo, cuando un proceso de integración económica está en marcha se señala, no sin razón, que las naciones deberán, más que nunca, coordinar sus políticas macroeconómicas en detrimento de los intereses egoístas que perseguirían si actuaran individualmente.

En otras palabras, la falta de coordinación en las actuaciones de los países conducirá a resultados subóptimos en relación con los que se obtendrían de operar aquella y, más todavía, si los fundamentos de actuar coordinadamente no son entendibles se podrían emplear soluciones de marcado corte nacionalista, tales como barreras al comercio o sistemas duales de tipos de cambio, por nombrar algunos instrumentos de política económica mutuamente destructivos para las naciones.<sup>2</sup>

Pese a que la coordinación de políticas macroeconómicas es un tema clave, resulta posible observar que cuando se refieren a ella la confusión se adueña de los aspectos más importantes. Cuestiones tales como el significado de coordinar, sus fundamentos, las alternativas a partir de las cuales se analiza la coordinación, las ganancias del proceso, el papel de las perturbaciones, las dificultades que aparecen, los requisitos que deben cumplirse, junto a los objetivos y las estrategias para lograrlos, se transforman en algo que pocos individuos parecen comprender. Bajo estas circunstancias, resulta útil plantear como materia de reflexión la coordinación de políticas. El trabajo contribuye a esta tarea y busca realizar un aporte a la discusión de un tema complejo, construyendo una retórica simple y accesible, destacando los aspectos más relevantes y efectuando algunas consideraciones para el MERCOSUR.

---

<sup>1</sup> Estas externalidades han sido bien documentadas desde el punto de vista teórico (Canzoneri y Minford [1988] p. 1137).

<sup>2</sup> Hamada [1976] y muchos otros autores han discutido la ineficiencia de políticas descentralizadas.

## II. ¿ QUÉ ES LA COORDINACIÓN DE POLÍTICAS MACROECONÓMICAS?

La coordinación de políticas es la forma más rigurosa de cooperación, pues comprende modificaciones mutuamente acordadas en las políticas nacionales de los países que participan en ella y en el campo macroeconómico involucra, específicamente, el intercambio de acuerdos explícitos sobre la conducta monetaria y fiscal de los países (Kenen [1987] p. 110).

Según este concepto, la coordinación, en sentido estricto, conlleva el ajuste mutuo de políticas domésticas y el cumplimiento de compromisos concretos sobre el momento en que los países deberán utilizar los instrumentos de política económica, y no sólo meras aspiraciones sobre los patrones de tiempo a seguir para el logro de ciertos objetivos.<sup>3</sup> La definición permite, además, distinguir “coordinación” de una forma mucho menos ambiciosa de interacción denominada “cooperación”, existiendo entre ambas distintos niveles a saber:

- (i) un nivel muy simple de cooperación mediante el cual quienes tienen a cargo las políticas (*policymakers*) sólo intercambian información sobre sus compromisos u objetivos, aunque todavía toman sus decisiones de manera autónoma y no requieren la realización de determinadas acciones conjuntas;
- (ii) aquella cooperación que se adopta para el manejo de determinadas crisis que se pueden suceder y que tendrá un carácter *ad hoc*, es decir, para esa sola circunstancia y, por tanto, estará limitada a ciertos episodios en los cuales las economías atraviesan dificultades particulares que fenecen posteriormente;
- (iii) la vinculación que existe cuando los *policymakers* acuerdan sobre objetivos tales como los tipos de cambio u otros de naturaleza monetaria en los cuales, en definitiva, una variable es utilizada para la coordinación;
- (iv) aquella coordinación parcial que implica involucrarse en un acuerdo sobre las tareas de política económica; y
- (v) un nivel elevado de coordinación en el cual los *policymakers* tienen como objetivo determinadas metas e instrumentos de política.<sup>4</sup>

Resulta evidente que la circunstancia mediante la cual los países cooperan entre sí constituye un primer paso importante, pues la coordinación es un proceso que consta de varias fases y no algo inmediato, por lo que no es de extrañar, entonces, que se atraviesen los niveles descriptos hasta alcanzar la coordinación plena. Aparecen en esas fases distintas formas de coordinar: (a) hacerlo

---

<sup>3</sup> En términos generales, quienes adoptan las políticas económicas buscan aumentar el bienestar de la sociedad a través de variables “objetivos”, dos de las cuales concitan una aceptación unánime: la estabilidad de precios y el pleno empleo de los recursos. Por otro lado, para llevar adelante esa tarea, necesitan tantos “instrumentos” como objetivos tengan que alcanzar, y utilizan instrumentos verdaderamente diferentes.

<sup>4</sup> En general, los términos coordinación y cooperación suelen utilizarse indistintamente. De aquí en adelante, el trabajo se referirá a la coordinación como una etapa más avanzada de las relaciones entre las economías y que involucra el intercambio de *commitments* operacionales explícitos sobre la conducta monetaria y fiscal de los países.

de una manera normativa o discrecional, (b) reconociendo la existencia de un líder y (c) ocupándose sólo de un indicador o de varios.

Con relación a la primera de esas formas, el enfoque normativo intenta establecer reglamentaciones que impongan una cierta disciplina entre los países involucrados, mientras que el discrecional opera con una mayor flexibilidad en ese sentido.

En la segunda forma, en la cual se reconoce la existencia de un líder, se realizan contratos implícitos entre éste (que puede ejercer una influencia estabilizadora imponiendo en cierta manera la coordinación) y el resto de los países (que deben sacrificar parte de la autonomía de su política económica).

En la tercera, centrarse en un solo indicador evita una sobre-coordinación de políticas al dejar que cada país alcance una única variable objetivo; aunque en la práctica lo más común es coordinar varios indicadores a la vez en lugar de uno solo. Una forma de coordinar un solo indicador es, por ejemplo, fijar un tipo de cambio, ya que con tipos de cambio fijos las políticas se coordinan por definición al tener que sincronizarse las monetarias. Una forma de coordinar varios, en tanto, consiste en un sistema de tipos de cambio flexibles, en el cual los gobiernos disfrutan de más autonomía a la hora de elegir su tasa de crecimiento monetario, con una cierta independencia de las políticas instrumentadas por el resto de los países.

Sea cual fuere la forma, el proceso de coordinación se complica con la aparición de los costos de la negociación. Estos últimos suelen aumentar en función del tamaño del acuerdo que los países desean alcanzar, distinguiéndose aquellos vinculados a: (a) obstáculos políticos y (b) obstáculos económicos.

Entre los obstáculos políticos que influyen en el costo de la negociación pueden citarse la pérdida de soberanía entre los países implicados en el proceso, las diferencias en la situación política de cada uno de ellos, las prioridades electorales que se tengan y los compromisos del gobierno con el sector privado (los que suelen frenar en muchas oportunidades el margen de maniobra de las negociaciones).

Los obstáculos económicos, en tanto, aparecen en las tres fases (o momentos) de la negociación y serán diferentes según el caso.

En el momento en que se definen los objetivos y se deciden las medidas a tomar, los obstáculos económicos surgen a causa de la incertidumbre provocada por las dudas sobre la verosimilitud del modelo que se acepta como el que mejor describe el comportamiento de la economía. Como consecuencia de ello, muchos individuos se encargan de cuestionar las ganancias de coordinación cuando no existe consenso sobre el modelo o, lo que es lo mismo, el que se presume correcto puede resultar no serlo. Si bien se señala que la coordinación mejora el bienestar cuando se supone que las autoridades conocen como se comporta realmente la economía, también se argumenta que si este supuesto es dejado de lado la ventaja para un país de descubrir el modelo y ajustar su política económica al mismo le hace perder las ganancias potenciales de la coordinación.

En el segundo momento, vinculado a la distribución de ganancias, las dificultades surgen del hecho de que las partes involucradas pueden estar deseando cierto grado de coordinación, pero incurriendo

en el menor costo posible, en cuyo caso la dificultad que se presentará al asignar las ganancias es evidente, pues todos querrán disfrutar de ellas en igual medida y se generarán conflictos.

En la fase final, relacionada con el cumplimiento del acuerdo, la permanencia del mismo depende de la credibilidad del gobierno y de la inconsistencia temporal de las políticas (referida esta última al hecho que las autoridades puedan encontrar ventajoso cambiar sus planes en el futuro). Cuando las autoridades gozan de credibilidad pueden mantener su línea de actuación sin reacciones adversas basándose en la buena reputación de cual disfrutaban.

En definitiva, los aspectos descritos sirven para precisar el concepto de coordinación de políticas y distinguir los niveles y dificultades por los que atraviesa. Estos aspectos ayudan a conocer si en el proceso de integración se está realmente coordinando o cooperando, la forma en que se lo hace, y los obstáculos políticos y económicos que se enfrentan.

### III. ¿CUÁLES SON LOS FUNDAMENTOS PARA LA COORDINACIÓN? LOS BENEFICIOS Y LOS COSTOS

En general, los argumentos a favor de la coordinación se basan en que de mantener los países políticas independientes generarán ineficiencias en la asignación de sus recursos (Argandoña *et al.* [1996] p. 292). La presencia de externalidades y la provisión de bienes públicos son, según este simple argumento, fallas del mercado que justifican la conveniencia de coordinar, y la mayoría de los libros de texto de uso común señalan que la coordinación de políticas es deseable cuando ambas son importantes<sup>5</sup> La presencia de vínculos entre los países implica, precisamente, que las acciones de política en un país tendrán un efecto derrame que se potencia sobre los otros. Un efecto de este tipo aparece en uno de ellos cuando hay cambios en la política monetaria, fiscal, comercial, industrial o ambiental, en los regímenes impositivos, en el marco regulatorio y también en otras esferas en alguno (o algunos) de los restantes países.

Por otro lado, la toma descentralizada de decisiones dará lugar a ineficiencias si tampoco se cumplen ciertas condiciones (cada instrumento debe utilizarse para la consecución del objetivo en el que se tiene ventaja comparativa).<sup>6</sup> Cuando hay un número suficiente de instrumentos y no existen restricciones para su utilización se pueden alcanzar los objetivos deseados. Sin embargo, debido a la interdependencia, puede que no siempre sea posible alcanzarlos, planteándose la necesidad de coordinar actuaciones. Con el propósito de ilustrar la manera en la cual los países pueden alcanzar sus objetivos de manera óptima si escogen las políticas de forma cooperativa, se suele utilizar el dilema del prisionero de la teoría de los juegos que resulta innecesario reproducir aquí.<sup>7</sup>

Entre los beneficios que supondría la adopción de una moneda común, esto es, aquellos beneficios que se lograrían cuando exista la coordinación plena, pueden mencionarse la eliminación de los costos de transacción, la reducción de la incertidumbre sobre los precios y el crecimiento económico. Estos beneficios aparecen hacia el final del proceso, es decir, cuando la integración económica llega a su momentum, y es prudente efectuar algunas consideraciones adicionales sobre ellos.

La eliminación de los costos de transacción no sólo produce beneficios directos sino también indirectos. La supresión de los costos de cambiar una moneda por otra es seguramente la ganancia directa más palpable (y quizás cuantificable) de una unión monetaria, pues los costos de cambiar divisas desaparecen cuando los países pasan a tener una moneda común.<sup>8</sup>

---

<sup>5</sup> Véase Krugman y Obstfeld [1994] por ejemplo.

<sup>6</sup> Debe remarcarse que parte de las ganancias de la coordinación pueden derivar del aprovechamiento de ventajas comparativas en las políticas (Martínez Oliva [1991] p. 172).

<sup>7</sup> Basándose en el dilema del prisionero, la teoría de los juegos demuestra que, en cualquier situación en la que interviene una multiplicidad de actores, las decisiones adoptadas sin comunicación y cooperación conducen a resultados subóptimos, generando, además, un estado de incertidumbre respecto al comportamiento y reacción de los agentes. Véase Krugman y Obstfeld *op. cit.*

<sup>8</sup> Debe señalarse que estas ventajas para el público suelen tener su contrapartida en pérdidas para el sector financiero, aunque el problema será sólo transitorio en la medida en que el sector busque otras actividades lucrativas (De Grawe [1994] p. 73).

Con relación a los indirectos, menos perceptibles (y por cierto más difíciles de cuantificar), estos costos se vinculan a la reducción de la capacidad para discriminar precios entre los diferentes mercados nacionales (véase De Grawe [1994]).

La reducción de la incertidumbre que provoca el uso de una moneda única mejora la eficiencia en la asignación de recursos a través del mecanismo de precios, lo que aumentará el bienestar. En efecto, dado que los agentes económicos basan sus decisiones de producción, consumo e inversión en la información que el sistema de precios les proporciona, al hacerse los mismos mucho más ciertos la calidad de sus decisiones debe mejorar.

Con relación al crecimiento económico, algunos economistas señalan que la creación de una unión monetaria lo estimula en forma significativa. Sin embargo, quizás estos efectos se han exagerado un poco, pues los argumentos teóricos para que una unión monetaria estimule el crecimiento económico son débiles y la evidencia empírica, al menos por el momento, es poco concluyente (De Grawe [1994] p. 92).

Mundell enumeró las razones por las cuales un país podría incorporarse a una zona monetaria óptima que, además de las mencionadas anteriormente, incluyen las siguientes: el establecimiento de un ancla cambiaria, la eliminación de la discrecionalidad en la política monetaria y fiscal al asegurar la disciplina de ambas, el impedir la utilización del tipo de cambio como pretexto político, la participación plena en el mercado de capitales de la unión, en su señoreaje y en la decisión de determinar la tasa de inflación de la zona monetaria óptima.<sup>9</sup>

A la par de los beneficios, debe reconocerse la existencia de determinados argumentos detractores de la coordinación de políticas. Si bien es cierto que estos argumentos pueden tener razón, no lo es menos que la negación de alguno de ellos contribuye a fortalecer las posiciones más optimistas y, en todo caso, a los fundamentos para actuar coordinadamente. Como quiera que resulte, se mencionan seguidamente.

Algunos afirman que la coordinación internacional de políticas tiene efectos indeseables señalando que es perniciosa debido a que reduce la competencia entre los gobiernos. Se sostiene que la coordinación eleva el costo de los errores de política que pueden cometerse y se remarca que será mejor si los países industrializados se concentran en el logro de políticas económicas domésticas, quedando la cooperación internacional circunscripta al comercio internacional o la seguridad de la misma estirpe en las cuales es (o resulta) verdaderamente esencial.

Otros, en tanto, igualmente pesimistas, están en contra de la coordinación de políticas pues sostienen que los obstáculos para llevar adelante la misma son grandes y pequeñas sus potenciales ganancias; a lo que debe sumarse el argumento anterior de la existencia del riesgo de que los gobiernos se equivoquen y la coordinación le haga mucho peor a las economías (Kenen [1994] p. 63). Más todavía, la coordinación puede elevar los costos de las equivocaciones de política, ya que los gobiernos concretarán las mismas acciones erradas esta vez de manera colectiva, en lugar de cometer errores que resulten, de algún modo, mutuamente cancelables.

---

<sup>9</sup> Por detalles adicionales véase Fondo Monetario Internacional [1997] pp. 14-16.

Al igual que en el caso de los beneficios, entre los costos que supondría la adopción de una moneda común, esto es, aquellos en los que se incurriría cuando la coordinación plena exista, debe mencionarse la ausencia del tipo de cambio como instrumento de política económica. La utilización de este instrumento de política puede ser útil si los países difieren en aspectos importantes que hacen necesaria su variación. Esta pérdida es uno de los principales argumentos detractores cuya negación puede, también, contribuir a vigorizar las posiciones más optimistas. Algunas palabras al respecto bien valen la pena.

Existen distintas características que diferencian a las economías de los países y el tipo de cambio u otros instrumentos de política monetaria pueden servir para corregirlas. Algunas de las principales diferencias que pueden hacer preciso el ajuste del tipo de cambio son: la pérdida de competitividad que experimentan las economías, las distintas preferencias que tienen los países entre tasas de inflación y paro, y las diferentes tasas de crecimiento.

Si los salarios son rígidos y la movilidad del factor trabajo limitada, será más costoso para los países que forman una unión monetaria ajustar sus economías ante los eventuales desplazamientos de demanda que se sucedan en comparación con los países que, habiendo mantenido sus propias monedas, pueden devaluar para recuperar competitividad. En este último caso, el tipo de cambio otorga cierta flexibilidad al sistema si éste es, tal como se mencionara, demasiado rígido en algunos aspectos. La unión monetaria, según este argumento, es óptima si existe suficiente flexibilidad en los salarios y/o también suficiente movilidad del factor trabajo. Empero, y en la mayoría de los casos, es posible encontrar alternativas al uso del tipo de cambio como instrumento mediante políticas contractivas de demanda, aunque sean estas últimas más dolorosas.

Los países difieren, siempre, en sus preferencias, de manera que aparece como natural que algunos muestren más aversión a la inflación o al paro que otros. No hay mucho que decir al respecto, excepto que el costo de reducir la inflación no tiene por qué ser considerado un costo de la unión monetaria, ya que si un país tiene una inflación elevada debe hacer algo para disminuirla y, por tanto, habrá de enfrentarse a un mayor paro en el corto plazo si forma parte de la unión o si no lo hace. En otras palabras, a pesar de que los países tienen distintas preferencias en términos de tasas de paro e inflación, no deben verse como un obstáculo para formar una unión y, en todo caso, el costo en términos de paro es transitorio. El empleo del tipo de cambio para solucionar estos problemas puede resultar (y de hecho lo es) sólo una excusa.

Las diferentes tasas a las que crecen los países, se argumenta, pueden ocasionar problemas si se decide formar una unión monetaria y la razón es simple. Si un país crece más deprisa que otro es probable que sus importaciones aumenten a la par de su producto y le ocasionen ciertos problemas que se traducirán, a la postre, en un déficit crónico de su balance comercial. Para solucionar este inconveniente, los términos de intercambio del país con mayor tasa de crecimiento deben caer y esto sólo se logra si el país en cuestión devalúa, apareciendo nuevamente el tipo de cambio como herramienta necesaria. Claro que si se forma parte de una unión queda una segunda opción cual es la que los precios domésticos del país que crece más rápido caigan en relación con el otro (una política deflacionista).

De modo que en la mayoría de los casos es posible encontrar alternativas a la utilización del tipo de cambio como instrumento de política económica. Además, el tema de los costos es uno que suscita mucho debate, más todavía si se tienen en cuenta preguntas que la mayoría de las veces

suelen esquivarse: ¿es probable que un shock de demanda afecte sólo a uno de los países de la unión y no a todos?, ¿son en verdad relevantes las diferencias entre tasas de inflación y paro? o ¿son importantes las diferencias en las tasas de crecimiento?

A esta altura el lector se estará formulando preguntas similares en torno a los beneficios; situación que no viene sino a continuar el extenso debate que los beneficios y costos han generado y sobre el que rinde cuenta la literatura económica. Sin embargo, ya hay uniones monetarias que no esperan la resolución de estas discusiones.

#### IV. ¿CUÁLES SON LAS PERSPECTIVAS PARA ANALIZAR LA COORDINACIÓN?

La evaluación y el análisis de los efectos de la coordinación internacional de políticas se ha abordado principalmente desde dos enfoques a saber: (a) enfoque optimizador de políticas (policy-optimizing approach) y (b) enfoque destinado a preservar el régimen o enfoque de los bienes públicos (regimen-preserving approach or public goods approach).<sup>10</sup>

Con relación al primero, muchos economistas imaginan la formación de políticas económicas como un proceso de optimización y tratan a la coordinación como una extensión de ese proceso. El análisis compara el valor de una función de bienestar que cada país maximiza (o una de pérdida que minimiza) de forma independiente con el de otra función en la cual una autoridad supranacional optimiza el bienestar social conjunto. Optimizar esta última restringida a la estructura económica de ambos países se aproxima a la solución que es posible alcanzar al coordinar las políticas económicas.

El enfoque optimizador conduce a varias soluciones según el caso. En un extremo, una en la cual no existe coordinación de políticas económicas y en la que cada país elige la desviación del nivel de pleno empleo que desea de forma tal que optimice su bienestar. En el medio, una solución llamada líder-seguidor en la que uno de los países actúa como líder, escoge primero, y toma sus decisiones de política económica teniendo en cuenta sus intereses y cómo reaccionará el seguidor. En el otro extremo, en tanto, se encuentra la solución cooperativa en la cual los países actúan de forma coordinada maximizando la suma del bienestar de manera conjunta.<sup>11</sup>

Si el enfoque de optimización de políticas describe la situación real de la economía es un punto cuestionable cuya respuesta escapa a esta presentación. Sí corresponde decir, en cambio, que el reconocimiento de la interdependencia parece incuestionable, aunque no siempre se tengan en cuenta las interacciones entre los privados y las autoridades. Tampoco puede asegurarse que los agentes puedan actuar como si tuvieran previsión perfecta. Además, todo parece quedar condicionado al modelo que describe el funcionamiento de la economía y circunscripto a que las autoridades siempre son conscientes del efecto de sus propias medidas y de la respuesta final que sobre las mismas le dará el resto de los gobiernos.

Con relación al segundo enfoque, algunos economistas y la mayoría de los policymakers miran a la coordinación de políticas desde un punto de vista completamente distinto al anterior. Se necesita, según ellos, producir algún tipo de bien público internacional y defenderlo de perturbaciones de naturaleza política y económica, incluyendo aquí el mal comportamiento en el que puedan incurrir los gobiernos.

---

<sup>10</sup> El lector especializado puede sentir curiosidad científica por el aporte de la teoría marginalista en relación con este tema; aportes que no son tratados en este trabajo. Véase Olson y Zeckhauser [1966] como punto de inicio.

<sup>11</sup> En otras palabras, cada una de las situaciones conduce, respectivamente, a distintas soluciones a saber: (a) solución de Nash-Cournot, (b) solución de Nash-Stackelberg y (c) solución cooperativa. Un tratamiento formal de estas soluciones puede consultarse en Argandoña *et al.* [1996] p. 299 y ss.

Se podrían identificar varios bienes públicos internacionales: el sistema libre de comercio, los derechos de propiedad bien definidos, los estándares de pesos y medidas (que pueden incluir el dinero internacional) o los tipos de cambio fijos y cosas por el estilo (véase Kindleberger [1986]). También un sistema financiero estable, políticas macroeconómicas consistentes y un manejo adecuado para enfrentar con éxito las crisis económicas que puedan aparecer.

En la esfera internacional, donde no hay un gobierno público, la cuestión de quién provee este tipo de bienes se mantiene, pero es indiscutible la cooperación en tal sentido a través de los lineamientos de política monetaria y fiscal efectuados por instituciones supranacionales (el Fondo Monetario Internacional constituye un buen ejemplo). Aquí bien vale una digresión.

Con el auxilio de la ciencia política se distinguen dos líneas de pensamiento en cuanto a la provisión de los bienes públicos de naturaleza internacional: los realistas y los institucionalistas (o moralistas). Los realistas sostienen que los bienes públicos internacionales son producidos, la mayoría de las veces, por una potencia que está dispuesta a soportar una buena parte de los costos de estos bienes (al menos en el corto plazo), sea porque conoce que va a ganar en el largo plazo, sea porque recibe su paga en una moneda distinta (gloria, inmortalidad, prestigio), sea por una combinación de todas estas cosas. Los institucionalistas, en cambio, reconocen que los líderes hegemónicos emergen de tanto en tanto en la economía mundial y ponen en práctica hábitos de cooperación internacional denominados regímenes, consistentes en principios, reglas y procesos de decisión alrededor de los cuales las expectativas de actores internacionales convergen en ciertas áreas.<sup>12</sup>

Mucha de la tarea realizada por Estados Unidos en las dos primeras décadas posteriores a la Segunda Guerra ejemplifican el enfoque destinado a preservar el régimen, aunque es relativamente fácil encontrar otros ejemplos. Estos incluyen la movilización del soporte financiero para el dólar y la libra esterlina en los años sesenta y el manejo conjunto del pool del oro de Londres, el rescate del dólar en 1978 o la rápida provisión de fondos para México en 1982, por nombrar algunos.

