



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

MERCOSUR: EN BUSCA DE UNA NUEVA AGENDA

La inestabilidad cambiaria en el MERCOSUR: Causas, problemas y posibles soluciones

José Luis Machinea

Iniciativa Especial de Comercio e Integración

MERCOSUR: EN BUSCA DE UNA NUEVA AGENDA

La inestabilidad cambiaria en el MERCOSUR: Causas, problemas y posibles soluciones

José Luis Machinea



Diciembre, 2003
Documento de Trabajo -IECI- 06D

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

INTAL - ITD
MERCOSUR: EN BUSCA DE UNA NUEVA AGENDA
La inestabilidad cambiaria en el MERCOSUR:
Causas, problemas y posibles soluciones
Buenos Aires, 2003. 104 páginas.
Documento de Trabajo -IECI- 06D
Disponible en formato pdf en:
<http://www.iadb.org/intal> y/o <http://www.iadb.org/int/itd>

I.S.B.N. 950-738-163-5

US\$ 5.00

Edición:
Mariela Marchisio

Iniciativa Especial de Comercio e Integración

Este Documento de Trabajo fue preparado como parte de la Iniciativa Especial de Comercio e Integración del Banco Interamericano de Desarrollo aprobada por el Directorio Ejecutivo del BID y administrada por el Departamento de Integración y Programas Regionales. El propósito de la Iniciativa Especial, que comenzó en 2002, es fortalecer la capacidad del Banco para: (i) contribuir al debate de políticas de comercio e integración; (ii) proveer apoyo técnico a los gobiernos; y (iii) apoyar la difusión pública de las iniciativas de comercio e integración.

Este documento es parte del primer componente de la Iniciativa.

Este documento fue presentado en la Conferencia "MERCOSUR: En busca de una nueva agenda", realizada en la Fundación Getulio Vargas en Rio de Janeiro, en junio de 2003. Considerando la dinámica de las políticas emergentes, que apuntan a un renovado interés en profundizar la iniciativa después del período de turbulencia 1999-2002, el propósito de este encuentro fue discutir las acciones en distintas áreas tendientes a profundizar el proceso de integración. Los documentos y la conferencia fueron patrocinados por el Departamento de Integración y Programas Regionales del Banco Interamericano de Desarrollo, a través de la Iniciativa Especial de Comercio e Integración.

El Departamento desea expresar su agradecimiento por la colaboración de la Fundación y particularmente al Profesor Renato Flores.

Agradecimientos

El autor agradece la inestimable asistencia de Lucio Castro en el trabajo estadístico incluido en este documento. También quiere agradecer a los participantes de dos seminarios, uno en el Banco Interamericano de Desarrollo en julio de 2002 y otro en la Fundación Getulio Vargas en Rio de Janeiro en junio de 2003. En particular a Robert Devlin, Barry Eichengreen, Hubert Escaith, José María Fanelli, Ricardo Ffrench Davis, Christian Ghymers, Daniel Heymann, Carlos Langoni, Elio Londero, Josefina Monteagudo, Fernando Navajas, Ernesto Stein, Roberto Zalher y Carlos Winograd. Desde ya todos los errores que todavía subsisten son enteramente del autor.

INDICE

I.	INTRODUCCION	1
II.	LA IMPORTANCIA DEL TIPO DE CAMBIO	9
	A. Su impacto en el comercio	9
	B. La economía política	10
	C. Las razones de la variabilidad cambiaria	11
	D. Alternativas para reducir la variabilidad del tipo de cambio	16
III.	UNION MONETARIA	19
	A. Introducción	19
	B. El sincronismo de los ciclos económicos	20
	<i>Consideraciones generales</i>	20
	<i>MERCOSUR</i>	20
	C. Perturbaciones externas	22
	<i>Consideraciones generales</i>	22
	<i>MERCOSUR</i>	25
	D. Interrelación comercial	34
	<i>Consideraciones generales</i>	34
	<i>MERCOSUR</i>	35
	E. Flexibilidad del mercado laboral	38
	<i>Consideraciones generales</i>	38
	<i>MERCOSUR</i>	38
	F. Transferencias fiscales	41
	<i>Consideraciones generales</i>	41
	<i>MERCOSUR</i>	42
	G. Banco central independiente	42
	<i>Consideraciones generales</i>	42
	<i>MERCOSUR</i>	43
	H. Consideraciones finales	44