En suma, según este último enfoque, los bienes públicos deben ser producidos y los acuerdos institucionales defendidos por la acción común o colectiva de las naciones. Desde esta óptica, los desacuerdos sobre la coordinación de políticas toman un aspecto distinto, pero tal vez más familiar para el lector casual.

---

<sup>12</sup> Bajo la influencia británica, por caso, los regímenes de libre comercio y patrón oro se desarrollaron más o menos inconscientemente. Con la norteamericana posterior, un proceso institucional fue puesto en marcha con Breton Woods, los acuerdos sobre tarifas y comercio, la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico, etc.

## V. ¿RESULTA MEDIBLE LA GANANCIA DE LA COORDINACIÓN?

Para poder estimar las ganancias que derivan de un proceso de coordinación algunos estudios empíricos comparan los resultados de una función de bienestar en la que cada país bajo análisis maximiza su propio beneficio (las ponderaciones se asignan entre los varios objetivos económicos de cada país) con el valor que surge cuando maximizan una función de bienestar conjunta, tal como se mencionara oportunamente. La diferencia entre ambos resultados es una medida de la ganancia que se obtiene al coordinar.

En términos generales, y representando a las economías con algunas pocas y simples ecuaciones, las ganancias que han podido estimarse no parecen ser muy superiores a los errores estándares de ciertas variables consideradas como objetivos de política.<sup>13</sup> De todas maneras, hay que reconocer que la cuestión sobre si la ganancia de la coordinación resulta medible todavía no tiene respuesta. El lector debe tener en cuenta, además, que en algunos casos el resultado de la coordinación no resultaría medible. ¿Cómo se mediría la misma, por ejemplo, bajo el enfoque que intenta preservar el régimen?

Tampoco resulta posible medir las mejoras en el bienestar de los países que derivan de la coordinación macroeconómica de aquellas atribuibles a formas menos ambiciosas (consultas o cooperación). Adicionalmente, debe reconocerse que las comparaciones que se efectúan son poco claras y los resultados son sensibles a la elección que se hace de los ponderadores asignados entre los objetivos económicos, y que el producto contrafáctico (optimización de los policymakers en un equilibrio no competitivo) no es necesariamente convincente.

Las medidas de ganancia pueden resultar sensibles, además, a un amplio rango de variables y su magnitud incrementar, por ejemplo, si se consideran no sólo los factores micro y macroeconómicos sino también cuestiones de naturaleza no económica.

En suma, las ganancias que de la coordinación no pueden ser captadas por el enfoque optimizador debido al constreñimiento impuesto por muchos de los argumentos que se emplean en él a través de los supuestos que se efectúan y a los modelos que se utilizan (en los cuales las respuestas de política de los gobiernos son conocidas con certeza absoluta y en donde no hay innovación en la información). En consecuencia, por los motivos expuestos, es posible que las ganancias de coordinar no sean percibidas, ni mucho menos apreciadas, en la magnitud que corresponda.

Con relación al papel que juegan las perturbaciones que afectan las economías, posiblemente se encuentre en él un argumento mucho más convincente para llevar adelante la coordinación y disfrutar de las ganancias que de su práctica se derivan. Tal vez por ello el papel de las perturbaciones ha despertado el interés de muchos estudios (véase Mooslechner y Shuerz [1999]).

---

<sup>13</sup> En un estudio pionero sobre el tema Oudiz y Sachs [1984] investigaron las ganancias cuantitativas de la coordinación tratando a la formulación de políticas como un juego. Estos autores estimaron que las ganancias de cooperar entre el Grupo de los Tres a mediados de los años setenta hubiera sido 0,5% del producto interno bruto para cada país, en comparación al mejor producto que hubiera podido obtenerse a partir de una solución no cooperativa (como la solución de Nash-Cournot). Otros autores, en otros estudios sobre el tema, no obtuvieron resultados muy diferentes.

Algunas investigaciones, por ejemplo, han encontrado una ganancia relativamente pequeña en ausencia de grandes perturbaciones. En otros términos, si las economías no están sacudidas por shocks importantes el resultado de coordinar es pequeño. Pese a ello, se debe reconocer que los mismos trabajos se encargan de remarcar que los beneficios irán en aumento en la medida en que las perturbaciones sean persistentes y la existencia de una buena reputación de los gobiernos incremente la importancia de la coordinación.

En síntesis, desde el punto de vista estrictamente macroeconómico, los beneficios que se derivan de la coordinación (o de otro modo los costos provenientes de conductas no cooperativas) probablemente dependan del estado en que se encuentran las distintas economías y de las perturbaciones que experimentan. Para discutir este tema, se parte habitualmente de un ejercicio estilizado que sugiere las condiciones que deberían satisfacerse para una coordinación óptima. Se supone la existencia de dos economías interdependientes en las cuales todos los agentes conocen perfectamente las perturbaciones relevantes junto con sus repercusiones, y en las cuales las autoridades tienen objetivos que están dados y fijos. Los gobiernos, ambos, tienen capacidad de asumir compromisos tanto respecto del otro como del sector privado.<sup>14</sup> En tales circunstancias, surge inmediatamente que ambas partes tienen incentivos para establecer de una vez y para siempre un conjunto de reglas contingentes que defina numéricamente, y de manera explícita, el valor de los instrumentos para cualquier realización de las posibles perturbaciones que se sucedan. Pero resulta difícil encontrar ejemplos de tales arreglos y las razones son bastante claras al repasar la lista de hipótesis mencionadas (especialmente la referida al conocimiento de los agentes sobre las perturbaciones y su modo de actuar en la economía).

Curioso que pueda resultar entonces, todo parece indicar, en consecuencia, que no existe una manera medible de las ganancias que derivan de la coordinación de políticas económicas.

---

<sup>14</sup> Véase Heymann y Navajas [1998] p. 28, nota al pie número 14.

## **VI. ¿QUÉ DIFICULTADES APARECEN EN EL PROCESO DE COORDINACIÓN?**

La literatura suele esgrimir cuatro razones que dificultan la coordinación.<sup>15</sup> La primera de ellas es que los gobiernos no son mutuamente creíbles y se presume que, en cualquier momento, intentarán violar las reglas de juego que puedan establecerse. La segunda razón que se menciona es que suscriben diferentes puntos de vista sobre el comportamiento económico y la manera en que trabaja la economía. La tercera, que los gobiernos tienen distintos objetivos de política económica. Finalmente, el cuarto motivo señala que las diferentes restricciones políticas y constitucionales también interfieren en la coordinación de políticas. Seguidamente se introducen cada una de estas dificultades que entorpecen (o pueden llegar a hacerlo) la coordinación, sin que el orden de presentación de las mismas implique uno en importancia.

### **A. Violando las reglas de juego**

En general, los salarios en una economía están fijados por el sector privado a la luz de las expectativas que poseen los agentes sobre la inflación futura, las que dependen, entre otras cosas, de aquellas que se tengan sobre el aumento en la oferta de dinero. Si un gobierno promete incrementar la oferta de dinero un 5% y el sector privado cree que mantendrá su palabra, los salarios y los precios posiblemente incrementen en igual porcentaje. Pero en este punto los gobiernos tienen dos opciones. La primera, romper la promesa e incrementar, por ejemplo, la oferta de dinero un 10% estimulando en el corto plazo el producto (empleo). Si el gobierno en cuestión rompe su promesa de manera frecuente perderá credibilidad, el sector privado cesará de prestarle atención y el rápido incremento de la oferta monetaria sólo servirá para convalidar, en todo caso, la mayor tasa de inflación. La segunda opción es mantener su promesa validando, en consecuencia, la tasa actual de inflación y no existiendo, en esta alternativa, cambios en el producto (empleo).

Ahora bien, si un gobierno engaña a los particulares es casi seguro que aparecerán electas nuevas autoridades en los próximos comicios. Cuando ocurre esto entre los gobiernos, uno que rompe su promesa no podrá celebrar futuros acuerdos con el resto y aquellos arreglos que puedan estar en vigencia sucumben.

Esta violación a las reglas de juego se señala muy a menudo como uno de los principales obstáculos para la coordinación de políticas económicas entre los países.

### **B. Los desacuerdos sobre el comportamiento macroeconómico**

Los gobiernos están, de manera frecuente, en desacuerdo respecto al comportamiento de las principales variables económicas. Muchos, por caso, han mantenido cierta discordia sobre la

---

<sup>15</sup> Formalmente, la sustentabilidad de la coordinación puede no ser identificada como un obstáculo, motivo por el cual aquí no se reflexiona sobre ella. Debe decirse, sin embargo, que la sustentabilidad se relaciona con la variabilidad en el tiempo de los beneficios y costos esperados por cada país que participa en los acuerdos y por ello aquella se ve correlacionada de manera positiva con los beneficios netos. En otros términos, si los costos de participar exceden los beneficios esperados la sustentabilidad será puesta en tela de juicio y este asunto, tarde o temprano, pasará a ser un obstáculo formal a la coordinación. Para algunos aspectos vinculados a este tema véase Collington [1999].

manera en la cual la demanda agregada responde a la política monetaria y fiscal, entre otros ejemplos que podrían aquí mencionarse.<sup>16</sup>

Es probable que esta falta de acuerdo sea debida a desinteligencias entre los economistas. Más todavía, se argumenta que los economistas están en desacuerdo sobre cómo los “desacuerdos” entre los gobiernos afectan a la coordinación de políticas. Sin embargo, corresponde hacer caso omiso a esta digresión debido al empecinamiento de algunos profesionales en su percepción de los acontecimientos macroeconómicos.

Cuando los gobiernos desacuerdan en torno a cómo funciona la economía son proclives a suscribir diferentes puntos de vista sobre los costos de la coordinación de políticas; aun cuando pudieran llegar a estar de acuerdo en sus beneficios (piense el lector en los enfoques que intentan preservar el régimen).

### **C. Los desacuerdos sobre los objetivos de política**

La misma posibilidad de estar en desacuerdo aparece cuando los gobiernos tienen diferentes objetivos de política, constituyendo esta circunstancia un tercer obstáculo que se señala a la hora de llevar adelante la coordinación de políticas. Hay que decir, sin embargo, que estas diferencias no pueden explicar el motivo por el cual los gobiernos fracasan en poner en marcha la optimización. Muy por el contrario: la hacen más atractiva.

Considérese un ejemplo sencillo con dos economías idénticas en tamaño, con estructuras similares y salarios rígidos, y en las cuales cada gobierno desea tener la mayor cantidad posible de divisas. Si persigue cada uno su objetivo de manera independiente elevando la tasa de interés para atraerlas es probable que ambos terminen con un stock idéntico, pero con tasas de desempleo elevadas, existiendo dos maneras de lidiar contra este acontecimiento.

Por un lado, ambos gobiernos pueden acordar reducir sus tasas de interés, aún sin hablar de sus objetivos de política económica. Esta es la clase de intercambio que muchos economistas tienen in mente cuando hablan de coordinación de políticas macroeconómicas.

Por otro, los gobiernos pueden revelar (y modificar) sus objetivos de políticas. Pero, ¿qué ocurriría si los revelan y deciden no modificarlos? Aquí es cuando los conflictos o diferencias en los objetivos de políticas obstruyen la coordinación.

El caso tan simple que ha sido usado como ejemplo no difiere de la realidad en la cual cada gobierno persigue objetivos de cuenta corriente incompatibles (y lo hacen frecuentemente). Tampoco es muy diferente del caso en el cual ponderan de modo distinto cada objetivo de política, incluso los colectivos que puedan conseguir a costo de los domésticos. Llegado este punto, cuando entran en juego los colectivos, los desacuerdos entre los objetivos de política se tornan inevitables. Las diferencias deben salir a la superficie de discusión, pero cuando la

---

<sup>16</sup> De todas maneras, la incertidumbre sobre los efectos de política económica pueden proveer un incentivo adicional para coordinar políticas (Gosh y Gosh [1991] p. 325 y ss).

persuasión es lo que cuenta resultará bastante difícil ponerse de acuerdo en los medios si no se está de acuerdo en los fines.

#### **D. Las restricciones políticas y constitucionales**

En los procesos de coordinación existen, siempre, obstáculos de naturaleza constitucional y política en cualquier nivel de cooperación, más aún en el orden internacional en el cual los factores ideológicos pueden ejercer una influencia notable. Las situaciones que pueden generarse son muchas, razón suficiente para no incursionar demasiado en este punto.

Corresponde decir, en cambio, que ningún gobierno puede hacer alteración alguna sin persuadir al público de que la nueva política que se intenta llevar a cabo será mejor que la anterior (por no decir la mejor de todas las anteriores).

## VII. ¿CUÁLES SON LOS REQUISITOS PARA LA COORDINACIÓN?

Tal como ha podido intuirse, por su complejidad tanto en el ámbito político como instrumental, la coordinación es un proceso gradual y requiere de ciertas condiciones previas que deben satisfacer los países para que el proceso pueda desarrollarse en forma adecuada. Cabe, entonces, la pregunta siguiente: ¿cuáles son esos requisitos?

En general, el proceso de coordinación requerirá de las siguientes condiciones mínimas que, aunque no garantizan el éxito, señalan su camino: (a) voluntad política, (b) determinadas situaciones iniciales propiamente dichas, (c) estabilidad macroeconómica, (d) bancos centrales independientes y (e) compatibilidad de las estadísticas. En razón de la importancia de cada una, es prudente detenerse en ellas.

La armonización de políticas económicas conlleva la subordinación de ciertos objetivos domésticos a los acuerdos que se puedan haber alcanzado con los socios, o bien la reducción de la independencia del instrumental macroeconómico nacional. Esto obliga a un traspaso de poder, por ejemplo desde el banco central de uno de los países hacia una institución compartida que seguramente se ocupará de lo atinente a la moneda común. Y, más allá de la armonización, cualquiera sea el grado de coordinación, aun en la cooperación inicial, los países miembros deben estar convencidos de las bondades de la misma, pues deberán implementar reformas importantes tanto de naturaleza institucional como económica, todo lo cual requiere de “voluntad política”.

Es en vano señalar que el continente europeo tuvo esta “voluntad” desde un primer momento, pero sí es necesario remarcar que América Latina no parece haber experimentado, al menos todavía, la tenacidad europea.<sup>17</sup> En todo caso, ha registrado varias descoordinaciones, si este término es permisible, y faltas a los compromisos adquiridos con relación al proyecto común. Ha sido habitual que perturbaciones exógenas deterioren el comercio mediante devaluaciones y/o medidas proteccionistas, amplificando las consecuencias negativas a la región en su conjunto.

Empero, no debe desconocerse que, a la par del restablecimiento de las democracias, ha habido en los países de América Latina, en especial en los del MERCOSUR, una gran coincidencia en las estrategias de desarrollo y en las políticas de liberalización del comercio. Esto ha implicado un nuevo ímpetu regional destinado a avanzar en el proyecto integracionista, lo que hace más factible, además, que exista el convencimiento profundo y compartido de los beneficios derivados de la cooperación monetaria, lo cual contribuye a crear las condiciones políticas adecuadas que permitan implementar las reformas domésticas asociadas, y sobreponerse a eventuales fricciones y diferencias que pudieran surgir.

Con relación a las “condiciones iniciales propiamente dichas” debe señalarse que la teoría económica se encarga de proveer algunas que inciden en la formación de áreas de coordinación macroeconómica; condiciones que se derivan, o relacionan, en todos los casos, con el análisis económico de las áreas monetarias óptimas. El marco conceptual de la teoría de las áreas

---

<sup>17</sup> La Unión Monetaria Europea tuvo su origen en un objetivo político: lograr “una aún más estrecha unión entre los pueblos de Europa” (Zahler [2001] p. 5).

monetarias óptimas, iniciado por Mundell [1961] y al cual contribuyeron posteriormente McKinnon [1963] y Kenen [1969], se ha centrado en los aspectos del costo dentro del análisis costo-beneficio de una unión monetaria.<sup>18</sup>

Las condiciones iniciales que deben cumplir son el grado de movilidad de la mano de obra y del capital entre los distintos países que pertenecen al área, la flexibilidad de precios y salarios, y la existencia de perturbaciones similares en las variables macroeconómicas claves. Las políticas encaminadas a promover la movilidad y flexibilidad en dichos factores, junto al logro de fluctuaciones similares del producto interno bruto de las economías, contribuyen a lograr la maximización de los beneficios de las áreas monetarias y a la disminución de los costos de los ajustes asociados a una mayor integración económica. Ahora bien, que las condiciones señaladas por la literatura como deseables no existan para una región determinada no significa un obstáculo insalvable. Acaso, y tal como se pregunta Wyplosz ([1997] p. 10): “¿hubieran los Estados Unidos aprobado los requisitos para un área monetaria óptima un siglo atrás? Y si no lo hubieran aprobado, ¿fue un error para ese país adoptar una moneda única?”<sup>19</sup>

Otro de los requisitos que se señala es la “estabilidad macroeconómica”, ya que sólo en la medida en que los países miembros obtengan (y mantengan) sus propios equilibrios macroeconómicos podrán pensar en la coordinación de las políticas. Este requisito sugiere una preocupación constante por tener las cuentas fiscales equilibradas, la modernización permanente del estado y un crecimiento en la productividad de cada uno de los socios, entre otros aspectos. Las bases para la coordinación monetaria, es bueno recordarlo, reposan en la estabilidad macroeconómica.<sup>20</sup>

El logro de la coordinación se facilita enormemente si los países poseen “bancos centrales independientes”.<sup>21</sup> Este requisito se hace extensivo a otros organismos de supervisión y regulación financiera o de naturaleza similar, ya que los beneficios de la coordinación se potencian si existe un sector financiero sólido, sujeto a regulaciones y supervisiones adecuadas. De esa manera se canaliza el ahorro acertadamente y se pueden evitar las crisis financieras, la mayoría de las veces provocadas por bancos erróneamente supervisados (Minton Beddoes [1999] p. 21). Este requisito es uno no menor para América Latina, pues la región ha sufrido recurrentes crisis bancarias acompañadas con crisis cambiarias, que han atentado contra cualquier cooperación.

---

<sup>18</sup> A través del tiempo el listado de consideraciones analizadas en la literatura sobre las áreas monetarias óptimas ha crecido notablemente. Para una referencia rápida sobre los desarrollos más recientes puede consultarse Willett [2001].

<sup>19</sup> Los Estados Unidos son considerados un área monetaria óptima y han sido punto de comparación para poder evaluar si otras áreas también lo serían. Por ejemplo, Bayoumi y Eichengreen [1992a; 1992b] compararon el tamaño y la correlación de perturbaciones de oferta y de demanda que afectaban a Europa, encontrando que se hallaba dividida en un *core* y en una periferia. En los países integrantes del *core* las perturbaciones eran de tamaño similar y estaban más correlacionadas respecto a lo que sucedía en la periferia, y compararon el resultado obtenido con un área monetaria óptima como la constituida por los Estados Unidos en donde las perturbaciones de las diferentes regiones en que podía dividirse el país eran similares para el período de análisis. Véase Bayoumi y Eichengreen *op. cit.* por detalles adicionales.

<sup>20</sup> La marcada inestabilidad de muchas economías latinoamericanas ha hecho ver que las diferencias en la evolución macroeconómica, tanto como la inestabilidad en sí, pueden obstaculizar los avances del proceso de integración. Véase Schiwidrowsky [1991].

<sup>21</sup> Por independencia se entiende la capacidad de un banco central de utilizar los instrumentos del control monetario sin que medien instrucciones, lineamientos o interferencia alguna por parte del gobierno.

El desarrollo y fortalecimiento de las instituciones del sector financiero debe propender a que la regulación sea de una naturaleza tal que consolide la supervisión de los conglomerados financieros. Además, una supervisión adecuada debe estar alerta al surgimiento de operaciones con nuevos instrumentos financieros y la autoridad monetaria debe estar atenta para adoptar las medidas necesarias destinadas a que así ocurra. La innovación financiera, además, si es muy acelerada, puede debilitar el marco normativo y requerirá, en consecuencia, de un seguimiento continuo.

Otro requisito, el último y no menos importante de los aquí listados, es la “compatibilidad de las estadísticas”. La coordinación macroeconómica requiere, aun en el nivel más elemental, acordar conceptos y la manera de medirlos. Esto significa homogeneizar estadísticas y estandarizar la metodología utilizada para poder comparar las situaciones entre países de una manera más precisa.

Las estadísticas compatibles permiten no sólo generar información oportuna, confiable y comparable, sino también instancias que facilitan el intercambio de tal información entre las autoridades y, más importante todavía, entre los equipos técnicos de los gobiernos. No es este un tema sencillo de llevar adelante, pues no sólo hay distintas definiciones sino también diferencias en cuanto a la disponibilidad de la información relevante y su contabilidad.

En la variedad de los instrumentos financieros que existen en los países se encuentra un buen ejemplo de diversidad en el asunto de la información. Los instrumentos varían en el plazo, en el tratamiento tributario, en la modalidad de pago, y en otros asuntos, y cualquier trabajo que se efectúe requerirá hoy de una tarea analítica inicial vinculada, precisamente, a homogeneizar los números.

## **VIII. HACIA LA ARMONIZACIÓN DE POLÍTICAS: ¿CUÁLES SON LOS OBJETIVOS? ¿CUÁL ES LA ESTRATEGIA PARA LOGRARLOS?**

Si la coordinación de políticas macroeconómicas es un proceso que, se recuerda, converge desde la simple consulta o cooperación (en la que se intercambia información) a la coordinación plena (en que se modifican las políticas nacionales para alcanzar un objetivo comunitario), es necesario definir claramente los objetivos hacia los cuales se dirige el proceso y la estrategia para alcanzarlos. La altura del ensayo resulta adecuada para hacerlo, ya que se aproxima a la etapa de reflexiones para la región.

### **A. Objetivos**

Es razonable que el primer objetivo de cualquier acuerdo de cooperación sea la estabilidad de precios, quizás por resultar la misma un indicador acertado de los equilibrios macroeconómicos. La variable a considerar es la inflación, que puede definirse mediante diferentes formas, por ejemplo mediante el empleo del índice de precios al consumidor, o a través de una modificación al mismo que evite que ciertas perturbaciones influyan sobre ellos pero que no respondan, en modo alguno, a las condiciones macroeconómicas vigentes. Esta última medida conlleva adoptar el concepto de core inflation. De todas maneras, lo importante es que la forma que se adopte para medir el objetivo sea transparente y que pueda implementarse de manera homogénea en todos los países (Zahler [2001] p.12 y ss). En un principio, cada país involucrado en el acuerdo fija su propia meta inflacionaria, dándole a la misma un rango de variación y una trayectoria declinante que es decidida con la condición de que el valor máximo disminuya a través del tiempo. Esto, junto con las metas plurianuales que se establezcan, hace converger la inflación hacia una cifra común.