IV.	COORDINACION MACROECONOMICA	47
	A. Introducción	47
	B. Antecedentes	49
	C. Los tiempos; cómo y qué coordinar	50
	D. Fondos de estabilización regional	56
	E. Los incentivos para la coordinación	60
	F. Consideraciones finales	63
V.	MEDIDAS COMPENSATORIAS PARA REDUCIR EL EFECTO DE LA VARIABILIDAD DEL TIPO DE CAMBIO	65
VI.	CONCLUSIONES	71
	ANEXO I: Metodología para la elaboración del tipo de cambio "regional"	73
	ANEXO II: El funcionamiento del sistema de compensación durante el período 1991-2002	75
	BIBLIOGRAFIA	

MERCOSUR: EN BUSCA DE UNA NUEVA AGENDA

- LA INESTABILIDAD CAMBIARIA EN EL MERCOSUR: CAUSAS, PROBLEMAS Y POSIBLES SOLUCIONES -

José Luis Machinea *

I. INTRODUCCION

Mediante la firma del Tratado de Asunción en marzo de 1991, los gobiernos de Argentina, Brasil, Paraguay y Uruguay decidieron la creación del Mercado Común del Sur (MERCOSUR).¹ Los compromisos del Tratado estaban dirigidos a la formación de una unión aduanera y, eventualmente, de un mercado común. El acuerdo fue el inicio de la estrategia de integración más importante de América Latina. En los primeros años, su funcionamiento se caracterizó por el aumento del comercio intra-bloque con una simultánea y fuerte apertura al resto del mundo, por fomentar reformas estructurales diseñadas con el objetivo de aumentar la participación del mercado en la asignación de recursos y por la apertura a la inversión extranjera en todos los sectores de la economía. Los resultados alcanzados en términos de comercio (Cuadro I) e inversiones (Cuadro II), junto a la acelerada eliminación de los aranceles de importación dentro del bloque, marcaron una diferencia importante respecto de los intentos de integración del pasado, por lo que el acuerdo forma parte de lo que más tarde se llamó "el Nuevo Regionalismo" (CEPAL [1998]; Devlin y Estevadeordal [2001]).

CUADRO I
TASA DE CRECIMIENTO DE LAS EXPORTACIONES TOTALES E
INTRARREGIONALES EN EL MERCOSUR, 1990-2000
(Porcentajes)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	Crecimiento Anual Promedio 1990-2000
MERCOSUR												
Exportaciones totales	-0,3	-1,1	10,0	7,3	14,8	13,3	6,5	9,8	-1,2	-8,6	13,9	5,9
Exportaciones extrarregionales	-1,0	-0,4	6,0	2,0	13,7	11,7	3,5	7,5	-2,1	-3,0	13,2	4,7
Exportaciones intrarregionales	7,6	23,6	41,4	38,9	19,3	20,3	18,5	17,7	1,5	-25,5	16,7	16,4
MERCOSUR + Chile + Bolivia												
Exportaciones totales	0,5	-0,5	10,0	5,0	17,0	17,6	4,2	9,7	-3,4	-6,0	14,0	6,2
Exportaciones extrarregionales	0,1	-3,6	6,0	-0,3	16,5	16,4	1,2	7,5	-4,4	0,1	12,6	4,7
Exportaciones intrarregionales	3,1	23,4	33,6	30,4	18,6	22,0	14,4	16,5	-0,7	22,2	18,6	14,3

Fuente: BID [2001].

* Consultor de la Iniciativa Especial de Comercio e Integración, del Departamento de Integración y Programas Regionales del Banco Interamericano de Desarrollo.

¹ En 1996, Bolivia y Chile se incorporaron al Tratado como miembros asociados.

CUADRO II
INVERSION EXTRANJERA DIRECTA EN EL MERCOSUR, 1984-1999
 Promedios anuales, monto en US\$ millones y porcentajes

País/Región	1984-1989		1990-1993		1994-1996		1997-1999	
	Monto	%	Monto	%	Monto	%	Monto	%
Total mundial	115.370	100,0	197.282	100,0	321.783	100,0	67.287	100,0
Países desarrollados	93.117	80,7	132.906	71,0	190.206	59,1	46.410	69,0
Países en desarrollo	22.195	19,2	5.106	27,3	120.611	37,5	18.863	28,0
América Latina y el Caribe	7.739	6,7	1.508	8,1	3.626	11,3	7.780	11,6
MERCOSUR	1.594	1,4	3.880	2,1	1.204	3,7	4.002	5,9
Argentina	663	0,6	2.875	1,5	539	1,4	1.441	2,0
Brasil	906	0,8	98	0,5	6.187	1,9	2.620	3,9
Paraguay	6	0,0	87	0,0	16	0,1	22	0,0
Uruguay	29	0,0	88	0,0	29	0,1	33	0,1

Fuente: Chudnovski [2001], basado en datos de UNCTAD.

Si bien Argentina, en un contexto de fuerte apreciación cambiaria, impuso en 1992 un derecho de estadística del 10% sobre las importaciones de cualquier origen, es recién a partir de 1995 que el proceso de integración comenzó a mostrar escasos avances. Se manifestaron dificultades, entre otras, en la eliminación de barreras no-arancelarias al comercio y la puesta en marcha del arancel externo común, en la aplicación de regímenes especiales de importación, en la falta de avances para el logro de un código aduanero común y de procedimientos comunes para resolver prácticas desleales del comercio y, finalmente, en la ausencia de algún tipo de marco institucional. Sin embargo, esas dificultades fueron poco advertidas en su momento debido al fuerte crecimiento de los dos principales socios comerciales del MERCOSUR. En 1997 y debido a una situación de déficit creciente de cuenta corriente, Brasil impuso restricciones generales a las importaciones que alcanzaron a los socios del acuerdo. Una vez más, la apreciación del tipo de cambio daba lugar a la introducción de restricciones al comercio que incluía a los países socios, se quebraba así, de manera manifiesta, la tendencia a la eliminación de restricciones comerciales.

Finalmente, cuando la situación macroeconómica empezó a cambiar a partir de 1998, en parte como consecuencia del nuevo escenario internacional, las debilidades del proceso de integración se hicieron más evidentes, ya que la recesión, al aumentar la sensibilidad a los problemas comerciales, deterioró aún más la relación entre los países miembros.² En los últimos años el MERCOSUR ha entrado en crisis. No sólo no se avanzó en temas imprescindibles para la profundización de la integración, tal como la creación de instituciones³ o la armonización de la legislación en ciertas áreas, sino que, además, no se ha podido consolidar la Unión Aduanera.⁴ Además, han surgido

² Luego de crecer a una tasa promedio de 3,7% en el período 1991-1998, en el período 1999-2001 el ritmo de crecimiento se redujo a 0,8% (Cuadro III).

³ Con excepción de la creación de una Secretaría Técnica en el año 2002, aunque sus funciones no están todavía definidas.

⁴ Las excepciones al arancel externo común son una prueba de ello.

nuevas barreras no arancelarias, que han comenzado a poner en duda los logros del MERCOSUR en términos de la libre movilidad de bienes. Como un reflejo de estas restricciones y de un menor ritmo de crecimiento en la región, las exportaciones intra-MERCOSUR, que habían llegado a ser del 25% de las exportaciones totales, declinaron a alrededor del 18% en 2001 (BID [2001]).

Las dificultades por las que atraviesan los países miembros en los primeros meses de 2003, complican la posibilidad de poder lograr avances significativos en el proceso de integración en el futuro cercano, aunque la voluntad política de los gobiernos de emprender acciones concretas será determinante para la marcha del acuerdo. En cualquier caso, explicar la ausencia de avances -y aún los retrocesos- del MERCOSUR en los últimos años es útil para entender la problemática del proceso de integración en general y de las asociaciones Sur-Sur en particular. Es difícil predecir hoy si las lecciones que nos dejan doce años de existencia del MERCOSUR, además de ser útiles para otros procesos asociativos, servirán en el futuro para mejorar este acuerdo. Para ello es necesario lograr la esperada normalidad económica de los países miembros, ya que sólo en ese caso será posible lograr avances significativos en la agenda regional.

Las dificultades del MERCOSUR reconocen razones políticas y económicas. En el plano político, los problemas van desde la poca convicción de algunos de los socios respecto a la conveniencia de esta asociación en comparación con otras alternativas y la ausencia de un país que actúe como líder del proceso consensuando y compensando cuando fuera oportuno, hasta las dificultades para ceder cuotas de soberanía, que se manifiestan en las debilidades institucionales que la región ha tenido desde su inicio (Bouzas [2001]). En el campo económico, hubo una amplia gama de problemas -desde la falta de reputación macroeconómica de los países miembros hasta la dependencia del financiamiento externo a la región-,⁵ que generan incentivos para diferenciarse del socio en dificultades, hasta la inestabilidad del tipo de cambio entre los socios.