Un adecuado complemento a la coordinación sobre la base de objetivos inflacionarios es la puesta en práctica de un objetivo coordinado del déficit de cuenta corriente junto con el endeudamiento externo. La idea que subyace es promover políticas sostenibles en el tiempo, evitando la acumulación de desequilibrios que llega a hacer imposible el mantenimiento de la estabilidad alcanzada. Por otra parte, la solvencia externa mantiene baja la percepción del riesgo, favoreciendo la obtención del crédito y los flujos de inversión hacia el país. En resumen, debe determinarse la meta anual para el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos, sin descuidar (para éste y el objetivo de la estabilidad de precios) una activa colaboración de la política fiscal.

Dado que por circunstancias diversas tales como crecimiento, riesgo, composición del financiamiento externo, tasa de interés y otras, intentar fijar un objetivo en cuenta corriente puede resultar algo dificultoso, surge la opción de fijar las metas utilizando variables de acervo, que representan la acumulación de los déficit externos en el tiempo. Como quiera que resulte, y cualquiera sea la opción que se ejercite, se trata de acordar la relevancia del equilibrio externo, explicitarlo y monitorearlo.

Al recordar nuevamente los niveles de coordinación, una forma más perfeccionada aparece cuando se adoptan objetivos intermedios comunes, tal el caso de un sistema cambiario común o una banda de fluctuación en torno a una determinada paridad central, hasta fijar

irrevocablemente las paridades en el extremo. Es prudente recordar que cualquiera sea el arreglo cambiario para la coordinación, a excepción de la unificación monetaria, supone algún grado de rigidez y una regla explícita que puede ser atacada por los especuladores. Para que el arreglo sea exitoso, deberá estar respaldado por políticas fiscales y crediticias coherentes, que resulten del todo compatibles con el acuerdo.

En un nivel avanzado de coordinación cambiaria es posible considerar la alternativa de utilizar una moneda única, con los beneficios que produce en los términos oportunamente señalados.<sup>22</sup>

## **B. Estrategia**

Si bien la estrategia que se adopte para lograr los objetivos puede ser diferente, cualquiera que aquélla resulte deberá atender a lo que se comenta a continuación.

En el acuerdo de cooperación es necesario detallar los indicadores a utilizar y si los mismos van a ser especificados y enunciados como niveles o bien como rangos, estableciendo, además, el ritmo óptimo de convergencia (o de velocidad para lograrlos). A su vez, los países involucrados deben especificar, también, la secuencia que desean y a cuáles objetivos o instrumentos le darán prioridad.

Para algunas variables se pueden fijar metas trimestrales, con el propósito de asegurar la convergencia más pronta hacia los objetivos anuales que se hayan establecido, evitando, de esa manera las políticas de ajuste severas que ocurrirían hacia el final del período si éste fuera un año y el valor del objetivo hubiera divagado durante el transcurso del mismo.

En la estrategia para lograr los objetivos, la definición del horizonte temporal en que se enmarca la coordinación constituye uno de los principales elementos que se deben considerar. Asimismo, es necesario evaluar si los objetivos pueden ser planeados en un horizonte de varios años, o deben ser definidos año tras año.

Hay que aclarar, además, la conveniencia o no de modificar o suspender temporalmente los objetivos y/o instrumentos acordados ante perturbaciones inesperadas que puedan sacudir a las economías. La definición al respecto, de todas formas, no debe ser tan amplia que de lugar a cuestiones o comportamientos abusivos por parte de los gobiernos.

Finalmente, en cualquier estrategia para lograr los objetivos se debe:

- (i) evitar una coordinación apresurada y preferir en cambio una gradual;
- (ii) observar que los mercados tengan el tiempo suficiente para que los agentes se convenzan plenamente de los beneficios derivados de una mayor coordinación y colaboren con la voluntad política de llevar adelante reformas en sus economías domésticas;

---

<sup>22</sup> El lector no debe sorprenderse por los escasos objetivos listados. En todos los casos se trata de objetivos relativamente simples, pero poderosos, y su homogeneización implica la sincronización de muchos otros.

- (iii) tener en cuenta que el grado de coordinación deseado puede no ser el mismo para los diferentes países o subgrupos de ellos, y que puede haber regiones que den prioridad a ciertos grados de armonización de sus políticas dependiendo de su nivel de integración actual;
- (iv) recordar que no basta con el establecimiento de ciertos criterios de convergencia si no se cuenta con mecanismos que incentiven su cumplimiento; y
- (v) definir qué instancia se adoptará (una supranacional o varias con ese carácter u otro arreglo) y de qué atribuciones y facultades se le dotará para obtener y procesar la información de los países, asegurar su homogeneización, hacer el seguimiento y vigilar el cumplimiento de los acuerdos.

## **IX. ¿CONVIENE LA COORDINACIÓN MACROECONÓMICA Y LA COOPERACIÓN MONETARIA EN EL MERCOSUR?**

Preguntarse si en América Latina, en particular en el MERCOSUR, están dadas las condiciones para una coordinación plena es preguntarse si están dadas las condiciones para una unión monetaria, ya que la coordinación alcanza su punto culminante cuando la unión monetaria toma cuerpo, tal cual se aclarara. La literatura económica se ha ocupado de analizar las condiciones bajo las cuales una región determinada puede emplear de manera eficiente una misma moneda, y guardan relación con el grado de movilidad de la mano de obra y del capital entre los distintos países, la flexibilidad de precios y salarios, y la existencia de perturbaciones similares en las variables macroeconómicas claves.

Con relación a lo anterior, y al igual que lo remarcado oportunamente para Europa, muchos estudios se han encargado de subrayar que no están dadas las condiciones para que el MERCOSUR sea considerada un área monetaria óptima. Las perturbaciones que enfrentan los países son asimétricas, escasa resulta la movilidad de los factores y en la región ha subsistido una rigidez de precios y salarios.<sup>23</sup>

No debe perderse de vista, además, el hecho de que aun considerando que las condiciones para una unión monetaria no estén dadas la coordinación de políticas macroeconómicas puede ayudar a potenciar la integración, tal vez generándolas posteriormente.<sup>24</sup> Si esto es así, es decir no están dadas las condiciones pero pueden darse en el futuro, ¿qué hacer entonces? En la propia inconsistencia de las políticas macroeconómicas parece encontrarse la clave del asunto, ya que la misma ha sido, precisamente, un obstáculo importante para el proceso de integración y de coordinación de políticas.

La inestabilidad macroeconómica genera costos a la integración derivados de los efectos negativos que dicha inestabilidad provoca en los distintos mercados, particularmente en el cambiario. La inexistencia de cooperación en el ámbito macroeconómico puede implicar, y de hecho implica, que una parte importante de los beneficios asociados al intercambio comercial y a la integración no lleguen nunca a materializarse.

La cooperación monetaria, que se justifica como un paso más en el proceso de integración, es la que reduce los riesgos de inestabilidad cambiaria; inestabilidad que puede, inclusive, obligar a acciones de políticas contrarias a la integración.

En el caso particular del MERCOSUR, el mercado está compuesto por economías un tanto diferentes en cuanto a su producto interno bruto per cápita y los países son estructuralmente

---

<sup>23</sup> El listado de trabajos vinculados a estos asuntos es ciertamente extenso y su enumeración, además de ser ajena a este ensayo, correría el riesgo de omitir alguna contribución relevante. Para un puntapié inicial sobre el grado de homogeneidad de los países del MERCOSUR puede consultarse Arnaudo y Jacobo [1997; 1998].

<sup>24</sup> El inicio de un área monetaria puede por sí misma afectar a factores tales como el grado de apertura comercial, la disciplina fiscal y monetaria, y la flexibilidad de precios y salarios. En otras palabras, el criterio de las áreas monetarias óptimas se torna endógeno. Véase Frenkel y Rose [1998].

heterogéneos. En otras palabras, resulta natural que la demanda de cooperación sea asimétrica, pero los países del MERCOSUR han demostrado un interés creciente por terminar con la inestabilidad macroeconómica y han aplicado una política monetaria, fiscal y cambiaria tendiente a la estabilidad de precios, cada uno por su lado, dando lugar, quizás sin darse cuenta, al cumplimiento de uno de los primeros requisitos señalados en el proceso. Hay que reconocer, además, que en la región se han hecho reformas estructurales (tributarias, financieras y de liberalización de precios) que han colaborado a una integración comercial creciente y a una mayor interdependencia de sus economías.

El deseo de coordinar actuaciones se ha visto reforzado por la percepción de que la previsibilidad macroeconómica es un bien público regional, hecho fortalecido, todavía más, por las crisis internacionales. Esto implica que la disminución de la incertidumbre respecto de una determinada economía genera externalidades positivas para el resto de los países, por lo cual existen beneficios conjuntos derivados de algún tipo de arreglo que aumente la probabilidad que los países miembros mantengan un comportamiento macroeconómico ordenado (Heymann y Navajas [1998] p. 19; Zahler [2001] p. 19).

Al igual que la reducción de la inflación, la mayor responsabilidad fiscal que se observa en buena parte de los países, en comparación con la prevaleciente en décadas pasadas, amerita ser señalada. Aún así, en razón de la variabilidad de los balances fiscales, es prematuro el argumento que sostiene la existencia de una solidez estructural en sus finanzas públicas.

Este tímido avance hacia la coordinación plena debe tener complementos adecuados, entre los cuales la integración de los mercados de servicios aparece como determinante para profundizar las ganancias de bienestar en la región. La integración en el mercado de servicios que involucra la de transportes, redes energéticas, servicios laborales, y el logro de avances en la homologación de regímenes provisionales, leyes de inmigración, etc., apuntan en la dirección correcta.

En resumen, las reflexiones sugieren que la coordinación plena hoy no es posible, pero sí lo es la cooperación monetaria. La coordinación en su grado más avanzado no es viable si se toma en cuenta una serie de temas pendientes que es necesario resolver antes que se pueda definir un calendario oficial en dirección a la unificación monetaria; calendario que por otra parte no tiene que ser necesariamente extenso.<sup>25</sup> Faltan muchas cosas (entre ellas instituciones transnacionales), que sugieren que hablar de una unión monetaria es bastante prematuro (Martirena- Mantel [1997] p. 478). De todas maneras, los lineamientos están latentes, esto es, subyacen al accionar de los países. Y, lo más próximo a la superficie resulta la cooperación monetaria. En cierto modo, este argumento influenció notablemente la creación del euro, la cual fue vista como un incentivo para que los países se esforzaran en avanzar en ciertas áreas en las cuales todavía dejaban mucho que desear. Esto último resulta perfectamente trasladable al MERCOSUR.

---

<sup>25</sup> El asunto de los tiempos, junto a la maduración del proceso de integración, preocupa innecesariamente. Por ejemplo, la crítica que sostiene que el MERCOSUR está avanzando más rápido que la Unión Europea está equivocada: la discusión más intensa sobre la posible unificación monetaria tiene lugar en 1999, es decir trece años después de los primeros acuerdos bilaterales de 1986 entre Argentina y Brasil, de manera coincidente con el mismo rezago de tiempo que separó al Tratado de Roma (1957) de la primera mención formal en el informe Werner (1970) de una unificación monetaria en Europa (Giambiagi [1999] p. 76). De todas formas, si Europa pudo disponer de cuatro décadas para avanzar hasta el estadio actual en un mundo que cambiaba más lentamente, es probable que el MERCOSUR no tenga la misma posibilidad.

## **X. LA COORDINACIÓN MACROECONÓMICA Y LA COOPERACIÓN MONETARIA: APLICABILIDAD EN EL MERCOSUR**

La demanda de coordinación percibida en los orígenes del MERCOSUR era limitada por la debilidad de los derrames macroeconómicos entre los dos miembros principales (Argentina y Brasil) y estrechos resultaban, por aquel entonces, los márgenes en cuanto a los instrumentos que cada uno podía ofrecer poner en juego a los efectos de acordar acciones con los demás, tal cual lo señalan Heymann y Navajas [1998]. Con esa perspectiva, la coordinación de políticas aparecía como un proceso gradual en el que los participantes irían identificando oportunidades de cooperación conforme a las circunstancias, a medida que se profundizaran las interdependencias, se desarrollara una rutina de interacción y las políticas de cada país logran moderar el grado de turbulencia de las respectivas economías.

A lo largo de la década pasada, y a pesar de los vaivenes macroeconómicos, creció la importancia de los socios regionales como destino de exportaciones de cada país, creció la interdependencia y hay necesidad de coordinación.

Aunque deba reconocerse que en el campo macroeconómico se han desarrollado prácticas de discusión y consulta, junto a determinadas situaciones de coordinación implícita (es decir, de acciones adoptadas unilateralmente por una de las partes que tuvieron efectos convenientes para la otra), no ha habido una definición formal de esquemas de coordinación o compromisos de política macroeconómica, ni se han establecido procedimientos de decisión compartida. Esto lleva a decir que, hasta el momento, los gobiernos de los distintos países no han llevado una forma completa de coordinación y sólo han estado colaborando entre sí.

Corresponde señalar, además, que los países miembros parecen haberse puesto de acuerdo en preservar el régimen que, en este caso, significaría cuidar un bien público materializado en la estabilidad macroeconómica con la eliminación del financiamiento inflacionario desmedido de sus economías. Desgraciadamente, no existe una manera para medir las ganancias presuntas de tal actitud corporativa, aunque se presumen elevadas.

Si hubiera que mencionar alguno de los obstáculos que entorpecen la coordinación, el temor a que uno de los gobiernos viole las reglas de juego cobra extrema significación. La confianza que uno de los principales socios dispensa hacia el otro, tal vez debidamente fundada por el quiebre unilateral de muchas de las decisiones que podrían compartirse, no es plena.

Por otra parte, existen acontecimientos notables, tal el caso de la estabilidad de precios, que permite alejar los temores vinculados a la sustentabilidad de cualquier acuerdo que pueda lograrse, aunque esto no es algo absoluto.

Quizás la prescripción más indicada para el MERCOSUR sea, de ahora en adelante, el diseño de una estrategia inmediata de cooperación monetaria en la cual quede explicitada la visión que los miembros del mercado común tienen sobre los aspectos macroeconómicos. Por cierto que, al tratarse de una primera instancia, la cooperación como tal estará basada en una ausencia de compromisos estrictos en materia de instrumentos. En otras palabras, esta prescripción debe respetar los regímenes macroeconómicos existentes en cada país.

Sin dudas esta cooperación aparece como poco exigente al principio y en efecto lo es en materia de compromisos. Sin embargo, resulta un mecanismo muy adecuado para los países de la región que no cuentan con experiencia alguna en coordinación macroeconómica y que tampoco la tienen para verificar el cumplimiento de los compromisos que pudieran asumir.

Cuando aumente la interacción se afianzará la credibilidad y la confianza entre los participantes, que hasta pueden haber aumentado en número, y esta feliz circunstancia contribuirá, oportunamente, a producir situaciones de plena convicción junto a compromisos genuinos en torno a armonización de políticas; compromisos ausentes en la etapa prescripta anteriormente.

Junto a verdaderos convencimientos llegará el momento de mayor rigurosidad. Para entonces, se podrá alcanzar, eventualmente, un grado de integración como el vigente en cualquier unión monetaria. La unión monetaria europea así lo ratifica con años de avances sólidos en el proceso de integración y décadas de cooperación monetaria. De todas maneras, todavía corresponde aclarar algunas cosas.

En primer lugar, esta cooperación que se sugiere debe verse como complemento de un proceso de integración que fije compromisos en el tiempo; compromisos cuyo cumplimiento sea verificable. Se trata de generar, poco a poco, un proceso con ritmos adecuados que cree condiciones favorables para cualquier convergencia macroeconómica posterior.

En segundo lugar, es un proceso y como tal atraviesa varias etapas. En tanto el final se anticipa y augura exitoso, los primeros pasos son los que cuentan para un camino seguro hacia esa dirección. Algo muy importante es compartir e intercambiar información, acordando definiciones homogéneas para estadísticas y su presentación.

En tercer lugar, esta cooperación requerirá fijar objetivos de política macroeconómica tales como metas cuantitativas de inflación, déficit en cuenta corriente y otras, las que podrán operar, en primer término, dentro de un rango de variación para llegar a ser, más adelante en el tiempo, puntuales.

En cuarto lugar, se espera que esta convergencia macroeconómica se vea acompañada por la convergencia de otros aspectos que contribuyan a este proceso. Estos otros aspectos, cualesquiera que sean, deberán estar regidos por normas internacionales en el asunto. Esta convergencia internacional permitirá enfrentar cualquier peligro motivado por choques externos de manera ya coordinada.

En quinto, y en la medida en que se avance en la cooperación, aparecerán nuevas metas como el tipo de cambio o la política monetaria común. Ahora bien, puesto que un proceso de integración puede verse afectado por desalineamientos y en virtud de la situación por la que atraviesan las dos principales economías de la región, no parece ser hoy la coordinación de instrumentos la vía más adecuada. Convendrá atacar la presencia de esos desalineamientos con la vigilancia extrema de políticas fiscales y monetarias; vigilancia que contribuirá a prevenir la ocurrencia de aquéllos.

Al desarrollarse la estrategia de manera gradual, los obstáculos que hoy son vistos como tales, y que se consideran insalvables por el momento, no lo serán en el futuro. De todos modos, y como quiera que resulte, todo parece indicar que en la región se debe avanzar en una cooperación monetaria sobre la base de objetivos finales, dejando para etapas posteriores, y después de alcanzados los estados superiores de coordinación, el uso de instrumentos para finalizar en una unión monetaria. Así lo han demostrado las experiencias exitosas y la región no tiene por qué ser la excepción, ni en la secuencia del proceso, ni en alcanzar el éxito del mismo.

## BIBLIOGRAFÍA

ARNAUDO, ALDO Y ALEJANDRO JACOBO. "Policy Harmonization in MERCOSUR", *Economía Aplicada*. Octubre- diciembre 1998. Vol. 2, núm. 4, pp. 757-766.

\_\_\_\_\_. "Macroeconomic Homogeneity within MERCOSUR: An Overview", *Estudios Económicos*. Enero- junio 1997. Vol. 12, núm. 1, pp. 37-51.

ARGANDOÑA, ANTONIO; CONSUELO GÁMEZ Y FRANCISCO MOCHÓN. *Macroeconomía Avanzada I. Modelos Dinámicos y Teoría de la Política Económica*. Madrid: McGraw- Hill Editores. 1996.

BARRO, ROBERT Y DAVID GORDON. "Rules, Discretion, and Reputation in a Model of Monetary Policy", *Journal of Monetary Economics*. Julio 1983. Vol. 12, núm. 1, pp. 101-121.

BAYOUMI, TAMIM Y BARRY EINCHEGREEN. "Shocking Aspects of European Monetary Unification". NBER Working Papers Series. Documento de Trabajo núm. 3949. 1992a.

\_\_\_\_\_. "Is There a Conflict Between EC Enlargement and European Monetary Unification?". NBER Working Papers Series. Documento de Trabajo N° 3950. 1992b.

BEAN, CHARLES. "Economic and Monetary Union in Europe". *Journal of Economic Perspectives*. Vol. 6, núm. 4, pp. 31-52. Otoño, 1992.

CANZONERI, MATTHEW Y PATRICK MINFORD. "When International Coordination Matters: An Empirical Analysis". *Applied Economics*. Vol. 20, núm. 9, pp. 1137-1154. Septiembre, 1988.

CHANG, ROBERTO. "Financial Integration with and without International Policy Coordination". *International Economic Review*. Vol. 38, núm. 3, pp. 547-564. 1997.

COLLINGTON, STEFAN. "European Monetary Union, Convergence and Sustainability. A Fresh Outlook at Currency Area Theory". *Economia Internazionale*. Vol. 52, núm. 1, pp. 7-35. Febrero 1999.

COOPER, RICHARD. "Economic Interdependence and Coordination of Economic Policies", en *Handbook of International Economics*. Vol. 2. Amsterdam: North- Holland Ed. 1985.

\_\_\_\_\_. "Macroeconomic Policy Adjustment in Interdependent Economies". *Quarterly Journal of Economics*. Vol. 83, núm. 1, pp. 1-24. Febrero 1969.

CORDEN, WILLIAM. "Fiscal Policies, Current Accounts, and Real exchange Rates: In Search for a Logic of International Policy Coordination", *Weltwirtschaftliches Archiv*. Vol. 122, núm. 3, pp. 423-438. 1986.

CURRIE, DAVID. "International Cooperation in Monetary Policy: Has it a Future?". *The Economic Journal*. Vol. 103, núm. 416, pp. 178-187. Enero 1993.

DE GRAWE, PAUL. *Teoría de la Integración Monetaria. Hacia la Unión Monetaria Europea. Madrid*. Colegio de Economistas de Madrid (Eds). 1994.

EINCHEGREEN, BARRY. "European Monetary Unification". *Journal of Economic Literature*. Vol. 31, núm. 3, pp. 1321-1357. Septiembre 1993.

FELDSTEIN, MARTIN. "Distinguished Lecture on Economics in Government: Thinking about International Policy Coordination". *Journal of Economic Perspectives*. Vol. 2, núm.2, pp. 3-13. 1988.

FONDO MONETARIO INTERNACIONAL. "Zonas monetarias óptimas: un desafío de políticas", Boletín. Vol. 26, núm. 1, pp. 14-16. Enero 1997.

FRENKEL, JEFFREY Y ANDREW ROSE. "The Endogeneity of Optimum Currency Area Criteria", *Economic Journal*. Vol. 108 (450), pp. 1009- 1025. Julio 1998.

FUNKE, MICHAEL. "The Nature of Shocks in Europe and in Germany". *Economica*. Vol. 64 núm. 255, pp. 461-469. Agosto 1997.

GIAMBIAGI, FABIO. "MERCOSUR: ¿Por qué la unificación monetaria tiene sentido a largo plazo?". *Integración & Comercio*. Año 3, núm. 9, pp. 63- 88. Buenos Aires: BID-INTAL. Septiembre- diciembre 1999.

GOSH, ATICH Y SWATI GOSH. "Does Model Uncertainty Really Preclude International Monetary Policy Coordination?". *Journal of International Economics*. Vol. 31, núm. 3/4, pp. 325-340. Noviembre 1991.

HAMADA, KOICHI. "A Strategic Analysis of Monetary Interdependence". *Journal of Political Economy*. Vol. 84, núm. 4, pp. 677-700. Agosto 1976.

HEYMANN, DANIEL Y FERNANDO NAVAJAS. "Coordinación de políticas macroeconómicas en el MERCOSUR: Algunas reflexiones", *Ensayos Sobre la Inserción Regional de Argentina*. Documento de Trabajo núm. 81, pp. 7-39. Naciones Unidas-CEPAL. 1988.

ITALIANER, ALEXANDER. "The Euro and International Economic Policy Coordination". *Empírica*. Vol. 26, núm. 3, pp. 201-216. 1999.

JACOBO, ALEJANDRO. "Coordinación de políticas económicas: Algunos interrogantes y reflexiones sobre el MERCOSUR". *Actualidad Económica*. Núm. 51, pp. 16- 22. Mayo-diciembre 2001.

\_\_\_\_\_. "Una introducción a la coordinación de políticas macroeconómicas", Documento de Trabajo N° 8. Departamento de Economía y Finanzas, Universidad Nacional de Córdoba. Primavera 2001.

KEHOE, PATRICK. "Coordination of Fiscal Policies in a World Economy". *Journal of Monetary Economics*. Vol. 19, núm. (3), pp. 349-376. Mayo 1987.

KENEN, PETER. *Exchange Rates and the Monetary System*. Londres: Edward Elgar Publishing Ltd. 1994.

\_\_\_\_\_. "Exchange Rate Management: What Role for Intervention?". *American Economic Review*. Vol. 77, núm. 2, pp. 194-199. Mayo 1987.

\_\_\_\_\_. "The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View", en Mundell y Swoboda Eds., *Monetary Problems in the International Economy*. Chicago: University of Chicago Press. 1969.

KINDLEBERGER, CHARLES. "International Public Goods Without International Government". *American Economic Review*. Vol. 76, núm. 1, pp. 1-13. Marzo 1986.

KRUGMAN, PAUL Y MAURICE OBSTFELD. *Economía Internacional. Teoría y Política*. Madrid: McGraw- Hill Ed. 1994.

MARTÍNEZ OLIVA, JUAN. "One Remark on Spillover Effects and the Gains from Coordination". *Oxford Economic Papers*. Vol. 43, núm. 1, pp. 172-176. Enero 1991.

MCKINNON, RONALD. "Optimum Currency Areas", *American Economic Review*. Vol. 53, N° 4, pp. 717-725. Septiembre 1963

MOOSLECHNER, PETER Y MARTIN SHUERZ. "International Macroeconomic Policy Coordination: Any Lessons for EMU? A Selective Survey of the Literature". *Empírica*. Vol. 26, núm. 3, pp. 171-199. 1999.

MARTIRENA- MANTEL, ANA. "Reflexiones sobre uniones monetarias: Pensando el MERCOSUR desde el caso europeo". *Anales de la Academia Nacional de Ciencias Económicas*. 1997.

MINTON BEDDOES, ZANNY. "The International Financial System". *Foreign Policy*. Núm. 116, pp. 16- 27. Otoño 1999.

MUNDELL, ROBERT. "A Theory of Optimum Currency Areas". *American Economic Review*. Vol. 51, núm. 4, pp. 657-665. Septiembre 1961.

OLSON, MANCUR Y RICHARD ZECKHAUSER. "An Economic Theory of Alliances". *Review of Economics and Statistics*. Vol. 48, núm. 3, pp. 266-279. Agosto 1966.

ODDIZ, GILLES Y JEFFREY SACHS. "Macroeconomic Policy Coordination among the Industrial Economies". *Brooking Papers on Economic Activity*, pp. 1-76. 1984.

SCHIWIDROWSKY, ARNIM. "Coordinación de políticas macroeconómicas e integración". *Revista de la CEPAL*. Núm. 45, pp. 89-105. Diciembre 1991.

VAN DER PLOEG, FREDERICK. "International Policy Coordination in Interdependent Monetary Economies". *Journal of International Economics*. Vol. 25, núm. 1/2, pp. 1 -23. Agosto 1988.

WILLETT, THOMAS. "The OCA Approach to Exchange Rates Regimes: A Perspective on Recent Developments". *Claremont Colleges Working Paper N° 2001-04*. 2001.

WYPLOSZ, CHARLES. "EMU: Why and How it Might Happen". *Journal of Economic Perspectives*. Vol. 11, núm. 4, pp. 3-22. Otoño 1997.

ZAHLER, ROBERTO. "Estrategias para una Cooperación/Unión Monetaria". *Integración & Comercio*. Año 5, núm. 13, pp. 3- 37. Buenos Aires: BID-INTAL. Enero-abril 2001



*Banco Interamericano de Desarrollo  
Departamento de Integración y Programas Regionales  
Instituto para la Integración de América Latina y el Caribe*

---

**MENCIÓN ESPECIAL:**

**James Loveday Laghi - PERÚ**



# HACIA UNA UNIÓN MONETARIA SUDAMERICANA

James Loveday Laghi \*

## RESUMEN

En este ensayo se propone la necesidad de una unión monetaria para América del Sur. Se argumenta que sólo estableciendo este arreglo, las personas de este continente van a poder disfrutar completamente de los beneficios de la globalización. De forma específica, las economías van a ser menos vulnerables a los *shocks* monetarios y financieros, lo cual les permitirá centrarse en programas de ajuste estructural de largo plazo. A pesar de las fuerzas a favor de la dolarización del continente, sostenemos que una unión monetaria es una opción mucho más beneficiosa, pues genera una serie de efectos endógenos que nunca podrían desarrollarse bajo la impronta de la dolarización. Construyendo a partir de la experiencia europea, haciendo referencia a los problemas de los procesos de integración regional observados en Sudamérica, y haciendo uso del instrumental teórico concerniente a la coordinación macroeconómica, coordinación monetaria y áreas monetarias óptimas, este ensayo presenta un marco de referencia completo para llevar adelante el proyecto de una unión monetaria para América del Sur, incluyendo aspectos políticos, culturales, económicos y monetarios.

## I. INTRODUCCIÓN

En las últimas décadas el mundo ha vivido una serie de transformaciones económicas. Una de las más importantes ha sido la creciente integración entre países. Esto ha traído algunos beneficios, como el permitir una mejor asignación de los recursos económicos a escala global; pero también considerables costos. En efecto, las crisis financieras se han vuelto bastante frecuentes (Council on Foreign Relations [1999] p.16), y la creciente interdependencia ha llevado a que no sólo la balanza de bienes y servicios sea un canal de transmisión de shocks económicos, sino que la balanza de capitales, gracias al desplazamiento irrestricto del capital internacional, se ha convertido en un canal a través del cual las crisis financieras se han generado y propagado. Esto ha llevado a un primer plano el tema de la cooperación monetaria y coordinación

---

\* Economista, Investigador del Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico, Perú. El autor agradece los valiosos comentarios de Fernando González Vigil, Jan Lust, Carlos Parodi, Felipe Portocarrero, Jürgen Schuldt, Raúl Valenzuela y Julio Velarde, sendos investigadores del Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico. Asimismo, agradece las observaciones de Rafael Correa, de la Universidad San Francisco de Quito. Como es usual, cualquier error que permanezca en este ensayo es de absoluta responsabilidad del autor.

macroeconómica.<sup>1</sup> En un mundo interrelacionado, existe una creciente preocupación porque los países pueden ser golpeados por factores que están fuera de su control, y que los efectos negativos son difícilmente combatibles desde una perspectiva individual.

Estos problemas han sido mucho más graves en el caso de los países en vías de desarrollo (Wyplosz [1998] p.2; Calvo y Reinhart [1999] p.132; The Economist [1999] p.234). Dado que su tamaño frente a los flujos de capital es pequeño, la efectividad de los instrumentos de política económica para contrarrestar los efectos negativos producidos por dichos flujos ha sido bastante reducida (FMI [2000] p.30), por lo que no es extraño escuchar conclusiones como que estos países deben tomar las condiciones como dadas y adaptarse de la mejor manera posible (FMI [2000] p.13). Con esta creencia en mente, algunos economistas han planteado incluso la necesidad de la dolarización oficial de algunas economías emergentes, creyendo que de esta manera se solucionan los inconvenientes de fondo –una posición, a nuestro juicio, equivocada.

Sin embargo, el problema influye en otras áreas relacionadas con el proceso de integración. En efecto, el hecho de que los países menos desarrollados pueden ser azotados por factores que escapan a su control –y que en muchos casos han sido generados por los propios países industrializados-<sup>2</sup>, pone en riesgo los procesos de integración regional que paradójicamente la globalización también trajo consigo.<sup>3</sup>

¿Qué hacer entonces? ¿Cómo lograr que los procesos de integración regional no se vean perjudicados por un ambiente de mayor inestabilidad? ¿Cómo hacer para que los países en vías de desarrollo puedan tener una mayor injerencia en la toma de decisiones sobre su futuro y no aceptar las condiciones como “dadas”? El presente ensayo pretende dar una respuesta a estas interrogantes, empleando como eje central los desarrollos teóricos y empíricos sobre la cooperación monetaria y la coordinación macroeconómica.

Debemos aclarar, sin embargo, que cualquier propuesta que se elabore debe ser coherente con las transformaciones económicas y políticas que el mundo ha sufrido y está sufriendo. Es por ello que temas como los efectos devastadores de las crisis financieras internacionales, la búsqueda de una verdadera reforma de la Arquitectura Financiera Internacional (AFI) y los equilibrios de poderes en el globo deben estar presentes en cualquier propuesta de cooperación y coordinación de políticas macroeconómicas.

En este sentido, consideramos que nuestra propuesta, que se centra en el establecimiento de una unión económica y monetaria para América del Sur, se ajusta a estos requisitos. En particular, estamos convencidos de que el proceso hacia dicha unión monetaria lograría reducir la

---

<sup>1</sup> “The fact that crises have a regional component (Glick and Rose [1999]) sharpens the incentive for neighboring countries to engage in mutual surveillance and to extend assistance to one another in the face of potentially contagious threats to stability.” (Eichengreen [2001a] p.32).

<sup>2</sup> Las crisis financieras que han afectado a los países en vías de desarrollo han tendido a coincidir con un alza de las tasas de interés en los países desarrollados. (Wyplosz [1998] p.1; Eichengreen [2002a] p.14).

<sup>3</sup> Para Dieter ([2000] pp.4-6) son claros ejemplos los problemas generados en el ASEAN (Asociación de Naciones del Sudeste Asiático), el APEC (Cooperación Económica en el Asia-Pacífico) y el Mercado Común del Sur (MERCOSUR).

posibilidad de futuras crisis financieras dentro de la región, corregiría la asimetría de poderes de la actual AFI (Loveday y Lust [2001a] pp.34 y 36), impulsaría una verdadera reforma de la actual arquitectura (Lust, Loveday y Dall’Orto [2000] pp.32 y 33) y se encontraría acorde con una visión muy particular, pero cada vez más plausible, de la arquitectura financiera en el futuro: un mundo dividido en áreas monetarias (The Economist [1999] p.228; Eichengreen [1997] pp.3 y 5).

Para fundamentar nuestra propuesta, hemos dividido el presente ensayo de la siguiente manera: la segunda sección enfoca el tema de la unión monetaria dentro de las definiciones de coordinación macroeconómica y cooperación monetaria, y se establece que si se quiere hablar de coordinación, en la actualidad el único mecanismo sostenible es la creación de una moneda común, con todo lo que ello implica. En la tercera sección buscamos fundamentos teóricos para nuestra propuesta, y para ello nos apoyamos en la teoría de las áreas monetarias óptimas. En la cuarta sección especificamos los pasos y procedimientos necesarios para lograr el establecimiento de una moneda común en América del Sur, mientras que en la sección final presentamos las conclusiones.

## **II. COOPERACIÓN, COORDINACIÓN MACROECONÓMICA Y UNIÓN MONETARIA EN AMÉRICA DEL SUR**

El eje central que articula este ensayo es el de la coordinación monetaria y macroeconómica. Al respecto, resulta natural afirmar que ambos conceptos no pueden estar separados el uno del otro. La razón es muy simple. No tiene sentido hablar de coordinación macroeconómica cuando los diferentes países participantes de este arreglo mantienen políticas monetarias que pueden afectar dicha coordinación (devaluaciones competitivas, por ejemplo). Por otro lado, la experiencia europea nos ha enseñado que un arreglo monetario sin algún tipo de coordinación macroeconómica podría desarrollar las condiciones para su fin, creando incentivos perversos para que se produzcan ataques especulativos.

### **A. Cooperación y coordinación macroeconómica**

Si bien se podría decir que los términos cooperación y coordinación macroeconómica tienen un significado obvio, resulta conveniente establecer algunas nociones básicas. Para ello, debemos enfocar estos conceptos, no en el contenido de las políticas macroeconómicas, sino en la forma como éstas se deciden (Heymann y Navajas [2000] p.114).

Podemos decir, entonces, que la cooperación macroeconómica se refiere a los procesos de intercambio y armonización entre países que no implican una pérdida de autonomía en la toma directa de decisiones en materia de política macroeconómica. En este sentido, dentro del marco de cooperación, puede existir una serie de medidas que reflejan distintos grados de profundización en la aplicación del concepto. Así, por ejemplo, se pueden englobar algunos pasos secuenciales dentro del término cooperación, como el intercambio de información, la armonización en las definiciones y formas de medición de algunas variables, el intercambio de opiniones sobre decisiones de política macroeconómica, entre otros.

Por su parte, y definida en contraposición con la cooperación, la coordinación macroeconómica se refiere al conjunto de procesos que implican una pérdida de poder en la toma de decisiones a favor de un esquema de decisión conjunta. Es por ello que el grado de profundización en los acuerdos de coordinación dependerá de qué tanto poder efectivo se ceda. Vemos, pues, el rol fundamental que desempeña el tema político, por lo que las consideraciones técnico-económicas no son suficientes para justificar cualquier decisión con respecto a cómo y en qué medida coordinar.

Vistas en conjunto, podemos afirmar que la cooperación delinea el conjunto de medidas que se deben realizar de manera previa a la decisión de coordinar las políticas macroeconómicas.

### **B. ¿Por qué cooperar/coordinar?**

El tema de la cooperación/coordinación está muy influenciado por la teoría de la integración, impulsada en la década del 60 por Balassa. Ésta sostiene, en términos generales, que la integración debe ser vista como un proceso, el cual se inicia con la creación de áreas de libre comercio (países miembros acuerdan eliminar aranceles entre ellos pero los mantienen con

respecto a los países que se encuentran fuera del acuerdo), pasando por el establecimiento de uniones aduaneras (política comercial común con respecto a los países no miembros), luego por la creación de un mercado común (libre movilidad de factores), el desarrollo de una unión económica y monetaria (política macroeconómica uniforme), finalizando el proceso con la formación de una unión política.

Dentro de este gran proceso de integración económica regional, la coordinación de políticas es vista como un mecanismo que, al generar estabilidad macroeconómica, contribuye con la profundización de una integración cuya meta es el establecimiento de una unión económica y política. Dicha estabilidad se logra minimizando la vulnerabilidad externa generada por un mayor comercio intrarregional.<sup>4</sup>

No obstante, y como bien señalan Carrera y Sturzenegger ([2000] p. 42), “la necesidad de coordinar surge de la mayor interdependencia entre países, de la cual los acuerdos regionales son tan solo un caso particular”. Y es que nos encontramos frente a un contexto claramente distinto al imperante después de la segunda guerra mundial. La globalización ha producido una integración financiera cuyo crecimiento ha sido exponencialmente mayor a la integración de mercados de bienes. Ello ha generado –producto de una serie de motivos que escapan a esta discusión– que algunos países se hayan “contagiado” de los males de otros con los que no tenían mayor vínculo económico directo (es decir, comercial), operando como canal de transmisión la balanza de capitales. Como ejemplo de ello, basta con revisar los efectos de la crisis rusa en países tan lejanos e inconexos con el primero como los de América Latina. En este sentido, el problema con la teoría de la integración regional de Balassa es que la coordinación de políticas ligadas con los aspectos monetarios y financieros no están presentes en las primeras tres etapas de integración, lo que es una deficiencia grave en un mundo con libre movilidad de capitales. Asimismo, si bien se podría decir que el sistema europeo de coordinación cambiaria puede ser visto como una mejora a la teoría de la integración, esto no se ha traducido en una modificación formal de la misma ni tampoco ha sido considerado dentro de los procesos de integración desarrollados fuera del continente europeo (Dieter [2000] p.8).<sup>5</sup>

Para corregir estas deficiencias presentes en la teoría de la integración, debemos plantear el tema de la cooperación/coordinación en el nivel más general de los procesos de integración; es decir, aquel que incluye dentro de las interdependencias económicas, no solo los aspectos del comercio de bienes y servicios, sino también la interdependencia de los flujos de capital e, incluso (y quizás tan o más importante que las dos anteriores), la interdependencia política.

Asimismo, no es extraño que, influenciada por la teoría de la integración, la coordinación tradicionalmente se haya focalizado en las cuestiones monetario-cambiarías. Al respecto, son ejemplos precisos; la creación de un “pool” de reservas, para intervenir frente a una posible

---

<sup>4</sup> Esta mayor vulnerabilidad externa puede ser minimizada a través de la reducción de los comportamientos oportunistas y del accionar egoísta de algún país miembro del bloque (ya sea motivado por una búsqueda de ganancias de corto plazo como por la reacción frente a shocks asimétricos). Esto también se puede lograr a través de la reacción conjunta frente a shocks comunes.

<sup>5</sup> Debido a ello, el autor sostiene en las páginas siguientes que se debería establecer desde el inicio del proceso de integración mecanismos de coordinación financiera y monetaria, como un fondo regional para defender los tipos de cambio fijos frente a ataques especulativos.

especulación desestabilizadora en el mercado cambiario;<sup>6</sup> el surgimiento del mecanismo europeo de tipos de cambio, para disminuir las fluctuaciones cambiarias de las principales monedas europeas como consecuencia de las fluctuaciones del tipo de cambio con el dólar (1979) y la Chiang Mai Initiative acordada por el ASEAN<sup>7</sup> +3 (China, Japón y Corea del Sur) en mayo del 2001, para hacer frente a los ataques especulativos como los que azotaron a esta región en 1997-98.

### C. Tipos de Coordinación

Zahler y Budnevich ([2000] pp.131-133) exploran diversos tipos de coordinación macroeconómica. Si bien ellos parecen hacer un inventario sin un ordenamiento claro de las formas de coordinación que han sido tratadas en la literatura de la integración económica, podemos identificar dos grandes tipos:

- *Coordinación Parcial*: en este esquema los países deciden coordinar entre sí para alcanzar algunos objetivos, manteniendo la libertad para llegar a otros de manera no cooperativa. En este sentido, la coordinación busca, por ejemplo, que no se fijen objetivos incompatibles o que se realicen políticas competitivas –como las devaluaciones– que no puedan ser alcanzadas de manera simultánea por todos los participantes en el acuerdo.
- *Coordinación Completa*: en este caso los países coordinan sobre todos los objetivos monetarios, cambiarios y fiscales y sus respectivos instrumentos.

El eje ordenador de esta tipología es la proporción de objetivos (con sus instrumentos) que se coordinan. Sin embargo, su principal problema radica en que no considera los objetivos finales de estos acuerdos, lo que a nuestro juicio, dado el nuevo contexto internacional, constituye un tema central en materia de coordinación.

Para entender las carencias de esta tipología utilicemos como ejemplo el caso de la Unión Monetaria Europea (UME). Swann ([1995] pp. 200-205) sostiene que dentro de una unión económica y monetaria se puede establecer una visión minimalista y maximalista de los acuerdos monetarios y fiscales, siendo ambos indispensables para construir un mercado común que sea viable desde el punto de vista económico. En este sentido, una versión minimalista de los acuerdos monetarios sería un régimen de tipo de cambio fijo, mientras que la versión maximalista implicaría la creación de una moneda común.

Por su lado, una versión minimalista de los acuerdos fiscales implicaría que la recaudación tributaria y el gasto permanezcan en manos de los Estados miembros, pero: (i) los impuestos serían armonizados para evitar distorsiones en el mercado común; y (ii) el tamaño de los déficit controlado para evitar efectos negativos en el resto de países. En contraste, una versión maximalista implicaría la concentración de las decisiones impositivas y de gasto en un organismo

---

<sup>6</sup> Esta medida fue originalmente planteada en el reporte Werner (1970-1971), en el que se recomendaba la rápida adopción de una moneda común en Europa. Ver Wyplosz ([2001a] p.3).

<sup>7</sup> Los países miembros del ASEAN son Brunei, Camboya, Indonesia, Laos, Malasia, Myanmar, Filipinas, Singapur, Tailandia y Vietnam.

supranacional centralizado. Evidentemente, para lograr esto se requiere un mayor avance en los procesos de integración política. En cualquier caso, debe existir cierto nivel de transferencias fiscales de recursos para evitar los efectos negativos de un shock asimétrico, agravados por la pérdida del tipo de cambio como mecanismo de ajuste.

Teniendo en cuenta los tipos de coordinación mencionados y las consideraciones de Swann sobre los grados de profundización, podemos establecer una nueva tipología de la coordinación, cuya ventaja es que añade a la dimensión del número de objetivos el grado de soberanía cedida sobre los mismos. Esta nueva tipología se puede clasificar de la siguiente manera:

- *Coordinación Laxa*: incluye la coordinación parcial y la coordinación total que tenga como arreglo monetario un enfoque minimalista de fijación del tipo de cambio.
- *Coordinación Fuerte*: incluye a los mecanismos de coordinación completa que por el lado monetario establecen como objetivo la creación de una moneda común y, por el lado fiscal, son consistentes tanto con la versión minimalista como con la maximalista propuestas por Swann.

Para finalizar, debemos recordar que todo compromiso de coordinación fuerte debe estar enmarcado en un proceso para la formación de un mercado común. Ello se debe a que, según la teoría económica, un mercado común sin una moneda común evolucionaría hacia un mercado común enfermizo. Las razones son:

- (i) Los precios son más difíciles de comparar, por lo que no se dará el empuje dinámico generado por una mayor competencia.
- (ii) Los efectos distorsionantes en el comercio y la inversión de los tipos de cambio seguirán latentes. Por lo tanto, ello afectará el libre movimiento del capital y del trabajo, de bienes y servicios.
- (iii) El libre movimiento de capitales podría acentuar las fluctuaciones del tipo de cambio y, por tanto, acrecentar las distorsiones en las economías y en el desarrollo de un mercado común.
- (iv) Si los países miembros de la unión mantienen cierta independencia monetaria, conservarían el incentivo para emplear su política monetaria para mejorar su situación de corto plazo, haciendo que el resto de países compartan los costos en términos de una mayor inflación (Krugman [1997] pp.310-313).

#### **D. Coordinación Laxa: el Sistema Monetario Europeo (SME) y la crisis de los Tipos de Cambio en Europa 1992 - 1993**

Como lo mencionamos en el punto anterior, dentro de un marco de cooperación laxa, las economías acuerdan establecer algún régimen de fijación del tipo de cambio y se comprometen a

emplear los instrumentos que tienen a su disposición para mantenerlo. Un ejemplo de un marco de cooperación macroeconómica laxa lo constituye el SME.<sup>8</sup>

Cuando analizamos dicha experiencia, de inmediato se distinguen los problemas de credibilidad. Dicho acuerdo estuvo diseñado para que las intervenciones fueran simétricas, es decir, para que fueran realizadas por los dos países cuyo tipo de cambio estuviera en el límite de la banda: uno, vendiendo divisas para evitar la devaluación; el otro, comprando divisas para ayudar a estabilizar el tipo de cambio. Sin embargo, en la práctica y por el problema del N-1,<sup>9</sup> el país que sufría las presiones debía llevar a cabo la totalidad de las medidas debido a que el otro tenía otros objetivos internos que no estaba dispuesto a sacrificar en pos del acuerdo de cooperación (De Grauwe [2000] pp.103-110; Krugman [1997] pp.308-310). Estas inconsistencias, dado un escenario de libre movilidad de capitales inexistente en Europa Occidental hasta antes de la década del 90, dan pie para ataques especulativos que incrementan la incertidumbre y son potenciales detractores de una mayor integración económica.