CUADRO III
DEFICIT EN CUENTA CORRIENTE COMO PORCENTAJE DEL PIB EN EL MERCOSUR, 1991-2000

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	1991-2000	1996-2000
Argentina	-0,3	-2,5	-3,5	-4,3	-2,0	-2,5	-4,2	-4,9	-4,4	-3,2	-3,2	-3,8
Bolivia	-4,9	-9,7	-8,8	-1,5	-4,5	-5,2	-7,0	-8,0	-6,7	-5,6	-6,2	-6,5
Brasil	-0,4	1,6	0,0	-0,2	-2,6	-3,0	-3,8	-4,4	-3,3	-4,1	-2,0	-3,7
Chile	-0,3	-2,3	-5,7	-3,1	-2,1	-5,1	-5,0	-5,7	-0,1	-1,4	-3,1	-3,5
Paraguay	1,4	-0,9	0,9	-3,5	-2,6	-5,2	-2,6	-1,5	-3,0	-4,0	-2,1	-3,3
Uruguay	0,4	-0,1	-1,7	-2,7	-1,2	-1,2	-1,3	-2,1	-2,9	-3,0	-1,6	-2,1
Promedio (*)	-0,7	-2,3	-3,1	-2,6	-2,5	-3,7	-4,0	-4,4	-3,4	-3,5	-3,0	-3,8

Notas: (*) Promedio simple.

Fuente: *World Development Indicators* [2001].

⁵ El déficit en cuenta corriente de los países del MERCOSUR en el período 1991-2000 ha sido equivalente al 3% del Producto Interno Bruto (promedio simple) y ha alcanzado 3,8% en 1996-2000 (Cuadro III). A diferencia de ello, los países europeos tuvieron durante la década de 1980 un déficit en cuenta corriente promedio equivalente al 1,5% del PIB, el que, por otra parte, fue financiado principalmente por los otros miembros del acuerdo.

CUADRO IV
TASA DE CRECIMIENTO DEL PIB EN LOS PAISES DEL MERCOSUR, 1990-2001

Países	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	Promedio 1991-1998	Promedio 1999-2001
Argentina	-2,4	12,7	11,9	5,9	5,8	-2,9	5,5	8,1	3,9	-3,4	-0,5	-4,4	6,4	-2,8
Brasil	-4,3	1,3	-0,5	4,9	5,9	4,2	2,7	3,3	0,2	0,8	4,5	1,5	2,7	2,3
Paraguay	3,1	2,5	1,8	4,2	3,1	4,7	1,3	2,6	-0,4	0,5	-0,3	2,6	2,5	0,9
Uruguay	0,3	3,5	7,9	2,7	7,3	-1,5	5,6	5,1	4,5	-2,9	-1,3	-3,1	4,4	-2,4
MERCOSUR	-3,6	4,4	3,0	5,1	5,9	2,2	3,5	4,6	1,3	-0,4	3,0	-0,2	3,7	0,8
Bolivia	4,64	5,27	1,65	4,27	4,67	4,68	4,36	4,95	5,23	0,44	2,37	1,2	4,4	1,3
Chile	3,7	7,97	12,28	6,99	5,71	10,63	7,26	7,54	3,92	-1,14	5,38	2,8	7,8	2,3

Fuente: *World Development Indicators* [2001] y WEO/IMF [2001].

Analizar éstos y otros factores está fuera del alcance de este documento. Nuestro objetivo es más restringido y consiste en evaluar la importancia y las posibles soluciones del último de los temas mencionados: la variabilidad del tipo de cambio entre los países miembros. Este es uno de los principales problemas que debió enfrentar el MERCOSUR y, en muchos casos, fue el origen de subsecuentes dificultades económicas y políticas.

Desde ya que la variabilidad del tipo de cambio puede ser el resultado de cambios en la paridad de equilibrio entre países. Sin embargo, el tipo y la magnitud de la volatilidad cambiaria que se observa en el MERCOSUR distan simplemente de reflejar variaciones en el tipo de cambio de equilibrio. Su relevancia y el hecho que la excesiva variabilidad cambiaria es usualmente una dificultad en otros acuerdos de integración, ameritan un análisis detallado.