Sin embargo, este no es el único ejemplo que se puede mencionar con respecto a los problemas de credibilidad de los acuerdos de cooperación laxa. Durante la crisis financiera de 1997, Tailandia hizo uso de un acuerdo de intercambio de monedas<sup>10</sup> con el fin de defender su moneda, el *baht*, de ataques especulativos. Esta medida lo que hizo fue reforzar la presión de los especuladores porque la tomaron como reflejo de la desesperación del gobierno ante dichos ataques (The Economist [2001]).

Estas experiencias nos dejan una clara lección: si existen objetivos de política macroeconómica internos y externos potencialmente diferentes en un contexto de libertad de capitales, los problemas de credibilidad –y por tanto de sostenibilidad de los compromisos de coordinación– van a estar siempre presentes, y la incertidumbre se manifestará apenas se produzca un evento que obligue a las autoridades a priorizar los objetivos internos sobre los externos (Eichengreen [2002b] p.5). Por lo tanto, siempre que los mercados perciban que no hay un compromiso que va más allá de la simple fijación de los tipos de cambio, cualquier shock que vuelva costoso el mantenimiento del acuerdo va a generar incentivos suficientes para la intervención de los especuladores, cuyo éxito, dado el tamaño de recursos con los que cuentan en comparación con los de un país aislado, está asegurado.

---

<sup>8</sup> De Grauwe denomina a este acuerdo una unión monetaria incompleta (De Grauwe [2000] p.97). El problema de emplear esta terminología es que no se ajusta a la definición de cooperación que estamos manejando. Para poder llamarla cooperación, los países deben decidir de manera conjunta sobre los acuerdos tomados (Heymann y Navajas [2000] pp. 114 y 121). La definición de De Grauwe no incorpora este componente de decisión conjunta, y es por eso que para él el sistema de Bretton Woods sería otro ejemplo de una unión monetaria incompleta. Evidentemente esto puede llevar a error, porque el acuerdo sobre un tipo de cambio fijo no necesariamente debe tener detrás el objetivo de establecer una unión monetaria.

<sup>9</sup> Como sólo se requieren N-1 relaciones para establecer el tipo de cambio de cada una de las N monedas con el resto, una de ellas se convierte en el ancla del sistema, por lo que el país que la emite es el único que mantiene el control de su política monetaria.

<sup>10</sup> Este acuerdo se estableció entre algunas economías asiáticas como mecanismo preventivo a partir de la experiencia de la crisis mexicana de 1994-95.

## E. Coordinación Fuerte: la Unión Económica y Monetaria Europea

Siguiendo con el ejemplo europeo, ¿qué hicieron para solucionar el problema derivado de la credibilidad? La respuesta fue contundente: fortalecieron la voluntad política de integración, trazando las bases para una coordinación macroeconómica fuerte. En particular, establecieron un itinerario muy preciso, con plazos y condiciones específicas para establecer una moneda común.

En conclusión, el problema de la credibilidad en un contexto de libre flujo de capitales lleva a que la opción para profundizar la integración económica entre los países de una determinada región pase por el establecimiento de una agenda clara –fiel reflejo de una voluntad política sólida– encaminada hacia la coordinación fuerte de las políticas macroeconómicas. En el caso europeo, el compromiso para formar la Unión Económica y Monetaria Europea se convirtió en un objetivo político principal, elevándose de esta manera los costos de una devaluación y reduciendo el potencial para un ataque especulativo (De Grauwe [2000] pp.124-127). La voluntad política, entonces, es el eje de los procesos de integración, y todo el proceso europeo hacia la creación de un mercado común no es la excepción (Wyplosz [2001a, 2001b]).

En contraste con este exitoso ejemplo de integración, la experiencia que vivió el MERCOSUR en la década del 90 ilustra claramente la falta de voluntad política para el establecimiento de una coordinación fuerte.<sup>11</sup> Brasil y Argentina nunca establecieron los mecanismos mínimos de coordinación macroeconómica,<sup>12</sup> y simplemente se mantuvo la estabilidad cambiaria entre ambos por una relativa coincidencia –no producto de un consenso– en materia del manejo del tipo de cambio. Sin una voluntad política clara para avanzar en las condiciones necesarias para profundizar la integración mediante el establecimiento de la coordinación monetaria, la estabilidad lograda por coincidencia y no por decisión conjunta se rompió cuando cada país no pudo soportar el ataque especulativo a su moneda: Brasil en 1999 y Argentina en 2001.

La reacción frente a estas crisis refleja la verdadera voluntad política para avanzar en el proceso de integración regional. Luego de la crisis brasileña y la argentina, el desarrollo y peor aún, la simple supervivencia del proyecto MERCOSUR se han visto claramente amenazados. Una voluntad política más decidida hacia la integración, en primer lugar, hubiera acordado mecanismos de coordinación macroeconómica con mayor antelación. A pesar de esto, la crisis pudo haber sido empleada como gatillo para lograr consensos sobre un esquema de coordinación preciso, lo que, a diferencia del caso europeo, no ocurrió. Más aún, la incertidumbre originada

---

<sup>11</sup> Concordamos con Eichengreen ([1998] pp.7-9) cuando sostiene que una integración más profunda y los pasos que se deben tomar para alcanzarla dependen de los objetivos y la profundidad del acuerdo de integración en sí mismo. Sin embargo, él mismo sostiene que *"the desirability of appending a monetary-integration initiative to MERCOSUR is not a mere hypothetical: it was alluded to in Protocol No.20 on Economic Studies associated with the Treaty of Asunción, signed by Argentina and Brazil in 1987, which declared "the need to initiate steps for the creation of [a] common monetary unit."* (p.25, nota al pie no.27). Ello nos lleva a concluir que dicha intención no pasó en la práctica del papel.

<sup>12</sup> Si bien se podría decir que la devaluación del real brasileño en 1999 dio un nuevo ímpetu a la coordinación de políticas en el MERCOSUR –a través del establecimiento de criterios de convergencia macroeconómica (similares a los europeos) dentro del Grupo de Monitoreo Macroeconómico (GMM, <http://gmm.mecon.gov.ar>), en la práctica no se ha establecido un mecanismo político para asegurar el cumplimiento de estos compromisos (Eichengreen [2002b] pp.21 y 22).

por las crisis en los principales países se extiende a los socios más pequeños, como el caso de Uruguay. Por lo tanto, no resulta extraño que la integración regional haya dejado de ser discutida.

La pregunta que surge es si este tipo de crisis financieras hubiera podido ser combatido de manera eficaz con mecanismos de coordinación laxa, como el SME. Si bien toda respuesta podría ser desvirtuada por su carácter especulativo, creemos que la propia naturaleza laxa del arreglo cooperativo hacía imposible su contención por el problema de credibilidad anteriormente mencionado.

## **F. Unión Monetaria en América del Sur: ¿por qué la región en su conjunto?**

Frente a los procesos de internacionalización de flujos de capital, de bienes y servicios, la pregunta clave es qué hacer para aprovechar los beneficios de la globalización sin tener que soportar los costos generados principalmente por las crisis financieras. Nuestra propuesta apunta hacia el establecimiento de una unión monetaria en América del Sur.

Antes que nada, recordemos que propuestas de este tipo no son novedosas. En 1978, James Tobin sostenía que el problema de la Arquitectura Financiera Internacional se encontraba en la excesiva movilidad internacional de capitales financieros privados. Esto había llevado a que los países perdieran el control sobre sus políticas macroeconómicas, independientemente de si el país estuviera comprometido con un régimen cambiario fijo o flexible. Frente a este problema, él sostenía que había dos caminos por seguir: (i) profundizar los procesos de integración económica a través de la creación de una moneda única, con políticas fiscales y monetarias comunes, o; (ii) “lanzar arena sobre las ruedas de los mercados monetarios” a través de un impuesto a las transacciones cambiarias (el después llamado impuesto Tobin) y, de este modo, lograr una segmentación financiera que permitiera a los países tener una mayor autonomía para decidir sobre su política económica. Él se inclinó por proponer el impuesto como una solución de segundo óptimo, porque consideraba que el mundo del siglo XX no estaba preparado para la mejor solución: las uniones monetarias (Tobin [1978]).

La evolución del mundo parecería estar favoreciendo el primer óptimo de Tobin. El surgimiento de la UME (proceso que él mismo consideraba difícil por aquel entonces) y su impulso una vez que se liberalizó el flujo de capitales de la región, son una muestra que las uniones monetarias pueden ser una opción viable para otras regiones del globo.

Ahora bien, ¿por qué la región sudamericana en su conjunto? La respuesta a esta pregunta sigue naturalmente a la argumentación anterior. En efecto, si hemos afirmado que la globalización económica ha generado un problema de tamaño económico y político a los países de la región, imponiendo graves riesgos sobre la continuidad de los procesos de integración regionales, creemos que una unión económica y monetaria de todo el subcontinente incrementará su autonomía y poder en la toma de decisiones. Así, en el campo económico, se lograría una menor dependencia frente al capital exterior (el desarrollo de los mercados financieros internos y una moneda más fuerte promoverían el ahorro interno) y, junto con ello, menores crisis financieras. Asimismo, se ganaría un mayor control sobre las políticas macroeconómicas, lo que permitiría hacer frente a los *shocks* de origen externo.

Sin embargo, aún no ha sido respondida la pregunta de por qué la unión monetaria debe estar compuesta por América del Sur en particular y no, por ejemplo, por: (i) todos los países del continente americano, (ii) todos los países latinoamericanos, (iii) todos los países latinoamericanos y el Caribe, (iv) todos los países de Centro y Sudamérica, (v) todos los países de Centroamérica y el Caribe, (vi) todos los países de Norteamérica y el Caribe; y, (vii) todos los países de Norteamérica y Centroamérica.

Las razones más importantes para desarrollar una unión monetaria compuesta únicamente por los países sudamericanos son políticas y económicas. En efecto, si todos los países del continente americano formaran una unión monetaria, el dólar se convertiría en la moneda de circulación legal y Estados Unidos terminaría de institucionalizar su posición política dominante en el continente. En este sentido, los países centro y sudamericanos por un lado, y los del Caribe, por el otro, se convertirían en regiones secundarias de Estados Unidos.<sup>13</sup>

Por lo tanto, la unión de todo América no sólo iría en contra de las razones políticas, económicas y financieras por las que creemos, como desarrollaremos más adelante, que los países sudamericanos deben formar una unión monetaria, sino que esta unión es imposible desde el punto de vista político. Por lo pronto, Brasil no estaría dispuesto a ver reducida su influencia política y económica en la región, lo cual sin duda ocurriría si se llegara a establecer una unión monetaria americana. Más aún, Canadá no vería con buenos ojos su anexión a los Estados Unidos.

Por otro lado, unir a todos los países de Latinoamérica y del Caribe o integrar monetariamente sólo a los países centro y sudamericanos sería mucho más difícil que la integración que proponemos. Las razones de esta aseveración también son políticas y económicas. Así, debemos mencionar que las principales tendencias de los países de América Central están dirigidas hacia la dolarización (Panamá, Guatemala, El Salvador y Nicaragua)<sup>14</sup> y hacia la integración económica con los Estados Unidos (México). Por su parte, en el Caribe, Cuba tiene una estructura política y económica completamente distinta que el resto de países caribeños y latinoamericanos, lo que dificultaría que en el mediano plazo este país participe en algún proyecto de coordinación fuerte. Adicionalmente, debemos considerar que Honduras, Costa Rica y Panamá (países de Centroamérica) y Puerto Rico, República Dominicana, Haití y Granada (países del Caribe) históricamente han recibido una mayor influencia estadounidense (de manera voluntaria o no) que América del Sur.

Finalmente, si bien la discusión concerniente a la formación de una unión monetaria entre América Central y el Caribe, entre todos los países de Norteamérica y el Caribe, o entre todos los países de Norte y Centroamérica se encuentra fuera de los alcances de este ensayo, las consecuencias históricas de la tendencia actual hacia la formación de uniones monetarias nos obligan a decir algo al respecto. En este sentido, la mencionada tendencia hacia la dolarización de

---

<sup>13</sup> A pesar de que Canadá es una de las mayores fuerzas del mundo, también se convertiría en un nuevo distrito de los Estados Unidos.

<sup>14</sup> Cabe notar que si bien Ecuador ha optado por una dolarización oficial, ésta podría ser mucho más fácil de revertir que la de los países centroamericanos. En efecto, si los países sudamericanos se deciden por establecer una unión monetaria entre ellos, se podría esperar que Ecuador se desdolarice para no perder el tren de la historia (a pesar de que actualmente Sudamérica no es el principal mercado para Ecuador).

América Central, junto con el hecho de que Estados Unidos históricamente ha visto al Caribe como una extensión de su territorio, se podría esperar que los procesos de integración en estas regiones terminen en una unión económica con los Estados Unidos (probablemente con la excepción de Cuba). Por lo tanto, una unión monetaria entre Norteamérica y Centroamérica o entre la primera y el Caribe llevaría a que estos países se convirtieran en una extensión oficial del territorio estadounidense.

### III. FUNDAMENTOS TEÓRICOS PARA LA UNIÓN MONETARIA SUDAMERICANA

#### A. ¿Necesitamos ex-ante un Área Monetaria Óptima? ¿Un enfoque estático o dinámico?

Toda discusión concerniente a las uniones monetarias suele concentrarse alrededor de la teoría de las áreas monetarias óptimas (AMO) fundada por Mundell en 1961. Con el correr de los años, se ha desarrollado una vasta literatura al respecto. Sin embargo, el enfoque ha permanecido fundamentalmente estático: sólo cuando los países o regiones hayan satisfecho una serie de criterios, los beneficios de la unión monetaria superarán a los costos. No obstante, debido al hecho de que los países que hoy forman la Unión Económica y Monetaria Europea no satisfacían los criterios dictados por la teoría, la pregunta que inmediatamente surge es si esta unión es económicamente viable.<sup>15</sup> Lo interesante al respecto es que incluso algunos economistas sostienen que Estados Unidos no es un área monetaria óptima (Ghosh y Wolf [1994]; De Grauwe [2000] p.84; Scandizzo [2002] p.12). Por lo tanto, surgen otras preguntas: ¿hay alguna falla en la teoría? ¿necesitamos mirarla con un enfoque dinámico?

Cuando analizamos las condiciones que se deben cumplir para que dos o más países puedan formar de manera exitosa una unión monetaria (Tavlas [1993] pp.666-667), se puede argumentar que política y económicamente es imposible completar estas condiciones antes de que los países en cuestión entren dentro del propio proceso para establecer una unión monetaria. Para ilustrar este problema enfoquémonos en cuatro condiciones que establece la teoría de las AMO.

##### *Un alto grado de movilidad de factores*

La movilidad de factores se constituye como un sustituto del tipo de cambio como variable de ajuste ante un shock externo. Sin embargo, los tipos de cambio flexibles desincentivan la movilidad de factores y, por lo tanto, podrían generar un ambiente en el que las diferencias en la productividad no sean explotadas. En contraste, los tipos de cambio fijos pueden estimular la movilidad de factores, especialmente cuando los salarios son rígidos a la baja. En conclusión, la movilidad de factores está influenciada por el régimen cambiario, por lo que es difícil promoverla si previamente no se ha iniciado el proceso hacia la unificación monetaria.

##### *Un alto nivel de integración en el mercado de bienes*

Los países que tiene una estructura productiva similar son proclives a shocks simétricos en los términos de intercambio, reduciendo la efectividad de la herramienta cambiaria para compensar el ajuste entre países.<sup>16</sup>

---

<sup>15</sup> La discusión de si los países de Europa Occidental formaban un área monetaria óptima nunca desempeñó un papel central en el proceso de integración (Wyplosz [2001b] p.2).

<sup>16</sup> En la teoría económica existe un amplio debate acerca de si una mayor integración llevaría a una mayor o menor asimetría en los ciclos económicos de los países. Lo que está detrás de ambas posiciones es una discusión de si la mayor integración va a llevar a que adquiera mayor importancia el comercio inter-industrial o el intra-industrial. Si se profundiza el primer tipo de comercio, una mayor integración motivaría una mayor especialización para aprovechar las economías de escala, lo cual incrementaría la posibilidad de que existan shocks de demanda asimétricos. Por su parte, si se incrementa el comercio intra-industrial, ello llevaría a una menor especialización para aprovechar la competencia imperfecta. (Frankel y Rose [1996] p.8). Al respecto, la evidencia estadística parece favorecer la visión de que a mayor integración menor es la asimetría en los ciclos. Por otro lado, cabe destacar que así se produjera especialización, no es claro que ésta tendría que producirse respetando las fronteras de los países, con lo cual la herramienta del tipo de cambio dejaría de ser útil de cualquier manera (De Grauwe [2000] pp.24-27).

Cuando los ciclos económicos no son similares (producto de shocks asimétricos), surgen algunos problemas con respecto a la forma como debería conducirse la política macroeconómica. Ello hace necesaria la existencia de un cierto grado de integración institucional (leyes, regulaciones), financiera (estructura y grado de desarrollo) y comercial (bienes, mercado común) antes de que los países puedan optar por una moneda única. Sin embargo, estas condiciones sólo pueden completarse cuando los países participantes se encuentran en el proceso de formación de una unión monetaria.

### *Integración fiscal*

Un mayor nivel de integración fiscal significa una mayor facilidad para suavizar los shocks diferenciados a través de transferencias de recursos. Sin embargo, los países van a mostrar una voluntad para desarrollar una política fiscal común o van a aceptar realizar transferencias fiscales sólo cuando realmente exista un cierto grado de integración o cuando el proceso hacia ésta ya se haya iniciado. Es decir, la armonización fiscal sólo puede ser estimulada en el caso de que realmente exista un proceso dirigido a la unión política. De nuevo, el ejemplo de la Unión Europea (UE) es ilustrativo: únicamente existen transferencias fiscales a través de la Política Agrícola Común y los Fondos Estructurales Europeos (instituciones de la UE más que de la UME). Asimismo, la UE creó un comisionado para la armonización fiscal recién después del establecimiento de la unión monetaria.

### *Intención política para integrarse*

Si no existe una voluntad clara, la región puede sufrir ataques especulativos en un contexto de libre movilidad de capitales. Asimismo, muchos de los shocks de demanda diferenciados que ocurren en una región tienen su origen en la aplicación de medidas de política económica no coordinadas entre países (De Grauwe [2000] pp. 28 y 29). Esta asimetría en los shocks es un argumento que se emplea para oponerse a la unión monetaria. Evidentemente, esta fuente de asimetrías tendería a diluirse con la integración económica y posteriormente política. Para finalizar, podría decirse que sin una voluntad de integración política que establezca los medios y mecanismos para la coordinación de las políticas macroeconómicas, las pretensiones reales para formar una unión monetaria podrían ser cuestionadas (Eichengreen [2001b] p.21).

De este análisis podemos inferir que no sólo los procesos de integración deben iniciarse antes de que se cumplan las condiciones impuestas por la teoría, sino que una unión monetaria produce los incentivos necesarios de manera endógena (Scandizzo [2002] p.31)<sup>17</sup> para que los países miembros ajusten estructuralmente sus economías, precisamente porque han perdido la

---

<sup>17</sup> Los efectos endógenos de una unión monetaria no deben ser vistos como una relación lineal de causa-efecto, sino que deben ser comprendidos como un proceso sistémico y dinámico. Esto quiere decir que, metodológicamente hablando, no se requiere el cumplimiento de una serie de condiciones para llegar, a través de un orden lógico, a un nivel de integración preestablecido. Por el contrario, el resultado obtenido es el producto de la mezcla de una serie de factores, los que no sólo influyen y transforman las condiciones necesarias, sino también influyen y transforman a los propios factores, al resto de condiciones y su orden. Esto significa que no sólo una unión monetaria gatilla los efectos endógenos necesarios para hacerla viable, sino que estos efectos a su vez influyen en el desarrollo de la unión monetaria y en la creación de nuevos efectos endógenos. Por este motivo no es factible decir qué paso viene primero ni cuáles deben seguirle.

autonomía de su política macroeconómica.<sup>18</sup> Para mostrar esto, basta examinar otras dos condiciones establecidas en la teoría de las AMO.

### *Flexibilidad de precios y salarios*

Gracias a ello, un ajuste entre regiones o dentro de las mismas es menos probable que produzca más inflación en una y más desempleo en la otra. Dado que los países miembros han perdido la autonomía de su política macroeconómica, el establecimiento de la unión monetaria puede llevar a un incremento de la flexibilidad en precios y salarios.

### *La apertura y tamaño de las economías*

Las economías abiertas (que son las más pequeñas) suelen preferir tipos de cambio fijos porque variaciones cambiarias están directamente asociadas con una pérdida real de competitividad, debido a los efectos de los movimientos del tipo de cambio en el nivel de precios (Bayoumi y Eichengreen [1997] p.20). Por otro lado, las economías abiertas son más vulnerables a los shocks reales de comercio, por lo que esto reduce los beneficios de participar en una unión monetaria. Los países pequeños y que dependen de una base no diversificada de productos primarios para la exportación necesitan mantener la herramienta cambiaria porque esto les permite estabilizar su economía frente a shocks periódicos de oferta (McKinnon [2001], p.4).<sup>19</sup> Sin embargo, el proceso de integración monetaria llevaría a una diversificación de la estructura productiva.<sup>20</sup>

Así, cuando volvemos a los primeros cuatro criterios de la teoría de las AMO mencionados al inicio de la sección, llegamos a la conclusión de que el proceso hacia el establecimiento de una unión monetaria podría desarrollar las condiciones que permitan el cumplimiento de estos criterios:

- La movilidad de factores va a ser estimulada por la existencia de una regulación y moneda común.
- La integración fiscal será impulsada porque de lo contrario la desintegración política y económica sería un riesgo latente (tener en cuenta los problemas mencionados sobre el grado de apertura y tamaño de las economías).
- Los ciclos económicos se volverán más similares debido al estímulo endógeno del proceso de integración. A pesar de que los shocks comerciales reales no pueden ser superados sólo con la participación de los países en una unión monetaria, las transferencias fiscales y la reestructuración económica, aliviarían las consecuencias

---

<sup>18</sup> Vale la pena recordar que también para Tobin ([1978] p.155), la creación de la moneda común generaría las instituciones, mercados y una política macroeconómica central que harían que este sistema fuera viable y sus consecuencias regionales tolerables.

<sup>19</sup> Vale la pena mencionar que un alto grado de diversificación productiva es otro criterio para establecer un área monetaria óptima (Tavlas, [1993] p.667).

<sup>20</sup> Ver nota 16.

negativas de corto plazo y aumentarían la posibilidad de que una economía pueda desarrollar una estructura productiva más diversificada.

En conclusión, la teoría de las AMO es una herramienta importante que nos ayuda a comprender las características de una economía cuando ésta decide participar en una unión monetaria con otros países. Sin embargo, si se le ve de una manera estática y con una causalidad unidireccional, puede convertirse en un arma lo suficientemente poderosa como para limitar las posibilidades de establecer uniones monetarias en el resto del globo.

## **B. Moneda propia o dolarización:<sup>21</sup> la coordinación fuerte dentro de la discusión del régimen cambiario óptimo**

Las crisis financieras de la última década del siglo XX estuvieron concentradas en países que tenían tipos de cambio fijos. Esta constatación, junto con el nuevo contexto de internacionalización de los flujos de capital, trajo a discusión el tema de la trinidad imposible: en un contexto de libre flujo de capitales, no se puede tener control de manera simultánea del tipo de cambio y de la política monetaria. Si a esto se suma el hecho de que se habría tomado la liberalización financiera como un evento irreversible,<sup>22</sup> se llega a la creencia de que sólo las opciones cambiarias extremas son factibles en el mundo del siglo XXI. Es decir, por un lado se tendría la propuesta de tipos de cambio flexibles y, por otro, la pérdida cambiaria producto de una junta de convertibilidad,<sup>23</sup> la dolarización o la unión monetaria. Evidentemente, la opción de un tipo de cambio flexible no sólo no es un régimen que favorezca la integración regional, sino que existen crecientes dudas de que las economías en vías de desarrollo realmente tengan o puedan tener un tipo de cambio totalmente flexible (Calvo y Reinhart [2000]; Berg y Borensztein, [2000], p.3).

Por lo tanto si se quiere fortalecer los procesos de integración regional, estaríamos frente a dos opciones: la dolarización y la unión monetaria.<sup>24</sup> A no ser que nos refiramos a una dolarización mediante la cual el país que adopta la moneda fuerte gana cierto control sobre la producción de dicha moneda,<sup>25</sup> sólo la unión monetaria representaría una opción de coordinación fuerte. En las líneas que siguen sostenemos que la unión monetaria es una opción superior a la dolarización.

---

<sup>21</sup> Cuando hablamos sobre dolarización en América del Sur estamos suponiendo que este continente adoptaría el dólar. No obstante, en la literatura se denomina dolarización a la adopción de cualquier otra moneda distinta a la nacional.

<sup>22</sup> Hay autores que apoyan la opción de restringir el libre flujo de capitales. Ver, por ejemplo, Wyplosz ([2001b] p.17).

<sup>23</sup> Aunque con los problemas producidos en Argentina se podría pensar que la junta de convertibilidad ya no forma parte de las opciones extremas.

<sup>24</sup> Debemos mencionar, sin embargo, que existe otra posición, que sostiene que la mejor forma de mantener los acuerdos de integración es que los países se concentren en el manejo macroeconómico interno y dejan flotar libremente su moneda (Eichengreen [2002b]). El problema con esta posición es que asume que los países en desarrollo tienen independencia en el manejo de su política macroeconómica.

<sup>25</sup> Es claro que en el mediano plazo Estados Unidos no está interesado en perder poder de decisión sobre la producción de su moneda.

El primer punto que debemos resaltar es que cuando se habla de una unión monetaria, la discusión directamente se centra en la teoría estática de las AMO. Sin embargo, ello no ocurre en la discusión concerniente a la dolarización. Los beneficios y costos son tratados de manera abstracta, como si la dolarización no implicara una unión monetaria (muy particular, por cierto) con Estados Unidos. Esto genera la impresión de que el empleo de las AMO es una forma de disuadir el análisis de la posibilidad de establecer una unión monetaria en América del Sur. Por lo tanto, si queremos comparar ambas alternativas, debemos emplear marcos teóricos de referencia similares. En ese sentido, es conveniente utilizar tanto el análisis costo-beneficio propio de la discusión de la dolarización y la teoría de las áreas monetarias óptimas empleada para el análisis de la unión monetaria.

Resulta evidente que cuando empleamos los criterios de la teoría de las áreas monetarias óptimas a una potencial unión monetaria entre Estados Unidos y cualquier otro país de América del Sur, rápidamente llegamos a la conclusión de que esta unión no tiene sentido: no existe movilidad de factores, integración fiscal ni una considerable integración comercial. Siguiendo el razonamiento expuesto en la sección anterior, se podría argumentar que desde una perspectiva dinámica la dolarización podría llevar a un área monetaria óptima. En efecto, si creemos que el mundo va a estar formado por dos o tres grandes bloques monetarios, el bloque del dólar evidentemente terminaría convirtiéndose en una unión monetaria, sea ésta óptima o no en los términos que dicta la teoría (en cuyo caso poco importaría). No obstante, la pregunta es si la posición de los países de América del Sur sería mejor si establecieran una unión monetaria regional. En este sentido, parece claro que la dolarización es una herramienta perfecta de los Estados Unidos para implementar y mantener su posición hegemónica en el continente sudamericano (Acosta [2002a] p.4).<sup>26</sup>

Por otro lado, bajo un análisis costo-beneficio, tendríamos que concluir que los únicos beneficios reales de la dolarización son: (i) los costos de transacción desaparecen y se obtiene estabilidad cambiaria, (ii) la inflación tiende a ser menor en los países oficialmente dolarizados que en el resto (Edwards [2001]) y (iii) se elimina el problema de la dolarización de pasivos (porque los activos también se dolarizan). Habría que preguntarse si estos beneficios no podrían alcanzarse mediante una unión monetaria. En el primer aspecto, es claro que una unión monetaria también reduciría los costos de transacción en la medida que se emplea la misma moneda para el comercio intrarregional. Con respecto al segundo aspecto, la principal objeción que se podría encontrar es la falta de una institución modelo que sea capaz de producir una política monetaria responsable y comprometida con una inflación reducida. No obstante, en este aspecto la década del 90 ha visto una considerable mejora en el comportamiento de los bancos centrales de la región. Finalmente, en cuanto al tercer beneficio, la creación de una moneda común, al fortalecer los mercados financieros locales,<sup>27</sup> puede contribuir con la desdolarización.

En cuanto a los costos, el principal es la pérdida de la política monetaria. Ello implica al final estar sujetos a la política monetaria de los Estados Unidos y a los intereses de la misma, los que

---

<sup>26</sup> No sólo es una herramienta perfecta para ejercer su influencia en América del Sur. La dolarización también debe ser vista dentro de la lucha entre Estados Unidos y Europa para lograr un poder hegemónico en esta parte del mundo (Helleiner [2002] pp.12-13; Bergsten [1997] p.43; Acosta [2002b] p.1; Schuldt [2000] pp.5-9).

<sup>27</sup> Ver nota 35.

no necesariamente coinciden con los de las economías sudamericanas.<sup>28</sup> Asimismo, la dolarización produciría una pérdida de señoreaje importante. Al respecto, si bien Bogetic ([2000] pp.13-15) hace referencia al caso teórico de la partición del señoreaje si es que un país decide usar el dólar como moneda oficial, el poder de negociación de Estados Unidos es tan grande que al final el otro país no obtendría el señoreaje que le debería corresponder. Asimismo, no es tan claro que la dolarización lleve, como sus propulsores lo sostienen, a una disminución de la prima de riesgo y, con ello, de la tasa de interés (Acosta [2002a] p.10),<sup>29</sup> ni a la adquisición de economías de escala por parte de las compañías nacionales.<sup>30</sup>

Por otro lado, a pesar de que se ha perdido la herramienta cambiaria, ello no implica una reestructuración de la economía en vías de desarrollo debido a que: (i) los efectos desestabilizadores de una crisis productiva no serían importantes dentro de los Estados Unidos (observar por ejemplo el porcentaje del comercio de este país con las economías dolarizadas) y (ii) un incremento del comercio no necesariamente produciría un mayor bienestar para la población.<sup>31</sup> Más aún, la adopción del dólar como moneda oficial colocaría a este país en desventaja frente a sus socios comerciales, pues sólo podría competir con ellos en términos de productividad, mientras que ellos aún mantendrían su herramienta cambiaria. El problema es que las mejoras en la productividad dependen de reformas estructurales, por lo que el costo en el corto plazo sería inevitable.

Entonces, si la dolarización oficial o, expresada en términos apropiados, la unión monetaria de facto con los Estados Unidos, no lleva a que una economía emergente establezca una senda de crecimiento sostenido en este mundo globalizado, necesitamos ver las posibilidades que ofrece una unión monetaria entre los países en vías de desarrollo y, en particular, en América del Sur.

### **C. Análisis de los costos y beneficios de una moneda común en América del Sur: la Unión Monetaria Sudamericana**

Somos conscientes de que una unión monetaria entre los países sudamericanos no será un área monetaria óptima en el corto plazo. Por lo tanto, así como hicimos con el análisis de la dolarización, veamos los costos y beneficios de una unión monetaria sudamericana.

---

<sup>28</sup> Sin embargo, debemos decir que la globalización ha mostrado que, especialmente para los países emergentes, es difícil mantener completa independencia en las políticas monetarias y cambiarias.

<sup>29</sup> En la medida que el país que se dolariza no puede producir la moneda que emplea; para obtenerla debe generar superávit en la balanza comercial o endeudarse. Esto lleva a que en períodos difíciles se genere una presión en la balanza de pagos por la huida del capital hacia lugares seguros. Ello hace que exista un riesgo inherente en esta economía, por lo que el riesgo país no tendría por qué reducirse, al menos de manera significativa [McKinnon [2001] p.12).

<sup>30</sup> Es probable que en los países en vías de desarrollo se agudice la tendencia de importar productos con alto valor agregado y exportar productos de bajo valor agregado, pues en éstos se encuentran sus ventajas competitivas estáticas. La dolarización no implica de por sí un mercado común con los Estados Unidos. En primer lugar se encuentra la lejanía geográfica. Luego está el debate concerniente al Área de Libre de Comercio de las Américas (ALCA) y la posición dominante de Estados Unidos y sus compañías en el interior de América del Sur.

<sup>31</sup> La dolarización no necesariamente implica un incremento del comercio con los Estados Unidos porque el comercio entre el país que se va a dolarizar y éste ya se realiza en dólares.

Al igual que con la dolarización, el principal costo de participar en una unión monetaria es la pérdida de la política monetaria y cambiaria. No obstante, en el caso de la unión, es mucho más factible que se cree un sistema de redistribución fiscal en una unión monetaria que imaginar que Estados Unidos vaya a transferir recursos para que la región pueda amortiguar los efectos de un shock económico.<sup>32</sup> Asimismo, cuando se sostiene que una dolarización promoverá la integración financiera, ello implicaría al final que bancos privados como el Citibank actúen como prestamistas del gobierno en los casos en los que la economía requiera incrementar la masa monetaria. Evidentemente, esta situación sería más desventajosa que un banco central para toda la unión, pues en este caso el país particular tendría cierto poder de decisión en la política monetaria.

Por otro lado, y de acuerdo con la teoría económica, un costo sería la pérdida de señoreaje. Al respecto, habría que tener tres puntos en consideración. Primero, el señoreaje nacional va a formar parte del señoreaje continental (los países participantes van a compartir el señoreaje, lo cual es poco probable que ocurra con la dolarización). Segundo, debido a la implementación de una moneda común, se podría esperar que el dólar pierda importancia en los países que conforman dicha unión (desdolarización de las economías), lo cual podría incrementar el señoreaje percibido por cada país miembro de la unión. Finalmente, si la moneda sudamericana empieza a utilizarse como una moneda de reserva, el continente sudamericano podría “capturar” cierto señoreaje internacional.<sup>33</sup>

Gracias a la creciente confianza de los mercados financieros internacionales,<sup>34</sup> a la transformación de mercados de capitales nacionales en continentales,<sup>35</sup> a una política económica común

---

<sup>32</sup> Esto es completamente distinto a los préstamos que actualmente se hacen vía los organismos multilaterales, pues no se trataría de un préstamo sujeto a tasas de interés que intrínsecamente poseen primas de riesgo, sino de una transferencia y, por tanto, no sujeta a devolución.

<sup>33</sup> Somos conscientes de que este último punto podría tardar varias décadas pues, por un factor de inercia, la moneda que domina el circuito de transacciones internacionales, a pesar de ya no ser desde un punto de vista económico la más indicada para ello, aún puede seguir siendo empleada (Hartmann [1999] pp.76-131).

<sup>34</sup> Los bancos centrales serán independientes y, tal como en el caso de la UME, la emisión de la moneda continental va a estar en manos de un banco central común (con una política monetaria común), políticamente independiente. Debe resultar obvio que los países que formen la unión sudamericana deben tener políticas estructurales y bien definidas. Estos factores deberían incrementar la confianza de los mercados financieros y reducir la prima de riesgo.

<sup>35</sup> No sólo los mercados de capitales nacionales van a crecer hacia unos continentales, sino también creemos que la unión monetaria podría dar un impulso endógeno para el desarrollo de un mercado financiero continental. Ello debido a que:

- a. Los mercados se encontrarían más que nunca interconectados.
- b. Cuando los países sudamericanos se enfrentan a shocks, normalmente esto lleva a una reducción del valor de sus bonos y al incremento de las tasas de interés producto de una salida de capitales. En el caso de un mercado común de bonos, esta salida no tiene por qué darse porque dicho mercado se encuentra al interior de la región (Mckinnon, [2001] p.9).
- c. El hecho de eliminar el riesgo cambiario también impulsa a una mayor integración de los mercados financieros (Mckinnon, [2001] pp.13 y 14). Un incremento del tamaño y la eficiencia de los mercados financieros es un factor esencial para tener la posibilidad de denominar la deuda externa en la moneda sudamericana (FMI [2002] pp.9-11).
- d. Gracias a menores primas de riesgo, un mercado de bonos corporativos podría surgir. Este mercado, más que nacional, sería regional.

estructurada y bien definida,<sup>36</sup> a los ajustes necesarios desde el punto de vista estructural de las economías, a los beneficios potenciales de las economías de escala y a la mayor competencia entre las compañías de América del Sur, una unión monetaria en esta parte del mundo podría llevar a una reducción de las tasas de interés, de la prima de riesgo y la inflación podría mostrar una tendencia estructural hacia la baja. Además de éstos, se podría dar una serie de efectos positivos secundarios. Mencionemos, a manera de ejemplo, los siguientes:

- (i) La deuda externa podría estar denominada en la moneda nacional, con lo cual la devaluación como potencial desestabilizador de la deuda quedaría eliminada.<sup>37</sup>
- (ii) El comercio entre los países sudamericanos y otras economías podría estar denominado en la moneda común.
- (iii) El comercio intrarregional incrementaría y los efectos de los shocks serían compartidos.<sup>38</sup>
- (iv) Sería más difícil que se produzca un ataque especulativo en América del Sur debido al efecto tamaño.
- (v) Los costos de transacción desaparecerían.
- (vi) La mayor transparencia de los precios podría llevar a una mayor competencia.

Finalmente, en el caso de que se empiecen a tomar los pasos para que la unión monetaria sudamericana evolucione hacia una unión política, esta región adquiriría poder de decisión internacional en los ámbitos político, económico y monetario, lo que no ocurre en la actualidad. Las negociaciones concernientes al ALCA constituyen evidencia suficiente para responder la pregunta de quién realmente va a adquirir la mayor parte de los beneficios.<sup>39</sup> El contraste con el caso de la dolarización es evidente. Mientras que con la unión monetaria se busca incrementar la importancia de la región en el sistema económico mundial y, por lo tanto, aumentar su poder de decisión en cuestiones de su propio destino, la dolarización implica cortar esta capacidad de decisión por la búsqueda de una estabilidad rápida, lo cual tampoco es seguro, como lo viene mostrando el ejemplo ecuatoriano.

---

<sup>36</sup> Una unión monetaria disminuye la posibilidad de un impacto de un shock político en la política monetaria (Lafrance y St.-Amant [1999] pp.5-6).

<sup>37</sup> Recordar que si una deuda está denominada en una moneda extranjera, una variación imprevista en el tipo de cambio puede volver insostenible el pago de una deuda hasta el momento sostenible (Eichengreen [2002a] p.13).

<sup>38</sup> Dos precisiones:

- a. *"Under a common currency, a country suffering an adverse shock can better share the loss with a trading partner because both countries hold claims on each other's output. Whereas, under a flexible exchange rate without such portfolio diversification, a country facing an adverse shock and devaluing finds that its domestic-currency assets buy less on world markets"* (McKinnon [2001] p.5).
- b. *"However, the viability of a deeper commercial integration seems to require the stabilization of the bilateral exchange rates, not just to enhance the intra-regional trade but also because sharp switches in the exchange rates can decrease the political support for the custom union"* (Correa, [2001] p.2).

<sup>39</sup> Las discusiones actuales sobre el ALCA se centran en establecer si los diferentes países sudamericanos deberían negociar las condiciones de ingreso de manera individual o como un bloque. Evidentemente, la unión de países sudamericanos incrementaría su poder de negociación, lo cual les permitiría obtener mayores beneficios de estas negociaciones. Asimismo, cualquier acuerdo político que en esta materia pudieran lograr estos países se convertiría en un avance importantísimo dentro del proceso de integración regional que aquí proponemos.

#### **IV. PASOS HACIA LA UNIÓN MONETARIA SUDAMERICANA**

La situación específica de América del Sur como una región conformada por economías emergentes, la divergencia existente en los objetivos de los procesos hacia la integración americana en general (ALCA, MERCOSUR, Comunidad Andina de Naciones - CAN, la Asociación Latinoamericana de Integración - ALADI) y el hecho de que dichas economías crecientemente dependan de los mercados financieros internacionales, hacen que sea difícil establecer un marco de trabajo preciso que dirija el proceso hacia la unión monetaria. Por ello, lo que se presenta a continuación debe ser visto como un marco general para ser tomado en consideración cuando se habla del desarrollo de una moneda común en la región sudamericana<sup>40</sup>. En otras palabras, los pasos expuestos líneas abajo deben ser vistos dentro del marco y como parte del proceso mismo hacia la unión monetaria.

##### **A. Los líderes y las personas: integración política y cultural**

Como vimos en el segundo capítulo, el establecimiento de una unión monetaria no sólo involucra aspectos técnicos y económicos, sino también elementos políticos. Incluso podríamos decir que ahí donde no existe la voluntad política para integrarse, no importa qué tipo de proceso de coordinación macroeconómica y cooperación monetaria se lleve adelante, éste fracasará. Por razones que ahora resultan obvias, establecer una unión monetaria en estas condiciones sería un error.<sup>41</sup>

Los problemas políticos entre los distintos países sudamericanos muchas veces están ligados a los intereses de países específicos dentro de la región. Si bien los actuales procesos de integración han hecho que los líderes de las diferentes naciones comprendan que al final los países de la región tienen los mismos intereses,<sup>42</sup> todavía los conflictos políticos entre ellos están presentes.

Todo lo dicho nos lleva a pensar que hasta el momento no existe la posibilidad de establecer una visión política conjunta que vaya más allá de los períodos de gobierno de los líderes de turno. No obstante, esto no debe ser un impedimento para trazar una meta de tal magnitud, sobre todo si consideramos que el no hacer nada tiene sus propios riesgos. En efecto, dada la globalización, fácilmente podría esperarse que los conflictos políticos futuros estén determinados por el hecho que los países sudamericanos son “tomadores” y no “diseñadores” de la situación política,

---

<sup>40</sup> La creación del “blue book” sudamericano es una tarea fundamental para los líderes políticos de la región si deciden entrar a un proceso de unificación. Un plan francés, “A change for hope”, escrito por Jean Monnet y llevado a cabo por Robert Schuman en 1950, que dio las bases fundacionales al proceso de unificación europea luego fue conocido como el “blue book”. Este plan buscaba específicamente poner fin a la rivalidad histórica entre Francia y Alemania Occidental a través de la creación de condiciones políticas y económicas que volvieran imposible una futura guerra entre estos países. A través del establecimiento de un mercado común, nació la Federación Europea, lo que de acuerdo con Monnet y Schuman era indispensable para una paz duradera (Swann [1995] pp.6-8).

<sup>41</sup> No sólo tenemos que mencionar causas económicas, sino también políticas si queremos responder la pregunta de por qué la primera propuesta (Plan Werner, 1970) para establecer una unión monetaria en Europa se detuvo intempestivamente (Swann [1995] p.218).

<sup>42</sup> El principal interés es mejorar el bienestar de la población, a través de la: (i) disminución de la vulnerabilidad externa generada por shocks en los términos de intercambio, financieros y monetarios; (ii) diversificación de la estructura productiva con un mayor valor agregado, y (iii) desarrollo de los mercados financieros regionales.

económica y financiera en el interior de los mismos.<sup>43</sup> Por lo tanto, en vez de ser “usados” por la globalización, necesitamos transformarla en un brazo que nos ayude a establecer una independencia política regional relativa, a través de la puesta en marcha del proceso hacia la unión monetaria. Esto significa que debemos “negociar” nuestras diferencias y crear la secuencia necesaria para una integración política, cuyo paso inicial es sin duda una política económica y programa económico comunes en América del Sur. Para ello, resulta indispensable llevar a cabo los siguientes pasos:

- (i) La creación de un Parlamento Sudamericano.
- (ii) La creación de órganos sudamericanos comunes para tratar temas políticos, económicos, financieros y militares.
- (iii) Iniciar el proceso hacia el desarrollo de la Comisión Sudamericana (marco de referencia: la Comisión Europea).
- (iv) Desarrollar un Fondo Sudamericano para la ayuda mutua en tiempos de turbulencia financiera.<sup>44</sup>
- (v) Profundizar el significado y la visibilidad política de las reuniones anuales de los presidentes de los países de la región.

Sin embargo, no sólo debe existir una voluntad política para llevar a cabo la integración, sino que este proceso también debe comenzar desde la base. Esto significa que se deben tomar algunas medidas para integrar culturalmente a las personas dentro de la región.

Al respecto, cuando analizamos a América del Sur, podríamos pensar que gracias a la posesión de un idioma común (con excepción de Brasil) las diferencias culturales serían menores que las que se presentan en Europa Occidental. Si bien esto es correcto, ello no implica que las personas y los países sudamericanos sientan que pertenecen a una misma tradición o que incluso formen parte de un mismo continente. Esta es una barrera fundamental para el desarrollo de una unión monetaria en la región, porque mientras las diferencias culturales han creado la escena para las guerras en el viejo continente, el nacionalismo ha hecho y sigue haciendo lo mismo en América del Sur. Ello nos lleva al segundo set de pasos que se necesitan realizar:

- (i) La creación de instituciones culturales conjuntas entre los diferentes países de la región.
- (ii) La puesta en funcionamiento de una institución sudamericana que tenga como objetivo reconstruir y difundir la historia de América del Sur como continente.
- (iii) Desarrollar un sistema de cooperación educacional entre los países en el sentido más amplio del término y en todos los niveles.

---

<sup>43</sup> Un claro ejemplo al respecto lo constituye el confuso intercambio de palabras producido este año entre el presidente de Uruguay y la población Argentina, hecho estrechamente vinculado con los efectos de la crisis financiera en este último país y el contagio del primero.

<sup>44</sup> Si bien dado el tamaño de los mercados financieros internacionales esta institución no tendría mayor significancia económica, de seguro sí tendría importancia política. Debemos decir que en la actualidad existe algo similar al Fondo Sudamericano (FSA): el Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR). Las diferencias entre éste y el FSA que proponemos son: i) el FSA se circunscribe a los países sudamericanos; ii) el FSA debe transformarse en el Banco Central Sudamericano; y, iii) los países participantes se comprometen firmemente a cumplir los objetivos de esta institución. Con respecto a esto último, vale decir que a pesar de que el FLAR tiene objetivos importantes, aún no ha establecido un mecanismo para lograr sus metas.

- (iv) La creación de un pasaporte común, respetando algunas características nacionales.<sup>45</sup>

## **B. Integración económica**

Debido al hecho de que no podemos separar la integración monetaria de la económica, el proceso hacia una unión monetaria no sólo debe incluir aspectos políticos y culturales sino, por encima de ellos, pasos específicos para lograr una integración económica.