En el Gráfico 1 se observa el tipo de cambio real bilateral entre los socios durante las últimas dos décadas. Como allí puede verse, la variación ha sido considerable, aunque menor durante los años noventa que en la década previa.⁶ Esa menor variabilidad se explica principalmente por la mayor estabilidad macroeconómica de la región durante esa década. Esta situación parece haber cambiado cuando Argentina abandonó la convertibilidad a comienzos de 2002. Si bien se puede argumentar que después de grandes oscilaciones el tipo de cambio entre los países volvió a ciertos valores promedio o de normalidad (Fanelli [2001]), o que lo relevante para explicar el comercio intrarregional es el nivel de actividad y no el valor del tipo de cambio real (Heymann y Navajas [2000]; Fanelli [2001]), nuestra impresión es que si los acuerdos regionales muestran variaciones del tipo de cambio real similares a las del MERCOSUR durante los últimos años, los enfrentamientos políticos y económicos harán imposible profundizar la integración en general. La experiencia de Europa, inicialmente en 1972 con la "serpiente en el túnel", luego con el "mecanismo de tipos de cambio" en 1979 y finalmente con la integración monetaria iniciada a partir del Acuerdo de

⁶ En el Gráfico 1 la estabilidad de los tipos de cambio durante la década de los años noventa aparece totalmente exagerada por un problema de escala. Tal como puede verse en el gráfico que mide el tipo de cambio bilateral real entre Argentina y Brasil, su variación desde el inicio de la convertibilidad y el año 2002 muestra un mínimo de 58 y un máximo de 160 (1995=100). A esta volatilidad nos referimos cuando hablamos de una excesiva variabilidad del tipo de cambio.

Maastricht, es una prueba de la importancia que tiene para todo proceso de integración evitar grandes oscilaciones en el tipo de cambio.

A partir de la discusión sobre la relevancia de la variabilidad cambiaria en los acuerdos de integración, el objetivo de este trabajo es analizar qué es lo que podría haberse hecho en términos de la coordinación de las políticas macroeconómicas para evitar o reducir estas fluctuaciones y qué lecciones se pueden extraer de esa experiencia. Respecto del pasado, nuestra conclusión es que poco es lo que podría haberse hecho desde la coordinación macroeconómica, en especial teniendo en cuenta la elección de distintos regímenes cambiarios por los países miembros. Eso no significa que sea inconveniente la coordinación macroeconómica entre los países que forman parte de acuerdos de integración. Significa que, para que ello sea posible, es necesario, además de voluntad política, aumentar los incentivos internos y externos para la integración. Sin ellos es probable que los intentos de coordinación sean sólo expresiones de deseo. Finalmente, mientras se logra reducir la inestabilidad cambiaria, pueden ser útiles mecanismos de compensación de las variaciones del tipo de cambio real. Estos mecanismos hubiesen ayudado a reducir los conflictos comerciales entre los países miembros durante los últimos años y, por lo tanto, hubieran permitido un ambiente más favorable para lograr progresos en el proceso de integración.

El documento está organizado de la siguiente manera: en la Sección II se discuten los problemas que la variabilidad del tipo de cambio crea entre los países miembros de un área de libre comercio, tanto desde el punto de vista estrictamente económico como de la economía política del proceso de integración. Asimismo, se analiza en qué medida la variabilidad del tipo de cambio entre los países miembros puede ser el resultado de la adopción de distintos regímenes cambiarios, en especial en el caso de regiones sujetas a fuertes perturbaciones externas. La sección termina discutiendo las distintas alternativas que podrían haberse planteado para evitar la fuerte variabilidad del tipo de cambio dentro del MERCOSUR o, al menos, para reducir sus efectos entre los países miembros.