A pesar que las discusiones concernientes a la integración económica en América del Sur no son nuevas, la novedad de nuestra propuesta se basa en dos puntos. En primer lugar, incluye aspectos políticos y culturales y, por otro lado, trata sobre la región en su conjunto y no sobre procesos de integración dentro de la región. Por lo tanto, en el contexto de una integración económica sudamericana, nos referimos al establecimiento de un mercado común regional.

Dado que ya se han tomado diversos pasos para integrar a la CAN, al MERCOSUR y a la ALADI dentro de cada uno y entre ellos, los procesos obtenidos deben de transformarse para profundizar los procesos subregionales y sobrepasar las fronteras generadas por dichos acuerdos, con la mira de formar un mercado común sudamericano. En este sentido, la ALADI puede proveer el marco de referencia inicial, así como los factores estimulantes. En esta dirección, se necesitan llevar a cabo los siguientes pasos:

- (i) Establecer un mercado común en la CAN y en el MERCOSUR. Ello debe estar en línea con la formación de un mercado común en la totalidad de la región.
- (ii) La ALADI debe transformarse a sí misma para constituirse en la iniciadora de este mercado común regional, facilitando las negociaciones entre la CAN y el MERCOSUR.
- (iii) La ALADI debe proveer el marco de referencia, para lo cual necesita adquirir el poder administrativo necesario para establecer los aspectos regulatorios de la unión sudamericana.<sup>46</sup>

Este proceso de integración económica tiene que ver predominantemente con el comercio. Sin embargo, construyendo a partir de la experiencia europea durante su última crisis cambiaria, y haciendo referencia a sus criterios de convergencia económica, resulta fundamental que se establezcan los criterios de convergencia para el caso de la unión monetaria sudamericana. Esta tarea es un trabajo esencial de los líderes políticos de la región, especialmente de las instituciones que se establezcan dentro del proceso hacia una unión monetaria. Dado que no sólo el establecimiento de los criterios sino que la formación de las instituciones pertinentes para su desarrollo son en sí procesos largos, podría resultar prematuro establecer aquí los criterios de convergencia para América del Sur. No obstante, para terminar de darle forma a esta propuesta

---

<sup>45</sup> Esta medida, junto con la apertura de fronteras para el tránsito y migración, contribuiría con la libre movilidad del trabajo requerida según los criterios microeconómicos de la teoría de las AMO.

<sup>46</sup> Al respecto, se deben mencionar dos factores que dificultarían este proceso. El primero es que México y Cuba también forman parte de la ALADI. En segundo lugar, se podría cuestionar el potencial poder político de la ALADI a la luz de las intenciones de Estados Unidos para formar el ALCA. No obstante, los actuales cambios en el escenario político (Bolivia, Ecuador, Brasil y posiblemente Argentina) podrían proveer a esta institución con la dinámica política suficiente para que se desarrolle en línea con nuestra propuesta.

nos hemos visto obligados a presentar aquellos que consideramos esenciales. Antes de pasar a mencionarlos resulta conveniente resaltar que existen dos grandes grupos: los criterios microeconómicos y los macroeconómicos (De Grauwe [2000] p.131). El objetivo de los primeros es contribuir a que se cumplan los requisitos impuestos por la teoría de las áreas monetarias óptimas. Estos criterios no van a formar parte del “examen” que un país debe pasar antes de entrar a formar parte de la unión; sin embargo, deben ser vistos como objetivos a desarrollarse dentro de los nuevos organismos políticos y económicos creados.

Dentro de estos criterios, resaltan dos que están relacionados con las áreas legal, institucional e impositiva:

- (i) Movilidad de factores. Esto es de fundamental importancia debido a que ya no existe política monetaria, cambiaria ni fiscal (en el corto plazo) para disminuir el efecto negativo de los shocks.
- (ii) Flexibilidad del mercado laboral. La razón es similar a la expuesta en el caso anterior.

Por otro lado, y con respecto a los criterios macroeconómicos, debemos tener en consideración los siguientes (De Grauwe [2000] pp.131-135; Lavagna y Giambiagi [2000] p.254):

- (i) La tasa de inflación baja y homogénea. Existen dos razones para ello. En primer lugar, países con inflación baja pierden bienestar cuando se “conectan” con países con inflación más alta (para los países con inflación alta su bienestar permanece igual o tienen una ganancia). La otra razón es que la convergencia en los niveles de inflación asegura la credibilidad de un acuerdo de fijación cambiaria porque no es necesaria la devaluación para ganar competitividad.
- (ii) Déficit fiscal como porcentaje del PIB.<sup>47</sup> Esto reduce los incentivos para que un gobierno genere inflación para reducir sus deudas. Asimismo, asegura que las tasas de interés no dependan de las acciones irresponsables de los gobernantes (reduciendo el efecto desplazamiento del sector privado).
- (iii) Total de la deuda (interna y externa, dado que hay países que tienen altos montos con respecto al primer tipo, mientras que hay otros cuyo problema se encuentra en el segundo) como porcentaje del PIB, de la recaudación tributaria y de las exportaciones totales. Las razones son similares a las expuestas en el caso anterior.
- (iv) Déficit en cuenta corriente como porcentaje del PIB. Dado que el déficit en cuenta corriente refleja la evolución del endeudamiento de un país con respecto al resto del mundo, el objetivo de este criterio es reducir la acumulación de deuda externa.
- (v) Desempleo como porcentaje de la población económicamente activa y pobreza como porcentaje de la población total. La finalidad de estos indicadores es reducir la posibilidad de que los posibles efectos negativos de corto plazo afecten la credibilidad del proyecto.
- (vi) Criterios que muestren la fortaleza financiera de corto plazo de las economías y que han probado ser críticos para explicar las crisis financieras de la última década. Estos criterios son la relación entre las reservas y la oferta monetaria (lo que refleja cuánta

---

<sup>47</sup> En la actualidad existe toda una discusión teórica sobre la conveniencia de definir el déficit fiscal no en función del PIB nominal sino del PIB ajustado por el ciclo económico (The Economist [2002]).

oferta monetaria puede ser adquirida por el banco central con sus divisas, con el objetivo de defender un tipo de cambio preestablecido), la relación entre la deuda de corto plazo y la deuda total y entre la primera y la cantidad de reservas (ambos indicadores reflejan el grado de endeudamiento de corto plazo de un país).

### **C. Integración monetaria**

Las fases que se delinean a continuación presentan un itinerario sólo referencial para iniciar el proceso hacia la creación de una moneda común para América del Sur. Sin embargo, y en concordancia con lo que hemos sostenido a lo largo de este ensayo, las fases monetarias no pueden tratarse como pasos aislados en el proceso hacia una unión monetaria. Por ello, debemos recalcar previamente algunos aspectos.

#### *Criterios de Convergencia y el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC)*

Las tres fases que mencionaremos posteriormente muestran una creciente interdependencia entre los países que han decidido formar parte de este proyecto conjunto. Esto implica que durante el proceso se necesita algún tipo de mecanismo regulador para proteger al proyecto de políticas económicas irresponsables de parte de los países miembros. Este mecanismo podría ser similar al Pacto Europeo de Estabilidad y Crecimiento.<sup>48</sup>

Debido a nuestra situación económica y política específica desde una perspectiva histórica, es importante que el set completo de los criterios de convergencia<sup>49</sup> se transforme en el PEC, en vez de que sólo una parte de ellos lo haga, como sucedió en el caso europeo. Así, mientras que los países participantes del proyecto necesitan cumplir con los criterios en la fase dos, la transformación de los mismos en el PEC debe realizarse a inicios de la fase tres.

Otra diferencia entre Europa y América del Sur en lo concerniente a los criterios de convergencia es que dos de los mismos deben estar activados antes de que los países pasen a la fase dos. En este sentido, se deben desarrollar los primeros planes para reducir el desempleo y la pobreza y así generar credibilidad interna frente al proyecto de integración (criterio cinco). En segundo lugar, y con el objetivo de evitar que “el barco se hunda antes de salir del puerto”, es extremadamente importante que los países que quieran formar parte de la unión muestren fortaleza financiera en el corto plazo (criterio seis). Esto lleva a reducir los problemas de credibilidad que mencionamos en el primer capítulo, que eran nuestro principal argumento en contra de fomentar acuerdos de coordinación laxa. En contraste, en Europa, el set completo de los criterios de convergencia se activó después de la fase dos.

---

<sup>48</sup> La idea detrás de este pacto es que forzaría a los países participantes del UME a desarrollar políticas fiscales responsables. El principal temor era que una vez que los países hubieran pasado el “examen de los criterios de convergencia”, se vieran tentados a realizar acciones irresponsables que perjudicaran a aquellos países que mantuvieron políticas fiscales responsables.

<sup>49</sup> En lo que sigue asumiremos que los criterios de convergencia macroeconómicos mencionados anteriormente son el producto de la discusión de los órganos creados para tal fin.

La última diferencia entre los criterios y el pacto de estabilidad europeo con sus homólogos sudamericanos radica en que en este último, el criterio seis debe cambiarse por otro cuando forme parte del PEC. Dado que las reservas y la oferta monetaria van a ser manejadas por un banco central común, este criterio ya no cabría en el pacto. Por lo tanto, debería evolucionar hacia otro que se relacione con el desarrollo de la infraestructura financiera de cada país.

### *Banco Central Sudamericano*

Tal como lo delineamos anteriormente, debido a la turbulencia financiera, sería importante establecer el Fondo Sudamericano. Inicialmente, esta institución tendría mayor significancia política que económica.<sup>50</sup> No obstante, los procesos de integración hacen que la importancia económica y monetaria de este organismo sea creciente. En este sentido, este fondo se transformaría de un pre-banco central sudamericano en el Banco Central Sudamericano de manera oficial.

Cabe precisar que el pre-banco central sudamericano debería establecerse en la fase dos y sus finalidades serían: (i) monitorear el progreso de los países en el cumplimiento de los criterios de convergencia y (ii) desarrollar el marco legal e institucional del futuro banco central común, el cual debería quedar establecido al comienzo de la tercera fase.

### *De la flotación a la fijación y de la fijación a la unión monetaria*<sup>51</sup>

- Etapa 1: Conectando las monedas de los países a una canasta euro-dólar -

En este paso estamos hablando, de manera explícita, de conexión y no de tipos de cambios fijos o flotación administrada con respecto a la canasta. Esto significa que no estamos proponiendo un régimen de tipo de cambio fijo con respecto a una canasta, sino que consideramos útil emplearla como un punto de referencia. De esta forma los países, de manera individual, tienen la posibilidad de seguir una política monetaria independiente –en la medida de lo posible– a la vez que la canasta contribuye al conocimiento progresivo de los tipos de cambio de equilibrio de largo plazo de dichas monedas. Esta medida sería un paso de cooperación previo a la coordinación macroeconómica.

La inclusión del euro en la canasta se debe a que, en primer lugar, se puede apreciar que la influencia europea en la región se ha incrementado de manera importante, con lo cual su moneda viene formando parte importante de las transacciones económicas en América del Sur. En segundo lugar, el euro se está convirtiendo en una moneda de reserva. Por último, la conexión de las monedas locales a esta canasta reduce los efectos conjuntos de las fluctuaciones del euro y el dólar.

---

<sup>50</sup> La propia significancia política del FSA puede generar problemas para su creación. Basta referirnos al veto de Estados Unidos para la creación del Fondo Monetario Asiático (Saucier [2002] p.5).

<sup>51</sup> Lo que sigue se fundamenta en un desarrollo previo. Ver Loveday y Lust ([2001b] pp. 28 y 30).

## - Etapa 2: Mecanismo Sudamericano de Tipos de Cambio (MSTC) -

Este paso es, de alguna manera, una réplica del adoptado por los países pertenecientes a la Comunidad Europea (CE) en 1979: el SME.<sup>52</sup> Sin embargo, a pesar de que las monedas de estos países estaban atadas al marco alemán (la moneda ancla del sistema), en el caso de nuestra región no tenemos esta posibilidad porque no existen las condiciones políticas y económicas para determinar específicamente una moneda de algún país sudamericano como ancla. Por ello, resulta necesario crear una moneda artificial. Así, de la misma forma como Europa creó la Unidad Europea de Monedas (una canasta compuesta por todas las monedas de las participantes en el mecanismo europeo de tipos de cambio) como unidad de medida, nosotros proponemos la creación de la Moneda Común Sudamericana (MCSA), moneda que estaría conectada a la canasta euro-dólar. De esta forma, la MCSA sería una canasta compuesta por las monedas de los países que participan en el MSTC, en cuyo caso, el tipo de cambio de la MCSA con respecto a la canasta euro-dólar y hacia ambas monedas de manera individual, estaría determinado por las fuerzas del mercado.

Debido a que estamos hablando de una moneda artificial sin haber creado un banco central común que determine la política monetaria de los países que forman parte del MSTC, sería un error establecer un tipo de cambio fijo entre la MCSA y la canasta euro-dólar. Como habíamos señalado, las monedas de los países pertenecientes al MSTC están pegadas ("*pegged*") a la MCSA. No obstante, con relación a este "*pegging*" proponemos una combinación de prácticas usadas por las monedas europeas en el SME hasta -e incluso después de- el acuerdo Basle-Nyborg (1987).

Esto significa que se pueden llevar a cabo devaluaciones o revaluaciones previamente coordinadas por los ministros de finanzas de los países del MSTC, aunque es evidente que éstas deberían tender a disminuir. De otro lado, se necesita cierto tipo de intervención común de los bancos centrales de los países del MSTC cuando alguna de las monedas participantes muestre alta volatilidad, pues ésta se transmitiría a la MCSA y podría tener efectos negativos en las monedas que lo componen. Asimismo, en vez de bandas de intervención pequeñas, proponemos bandas relativamente amplias para disminuir la posibilidad de un ataque especulativo exitoso y, a la vez, darle a los países miembros algún tipo de independencia en su política monetaria.

Finalmente, para esta etapa se necesita tener en consideración los siguientes aspectos:

- (i) A pesar de que es posible que la MCSA pudiera sufrir grandes fluctuaciones con relación al euro y al dólar, debe quedar claro que esta volatilidad sería menor que en el caso de que no existiera la MCSA.
- (ii) Las variables que deberían ser empleadas para determinar el peso de cada moneda en la MCSA deberían, por lo menos, ser: la participación de cada país en el comercio

---

<sup>52</sup> Desde un punto de vista teórico, concordamos con Eichengreen ([1998] p.23) cuando se refiere a la imposibilidad de crear un acuerdo á la SME para el MERCOSUR. No obstante, en primer lugar habría que decir que nosotros no estamos replicando el SME porque en la primera fase proponemos un tipo de cambio completamente flexible entre la moneda artificial, el dólar y el euro. Asimismo, estamos sugiriendo que la participación en esta fase lleva implícita una intención política y económica para "formar una unión monetaria a la brevedad".

interregional y mundial, la población, y el tamaño relativo de la economía medido a través de su PIB.

- (iii) No sólo las devaluaciones y revaluaciones tienen que ser una costumbre que tienda a desaparecer, sino que las bandas de intervención deben tender a reducirse en el proceso hacia la integración. Ambos aspectos deben estar vinculados a la creciente capacidad de los países miembros para cumplir con los criterios de convergencia económica, los cuales deben ser planteados en esta etapa.

### - Etapa 3: La creación de la Moneda Sudamericana (MSA) -

En los primeros dos o tres años, las monedas de los países miembros se encontrarían fijadas de manera rígida con la MSA. Estos años previos a la creación física de una moneda única son necesarios por motivos tecnológicos, políticos y psicológicos, entre otros. Después de estos años, las monedas nacionales desaparecen y sólo la MSA circularía como moneda oficial.

Naturalmente, que este "sueño" se vuelva realidad depende de una serie de factores. No obstante, ésta necesita ser la visión del futuro de América del Sur para los políticos, hombres de negocios y población en general; visión que implica un trato político y económico igualitario con el resto del mundo y una mayor participación en la toma de decisiones concernientes a su porvenir.

## V. CONCLUSIONES

En este ensayo hemos propuesto y delineado las principales etapas y requisitos para la formación de una unión económica y monetaria en América del Sur. Esta propuesta se basa en el convencimiento de que la coordinación fuerte de políticas macroeconómicas es el camino más indicado para promover la integración regional en una era de libre circulación de capitales.

En relación con lo anterior, sostenemos que los subprocesos de integración regional (MERCOSUR, CAN) deben reencausarse para formar un solo macroproceso que involucre a todo el continente sudamericano. La razón por la cual establecemos esta unión de acuerdos subregionales es estratégica. En un mundo en donde las decisiones son tomadas por las economías más desarrolladas, la única forma de tener injerencia en las decisiones concernientes al futuro de la región es incrementando el poder económico y político de la misma. Con este objetivo en mente, se aprecia con mayor claridad que la dolarización oficial de las economías de la región atentaría contra esta búsqueda de independencia. Por otro lado, si enfocamos la dolarización dentro del marco teórico que realmente le corresponde (el de las áreas monetarias óptimas dinámicas), llegamos a la conclusión de que, desde una perspectiva técnica, la unión monetaria sudamericana sería más viable que la dolarización. Por estas dos razones, descartamos la dolarización como una opción conveniente, política y económicamente, para enfrentarse a los desafíos de la globalización.

Finalmente, somos conscientes de que el establecimiento de la unión monetaria sudamericana es un difícil proceso, tanto por su complejidad técnica como por la firme decisión política que requiere por parte de las autoridades de los países involucrados, lo que se complica por la proximidad del ALCA. No obstante, a lo largo de este ensayo hemos resaltado la importancia de establecer una perspectiva dinámica para analizar los proyectos de integración. En este sentido, el convencimiento político no puede surgir si es que no se empieza por pensar acerca de la conveniencia de este ambicioso, pero no imposible, proyecto. Creemos que este ensayo es un buen punto de partida para resaltar la posibilidad real y la conveniencia de una unión monetaria para América del Sur.



## BIBLIOGRAFÍA

ACOSTA, ALBERTO. “La trampa de la dolarización. Reflexiones para una discusión latinoamericana”, en *Revista Inter-forum*. Kingwood: Revista Inter.-forum. Enero 2002a.

\_\_\_\_\_. *Ecuador: Experiencias y lecciones de una economía dolarizada*. Universidad de Colonia. Mimeo. August 2002b.

BAYOUMI, TAMIM Y BARRY EICHENGREEN. *Exchange Rate Volatility and Intervention: Implications of the Theory of Optimum Currency Areas*. Berkeley: University of California and Washington : International Monetary Fund. August 1997.

BERG, ANDREW Y EDUARDO BORENSZTEIN. *Full Dollarization: The Pros and Cons*. Washington : International Monetary Fund. December 2000.

BERGSTEN, FRED. “The impact of the Euro on Exchange Rates and International Policy Cooperation”, en Masson, P.R, T. H. Krueger y B. G. Turtelboom (eds.) *EMU and the International Monetary System*, pp. 17-48. Washington D.C.: International Monetary Fund. 1997.

BOGETIC, ZELJKO. “Full Dollarization: Fad or Future?” en *Challenge*. Armonk: *Challenge*. Vol.43, No.2. pp.17-48. March/April 2000.

CALVO, GUILLERMO Y CARMEN REINHART. “Inversión de las corrientes de capital, tipo de cambio y dolarización”, en *Finanzas & Desarrollo*. Washington: International Monetary Fund. Setiembre de 1999.

\_\_\_\_\_. *Fear of Floating*. New York: NBER, Maryland: University of Maryland. Setiembre 2000.

CARRERA, JORGE Y FEDERICO STURZENEGGER. “Los resultados de la integración en el MERCOSUR”, en Carrera, J. y Sturzenegger, F., *Coordinación de Políticas Macroeconómicas en el MERCOSUR*. México: Fondo de Cultura Económica. 2000.

CORREA, RAFAEL. One market, One currency? The Economic Desirability of a Monetary Union for the CAN. (Mimeo). Quito: Department of Economics, Universidad San Francisco de Quito. Spring 2001.

COUNCIL ON FOREIGN RELATIONS. “Safeguarding Prosperity in a Global Financial System; The Future International Financial Architecture”. Independent Task Force Report. Washington: Council on Foreign Relations. 1999.

DE GRAUWE, PAUL. *Economics of Monetary Union*. New York: Oxford University Press. 2000.

DIETER, HERIBERT. *Monetary Regionalism: Regional Integration without Financial Crises*. Working Paper No.52/00. United Kingdom: Center for the Study of Globalisation and Regionalisation. May 2000.

EICHENGREEN, BARRY. *International Monetary Arrangements. Is there a Monetary Union in Asia's Future?* Berkeley: Center for International and Development Economics Research. 1997.

\_\_\_\_\_. *Does MERCOSUR Need a single currency?* Berkeley: Center for International and Development Economics Research. 1998.

\_\_\_\_\_. *Strengthening the International Financial Architecture: Open Issues, Asian Concerns.* Berkeley: University of California. May 2001a.

\_\_\_\_\_. *Hanging Together? On Monetary and Financial Cooperation in Asia.* Berkeley: University of California. October 2001b.

\_\_\_\_\_. *Predicting and Preventing Financial Crises: Where Do We Stand? What Have We Learned?* Berkeley: University of California. June 2002a.

\_\_\_\_\_. *What Macroeconomic Measures are Needed for Free Trade to Flourish in the Western Hemisphere?* Berkeley: University of California. June 2002b.

EDWARDS, SEBASTIAN. *Dollarization and Economic Performance: An Empirical Investigation.* Working Paper Series No.8274. New York: NBER. May 2001.

FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (FMI). "Exchange Rate Regimes in an Increasingly Integrated World Economy", en *Exchange Rate Regimes in an Increasingly Integrated World Economy*. Washington: International Monetary Fund. April 2000.

\_\_\_\_\_. "Three Essays on How Financial Markets Affect Real Activity", en Chapter II of *World Economic Outlook*. Washington: International Monetary Fund. April 2002.

FRANKEL, JEFFREY AND ANDREW K. ROSE. *The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria.* NBER Working Paper Series No.5700. New York: NBER. August 1996.

GHOSH, ATISH Y HOLGER WOLF. *How Many Monies? A Genetic Approach to Finding Optimum Currency Areas.* NBER Working Paper Series No.4805. New York: NBER. July 1994.

GLICK, REUVEN AND ANDREW ROSE. "Contagion and Trade: Why are currency crises regional?". *Journal of International Money and Finance* 18, pp. 603-617. 1999.

HARTMANN, PHILIPP. *Currency Competition and Foreign Exchange Markets.* Cambridge: Cambridge University Press. 1999.

HELLEINER, ERIC. *Dollarization Diplomacy: US Policy Toward Latin America Coming to Full Circle?* TIPEC Working Paper 02/8. Peterborough: Trent International Political Economy Centre. 2002.

HEYMANN, DANIEL Y FERNANDO NAVAJAS. “Coordinación de políticas macroeconómicas en el MERCOSUR: algunas reflexiones”, en Carrera, J. y Sturzenegger, F., *Coordinación de Políticas Macroeconómicas en el MERCOSUR*. México: Fondo de Cultura Económica. 2000.

KRUGMAN, PAUL. *Crisis de la Moneda*. Colombia: Grupo Editorial Norma. 1997.

LAFRANCE, ROBERT Y PIERRE ST-AMANT. *Optimal Currency Areas: A Review of the Recent Literature*. Working Paper 99-16. Ottawa: International Department Bank of Canada, Bank of Canada. October 1999.

LAVAGNA, ROBERTO Y FABIO GIAMBIAGI. Hacia la creación de una moneda común. “Una propuesta de convergencia coordinada de políticas macroeconómicas en el MERCOSUR”, en Carrera, J. y Sturzenegger, F., *Coordinación de Políticas Macroeconómicas en el MERCOSUR*. México: Fondo de Cultura Económica. 2000.

LUST, JAN; JAMES LOVEDAY Y RODOLFO DALL’ORTO. “Hacia una nueva arquitectura financiera: No 1, 2, ó 3 Vietnam pero sí 1, 2 o más uniones monetarias”. en *Punto de Equilibrio*. Año 9, No.69. pp. 32-33. Lima: Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico. Diciembre 2000-Enero 2001.

LOVEDAY, JAMES Y JAN LUST. “Una revolución bolivariana (I): la integración monetaria sudamericana como medio para lograr su independencia política y económica” en *Punto de Equilibrio*. Año 10, No.72. pp.34 y 36. Lima: Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico. Junio-Julio 2001a.

\_\_\_\_\_. “Una revolución bolivariana (II): pasos hacia la Integración Monetaria Sudamericana”, en *Punto de Equilibrio*. Año 10, No.73. pp. 28 y 30. Lima: Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico. Agosto-Setiembre 2001b.

MARCONI, SALVADOR. “Ecuador’s Dollarization: The Good, the Bad and the Ugly.” Quito: Escuela Politecnica Nacional (ENP). Ensayo presentado en la Conferencia Internacional “Towards regional currency areas”, 26 y 27 de Marzo de 2002 en Chile.

MCKINNON, ROBERT. *Optimum Currency Areas and the European Experience*. Stanford: Stanford University. October 2001.

THE ECONOMIST. *Economics. Making Sense of the Modern Economy*. London: The Economist. 1999. pp.223-253.

\_\_\_\_\_. “Helping Themselves” en The Economist. London: The Economist. May 10, 2001.

\_\_\_\_\_. “Re-engineering the Euro” en The Economist. London: The Economist. October 17, 2002.

SAUCIER, PHILIPPE. "The Case for an Asian Exchange Rate Mechanism". Francia: Laboratoire d'Economie d'Orléans (LEO). Ensayo presentado en la Conferencia Internacional "Towards regional currency areas", 26 y 27 de Marzo de 2002 en Chile.

SCANDIZZO, STEFANIA. "Options for Monetary Integration in the Andean Community". Caracas: Corporación Andina de Fomento. Ensayo presentado en la Conferencia Internacional "Towards regional currency areas", 26 y 27 de Marzo de 2002 en Chile.

SCHULDT, JÜRGEN. "Latin American Official Dollarization: Political Economy Aspects", en Seminar on Dollarization for the Western Hemisphere. Ottawa: North-South Institute. October 4-5, 2000. <http://www.jubilee2000uk.org/analysis/articles/schuldt.htm>.

SWANN, DENNIS. *The Economics of the Common Market. Integration in the European Union*. London: Penguin Books. 1995.

TAVLAS, GEORGE. "The 'New' Theory of Optimal Currency Areas", en *World Economy*. Vol.16. pp.663-685. London: Basil Blackwell Ltd. 1993.

TOBIN, JAMES. "A Proposal for International Monetary Reform" en *Eastern Economic Journal*. Vol. 4. pp.153-159. New York: Eastern Economic Association. July-October 1978.

WYPLOSZ, CHARLES. *Globalized Financial Markets and Financial Crises*. Geneva: Graduate Institute of International Studies. London: Center for Economic Policy Research. April 1998.

\_\_\_\_\_. *Regional Arrangements: Some Lessons From Postwar Europe*. Geneva: Graduate Institute of International Studies. London: Center for Economic Policy Research. August 2001a.

\_\_\_\_\_. *A Monetary Union in Asia? Some European Lessons*. Graduate Institute of International Studies. London: Center for Economic Policy Research. 2001b.

ZAHLER, ROBERTO Y CARLOS BUDNEVICH. "Integración financiera y coordinación macroeconómica en el MERCOSUR", en Carrera, J. y Sturzenegger, F., *Coordinación de Políticas Macroeconómicas en el MERCOSUR*. México: Fondo de Cultura Económica. 2000.

## **PUBLICACIONES DEL INTAL**

### **PUBLICACIONES PERIÓDICAS**

*Integración & Comercio*. Revista semestral (español e inglés) por suscripción o en forma individual.

*INTAL Carta Mensual* (español, inglés y portugués - Internet).

### **INFORMES SUBREGIONALES DE INTEGRACIÓN**

*Informe ANDINO*. Publicación anual (español). Versión en inglés: Internet.

*CARICOM Report*. Publicación anual (inglés).

*Informe CENTROAMERICANO*. Publicación anual (español). Versión en inglés: Internet.

*Informe MERCOSUR*. Publicación anual (español, inglés y portugués).

### **INFORMES ESPECIALES**

*Tributación en el MERCOSUR: Evolución, comparación y posibilidades de coordinación* (español). Alberto Barreix y Luiz Villela. 2003.

*MERCOSUR: Impacto Fiscal de la Integración Económica* (español y portugués). Luiz Villela, Alberto Barreix y Juan José Taccone (eds.). 2003.

*Perspectivas y Desafíos del Proceso de Integración Argentino-Chileno a Diez Años del ACE 16*. Español. 2002.

*Integración energética en el Cono Sur* (español). Mario A. Wieggers. 1996.

*Integración en el Sector Transporte en el Cono Sur* (español):

*Transporte Terrestre*. José Alex Sant'Anna. 1997.

*Puertos y vías navegables*. Martín Sgut. 1997.

*Los ferrocarriles y su contribución al comercio internacional*. Ian Thomson. 1997.

*El impacto sectorial de la integración en el MERCOSUR* (español y portugués). Juan José Taccone y Luis Jorge Garay (Eds.) 1999.

*Impacto del TLCAN en las exportaciones de prendas de vestir de los países de América Central y República Dominicana*. Español (Internet).

*INTAL: 35 años de Compromiso con la Integración Regional*. Español.

*América Latina a principios del Siglo XXI: Integración, Identidad y Globalización. Actitudes y expectativas de las elites latinoamericanas*. Español (Internet).

### **DOCUMENTOS DE TRABAJO**

*Las relaciones de comercio e inversión entre Colombia y Venezuela* (español). Eglé Iturbe de Blanco. INTAL DT-03. 1997.

*MERCOSUL e Comércio Agropecuario* (portugués). Ives Chaloult y Guillermo Hillcoat. INTAL DT-02. 1997.

*The Integration Movement in the Caribbean at Crossroads: Towards a New Approach of Integration* (inglés). Uziel Nogueira. INTAL DT-01. 1997.

## **DOCUMENTOS DE DIVULGACIÓN**

*El Tratado de Libre Comercio entre el Istmo Centroamericano y los Estados Unidos de América. Oportunidades, desafíos y riesgos* (español). Eduardo Lizano y Anabel González. INTAL DD-09. 2003.

*Los países pequeños: Su rol en los procesos de integración* (español). Lincoln Bizzozero - Sergio Abreu. INTAL DD-08. 2000.

*Capital social y cultura. Claves olvidadas del desarrollo* (español). Bernardo Kliksberg. INTAL DD-07. 2000.

*La dimensión cultural: base para el desarrollo de América Latina y el Caribe: desde la solidaridad hacia la integración* (español). Alejandra Radl. INTAL DD-06. 2000.

*Cómo expandir las exportaciones de los países dentro de una economía globalizada* (español). Rubens Lopes Braga. INTAL DD-05. 1999.

*Comercio Electrónico: Conceptos y reflexiones básicas* (español). Gerardo Gariboldi. INTAL DD-04. 1999.

*Evolución institucional y jurídica del MERCOSUR* (español). Vicente Garnelo. INTAL DD-03. 1998.

*Estado de evolución en la elaboración e implementación de las Normas ISO 14.000 y CODEX Alimentarius* (español). Laura Berón. INTAL DD-02. 1997.

*Integración y democracia en América Latina y el Caribe* (español). Alvaro Tirado Mejía. INTAL DD-01. 1997.

## **BASES DE DATOS - SOFTWARE**

*DATAINTAL (CD-ROM) Sistema de estadísticas de comercio de América*

*Base INTAL MERCOSUR (BIM)*

*Base de datos bibliográficos (INTEG)*

*Directorio de las Relaciones Económicas de América Latina y el Caribe con Asia-Pacífico (CD-ROM)*

*Instrumentos básicos de integración económica en América Latina y el Caribe - II.* Actualizada a noviembre, 2003.

*Rueda de Negocios*

## **PUBLICACIONES DE INTAL/ITD**

### **DOCUMENTOS DE TRABAJO - INICIATIVA ESPECIAL DE COMERCIO E INTEGRACIÓN (IECI)**

*The Food Industry in Brazil and the United States: The Effects of the FTAA on Trade and Investment* (inglés). Paulo F. Azevedo, Fabio R. Chaddad and Elizabeth M.M.Q. Farina. INTAL-ITD WP-SITI-07. 2004.

*MERCOSUR: EN BUSCA DE UNA NUEVA AGENDA. Agenda de institucionalización del MERCOSUR: Los desafíos de un proyecto en crisis* (español). Pedro da Motta Veiga. INTAL-ITD DT-IECI-06E. 2003.

*MERCOSUR: EN BUSCA DE UNA NUEVA AGENDA. La inestabilidad cambiaria en el MERCOSUR: Causas, problemas y posibles soluciones* (español). José Luis Machinea. INTAL-ITD DT-IECI-06D. 2003.

*MERCOSUR: EN BUSCA DE UNA NUEVA AGENDA. MERCOSUR: Dilemas y alternativas de la agenda comercial* (español). Sandra Polónia Rios. INTAL-ITD DT-IECI-06C. 2003.

*MERCOSUR: EN BUSCA DE UNA NUEVA AGENDA. La inserción del MERCOSUR al mundo globalizado* (español). Juan Ignacio García Pelufo. INTAL-ITD DT-IECI-06B. 2003.

*MERCOSUR: EN BUSCA DE UNA NUEVA AGENDA. Informe del relator* (español). Andrew Crawley. INTAL-ITD DT-IECI-06A. 2004.

*Estudio sobre las condiciones y posibilidades políticas de la integración hemisférica* (español). Adalberto Rodríguez Giavarini. INTAL-ITD DT-IECI-05. 2003.

*Agricultural and Trade Policy on Trade Liberalization and Integration via a US-Central American Free Trade Agreement* (inglés). Dale Hathaway. INTAL-ITD WP-SITI-04. 2003.

*Agricultural Liberalization in Multilateral and Regional Trade Negotiations* (inglés). Marcos Sawaya Jank, Ian Fuchsloch and Géraldine Kutas. INTAL-ITD WP-SITI-03. 2003.

*Reciprocity in the FTAA: The Roles of Market Access, Institutions and Negotiating Capacity* (inglés). Julio J. Nogués. INTAL-ITD-STA WP-SITI-02. 2003.

*Alcances y límites de la negociación del Acuerdo de Libre Comercio de las Américas* (español e inglés). Herminio Blanco M. y Jaime Zabudovsky K. INTAL-ITD-STA DT-IECI-01. 2003.

## **DOCUMENTOS DE TRABAJO**

*Segundo Concurso de Ensayos PREMIO INTAL* (español, inglés y portugués). Mauricio de la Cuba; Diego Winkelried; Igor Barenboim; Louis Bertone; Alejandro Jacobo y James Loveday Laghi. INTAL-ITD WP-17. 2004.

*Agricultural Exporters in a Protectionist World: Review and Policy Implications of Barriers Against Mercosur* (inglés). Julio J. Nogués. INTAL-ITD WP-16. 2004.

*Rules of Origin in FTAs in Europe and in the Americas: Issues and Implications for the EU-Mercosur Inter-Regional Association Agreement* (English). Antoni Esteveordal and Kati Suominen. INTAL-ITD WP-15. 2004.

*Regional Integration and Productivity: The Experiences of Brazil and Mexico* (English). Ernesto López-Córdova and Mauricio Mesquita Moreira. INTAL-ITD-STA WP-14. 2003.

*Regional Banks and Regionalism: A New Frontier for Development Financing* (inglés). Robert Devlin y Lucio Castro. INTAL-ITD-STA WP-13. 2002.

*Métodos casuísticos de evaluación de impacto para negociaciones comerciales internacionales* (español). Antonio Bonet Madurga. INTAL-ITD-STA DT-12. 2002.

*Las trabas no arancelarias en el comercio bilateral agroalimentario entre Venezuela y Colombia* (español). Alejandro Gutiérrez S. INTAL-ITD-STA DT-11. 2002.

*The Outlier Sectors: Areas of Non-Free Trade in the North American Free Trade Agreement* (inglés). Eric Miller. INTAL-ITD-STA WP-10. 2002.

*A ALCA no limiar do século XXI: Brasil e EUA na negociação comercial hemisférica* (português). Antonio José Ferreira Simões. INTAL-ITD-STA DT-09. 2002.

*Metodología para el análisis de regímenes de origen. Aplicación en el caso de las Américas* (español). Luis J. Garay S. y Rafael Cornejo. INTAL-ITD-STA DT-08. 2001.

*¿Qué hay de nuevo en el Nuevo Regionalismo en las Américas?* (español). Robert Devlin y Antoni Esteveordal. INTAL-ITD-STA DT-07. 2001.

*What's New in the New Regionalism in the Americas?* (inglés). Robert Devlin and Antoni Esteveordal. INTAL-ITD-STA WP-06. 2001.

*The New Regionalism in the Americas: The Case of MERCOSUR.* (inglés).  
Antoni Estevadeordal, Junichi Goto y Raúl Saez. INTAL-ITD WP-05. 2000.

*El ALCA y la OMC: Especulaciones en torno a su interacción* (español).  
Jaime Granados. INTAL-ITD DT-04. 1999.

*Negotiating Preferential Market Access: The Case of NAFTA* (inglés).  
Antoni Estevadeordal. INTAL-ITD WP-03. 1999.

*Towards an Evaluation of Regional Integration in Latin America in the 1990s* (inglés).  
Robert Devlin y Ricardo Ffrench-Davis. INTAL-ITD WP-02. 1998.

*Una evaluación de la homogeneidad macroeconómica y del desarrollo de la región centroamericana* (español).  
Florencio Ballesteros. INTAL-ITD DT-01. 1998.

## **DOCUMENTOS DE DIVULGACIÓN - INICIATIVA ESPECIAL DE COMERCIO E INTEGRACIÓN (IECI)**

*El nuevo interregionalismo trasatlántico: La asociación estratégica Unión Europea-América Latina* (español).  
Luis Xavier Grisanti. INTAL-ITD/SOE IECI-DD-04. 2004.

*Una llave para la integración hemisférica* (español e inglés). Herminio Blanco M., Jaime Zabudovsky K. y Sergio Gómez Lora. INTAL-ITD DD-IECI-03. 2004.

*Una nueva inserción comercial para América Latina* (español). Martín Redrado y Hernán Lacunza. INTAL-ITD DD-IECI-02. 2004.

*La coordinación y negociación conjunta de los países de la Comunidad Andina en el marco del ALCA y la OMC* (español). Víctor Rico. INTAL-ITD DD-IECI-01. 2004.

## **DOCUMENTOS DE DIVULGACIÓN**

*Brazil's Trade Liberalization and Growth: Has it Failed?* (inglés). Mauricio Mesquita Moreira.  
INTAL-ITD OP-24. 2004.

*Trinidad and Tobago: Trade Performance and Policy Issues in an Era of Growing Liberalization* (inglés). Anneke Jessen and Christopher Vignoles. INTAL-ITD OP-23. 2004.

*The Trade and Cooperation Nexus: How does Mercosur-EU Process Measure Up?* (inglés).  
Robert Devlin, Antoni Estevadeordal y Ekaterina Krivonos. INTAL-ITD-STA OP-22. 2003.

*Desigualdad regional y gasto público en México* (español).  
Rafael Gamboa y Miguel Messmacher. INTAL-ITD-STA DD-21. 2003.

*Zonas Francas y otros regímenes especiales en un contexto de negociaciones comerciales multilaterales y regionales* (español e inglés). Jaime Granados. INTAL-ITD-STA DD-20. 2003.

*The External Dimension of MERCOSUR: Prospects for North-South Integration with the European Union* (inglés).  
Paolo Giordano. INTAL-ITD-STA DD-19. 2003.

*Regional Aspects of Brazil's Trade Policy* (inglés).  
Eduardo A. Haddad (Coord.), Edson P. Domínguez y Fernando S. Perobelli. INTAL-ITD-STA OP-18. 2002.

*El proceso de integración Argentina-Brasil en perspectiva: El ciclo cambiario y la relación público-privada en Argentina* (español). Ricardo Rozemberg y Gustavo Svarzman. INTAL-ITD-STA DD-17. 2002.

*A Study on the Activities of IFIs in the Area of Export Credit Insurance and Export Finance* (inglés).  
Malcolm Stephens y Diana Smallridge. INTAL-ITD-STA OP-16. 2002.

*Diseños institucionales y gestión de la política comercial exterior en América Latina* (español). Jacint Jordana y Carles Ramió. INTAL-ITD-STA DD-15. 2002.

*Mercosul em sua primeira década (1991-2001): Uma avaliação política a partir do Brasil* (portugués). Paulo Roberto de Almeida. INTAL-ITD-STA DD-14. 2002.

*El proceso de formulación de la Política Comercial. Nivel uno de un juego de dos niveles: Estudios de países en el Hemisferio Occidental* (español e inglés). INTAL-ITD-STA OP-13. 2002.

*Hacia una nueva alianza de comercio e inversión entre América Latina y Asia-Pacífico* (español: Internet). Mikio Kuwayama. INTAL-ITD-STA DD-12. 2001 (también disponible en inglés).

*Regional Public Goods in Official Development Assistance* (inglés). Marco Ferroni. INTAL-ITD-STA OP-11. 2001.

*Breaking from Isolation: Suriname's Participation in Regional Integration Initiatives* (inglés). Anneke Jessen y Andrew Katona. INTAL-ITD-STA OP-10. 2001.

*NAFTA and the Mexican Economy: Analytical Issues and Lessons for the FTAA* (inglés). J. Ernesto López-Córdova. INTAL-ITD-STA OP-09. 2001.

*La integración comercial centroamericana: Un marco interpretativo y cursos de acción plausible* (español). Jaime Granados. INTAL-ITD-STA DD-08. 2001.

*Negotiating Market Access between the European Union and MERCOSUR: Issues and Prospects* (inglés). Antoni Estevadeordal y Ekaterina Krivonos. INTAL-ITD OP-07. 2000.

*The Free Trade Area of the Americas and MERCOSUR-European Union Free Trade Processes: Can they Learn from Each Other?* (inglés). Robert Devlin. INTAL-ITD OP-06. 2000.

*The FTAA: Some Longer Term Issues* (inglés). Robert Devlin, Antoni Estevadeordal y Luis Jorge Garay. INTAL-ITD OP-05. 1999.

*Financial Services in the Trading System: Progress and Prospects* (inglés). Eric Miller. INTAL-ITD OP-04. 1999.

*Government Procurement and Free Trade in the Americas* (inglés). Jorge Claro de la Maza y Roberto Camblor. INTAL-ITD OP-03. 1999.

*The Caribbean Community: Facing the Challenges of Regional and Global Integration* (inglés). Anneke Jessen y Ennio Rodríguez. INTAL-ITD OP-02. 1999.

*ALCA: Un proceso en marcha* (español). Nohra Rey de Marulanda. INTAL-ITD DD-01. 1998.

## **PUBLICACIONES DE INT/ITD**

### **DOCUMENTOS DE TRABAJO**

*La infraestructura de transporte en América Latina*. Arturo Vera Aguirre. Documento de Trabajo # 220. Julio 1997, (también disponible en inglés).

*Convergence and Divergence Between NAFTA, Chile, and MERCOSUR: Overcoming Dilemmas of North and South American Economic Integration*. Raúl A. Hinojosa-Ojeda, Jeffrey D. Lewis y Sherman Robinson. Working Paper # 219. Mayo 1997.

*Hacia el libre comercio en el Hemisferio Occidental: El proceso del ALCA y el apoyo técnico del Banco Interamericano de Desarrollo*. Enrique V. Iglesias. Documento de Trabajo # 218. Julio 1997 (también disponible en inglés).

*Economic Integration and Equal Distribution*. Willem Molle. Working Paper # 216. Mayo 1997.

*What can European Experience Teach Latin America About Integration*. L.A. Winters. Working Paper # 215. Mayo 1997.

*Facts, Fallacies and Free Trade: A Note on Linking Trade Integration to Labor Standards.* Donald J. Robbins. Working Paper # 214. Mayo 1997.

*MERCOSUR: Logros y desafíos.* Carlos Sepúlveda y Arturo Vera Aguirre. Documento de Trabajo # 213. Septiembre 1997 (también disponible en inglés).

*De Miami a Cartagena: nueve enseñanzas y nueve desafíos.* Robert Devlin y Luis Jorge Garay. Documento de Trabajo # 210. Julio 1996 (también disponible en inglés).

*El Mercado Común del Sur: MERCOSUR.* Martín Arocena. Documento de Trabajo # 203. Septiembre 1995 (también disponible en inglés).

## **PUBLICACIONES ESPECIALES**

*Nota Periódica sobre Integración y Comercio en América,* Julio 1995; Febrero, Agosto y Diciembre 1996; Julio y Diciembre 1997; Agosto y Diciembre 1998; Febrero y Octubre 1999; Octubre y Diciembre 2000; Mayo 2002; Diciembre 2002; Diciembre 2003; Enero 2004. (también disponible en inglés y las versiones 1997 disponibles en portugués).

*El Euro y su efecto sobre la economía y la integración en América Latina y el Caribe.* Roberto Zahler. Trabajo presentado en el seminario "El Euro y su impacto internacional" con ocasión de la 40ª Asamblea de Gobernadores del BID, Francia, Marzo 16, 1999 (también disponible en inglés).

*Separata del Informe de 1996 sobre Progreso Económico y Social en América Latina. Parte II, Capítulo 2: Liberalización comercial.* 1996 (también disponible en inglés).

*Unión Económica y Monetaria Europea: Avances recientes y posibles implicaciones para América Latina y el Caribe.* Marzo 1997 (también disponible en inglés).

*Globalización e Integración Regional: consecuencias para América Latina.* Discurso dado por Enrique V. Iglesias en el Seminario sobre "Una visión crítica de la globalidad", México D.F., Noviembre 1997 (también disponible en inglés).

*Protección, desgravación preferencial y normas de origen en las Américas.* Luis Jorge Garay y Antoni Estevadeordal. Junio 1995 (también disponible en inglés).

*El nuevo rostro de la integración regional en América Latina y el Caribe.* Discurso dado por Enrique V. Iglesias en la Conferencia Anual del Banco Mundial sobre Desarrollo en América Latina y el Caribe, Montevideo, Julio 1997 (también disponible en inglés).

*El Area de Libre Comercio de las Américas: De Miami a Belo Horizonte.* Discurso dado por Enrique V. Iglesias en el III Foro Empresarial de las Américas, Belo Horizonte, Mayo 1997 (inglés, español y portugués).

*Asociación Transpacífica: El papel de América Latina.* Discurso dado por Enrique V. Iglesias en la XII Reunión General Internacional del Consejo de Cooperación Económica del Pacífico (PECC XII), Santiago, Septiembre 1997 (también disponible en inglés).