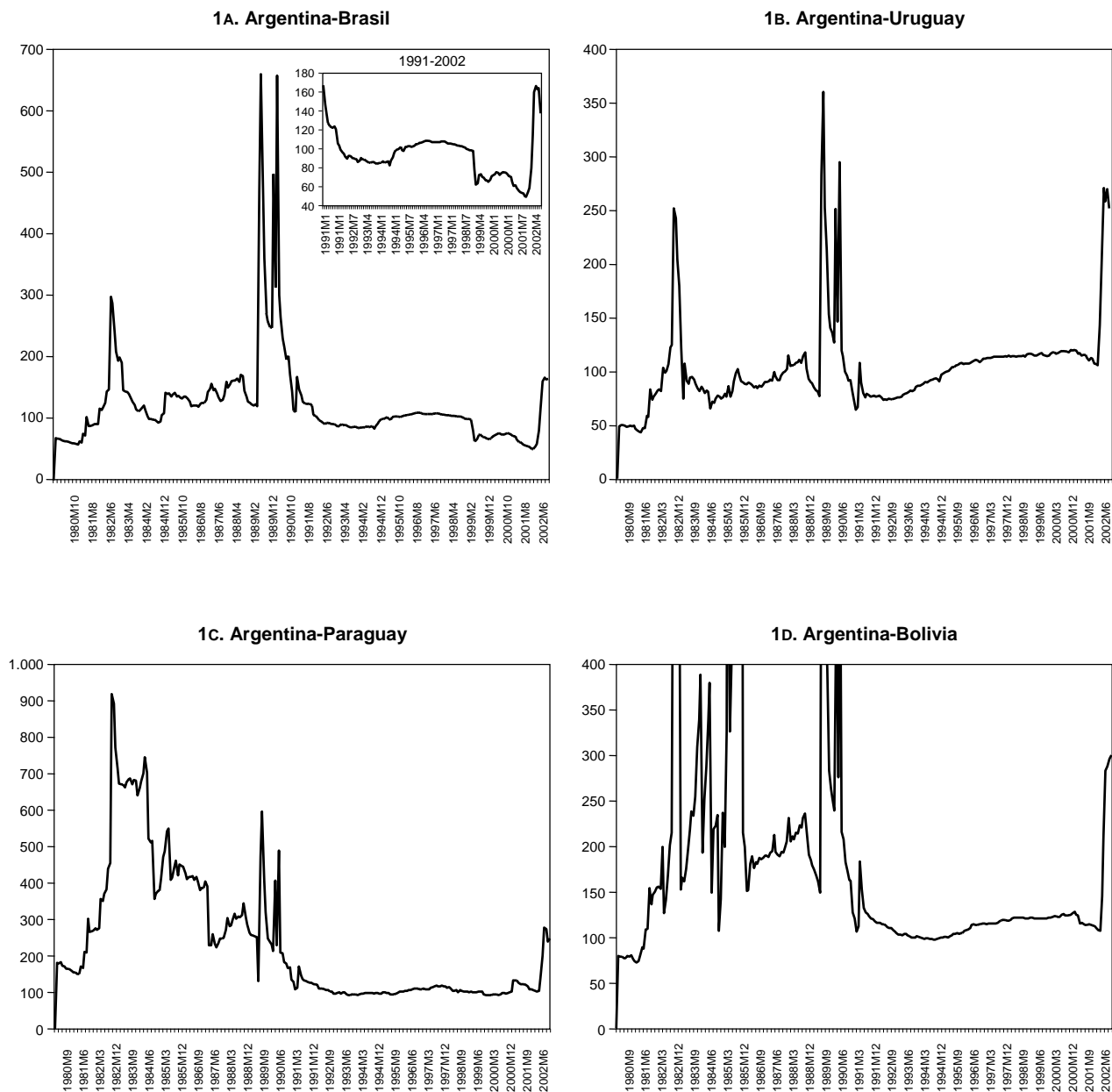
Las siguientes secciones discuten estas opciones: la conformación de una unión monetaria, la coordinación de las políticas macroeconómicas y un mecanismo de compensación para la variabilidad cambiaria. Así, en la Sección III se analiza en qué medida el MERCOSUR podría llegar a conformar una unión monetaria y, en particular, cuáles son las principales debilidades de esta alternativa. En ese contexto, se evalúan las características de las perturbaciones externas a la región, la magnitud del comercio regional, la flexibilidad de precios y salarios y de la política fiscal, la movilidad de factores y la posibilidad de crear un banco central independiente.

En la Sección IV se discuten los elementos más relevantes para avanzar en la cooperación macroeconómica en la región y en qué medida ello podría reducir la variabilidad del tipo de cambio si los regímenes cambiarios estuvieran excluidos de esa coordinación. Se analiza la posibilidad de crear un fondo regional para compensar algunos de los *shocks* externos y se discuten qué incentivos pueden crearse para que los países avancen en ese proceso.

En la Sección V se analiza qué mecanismos pueden utilizarse para reducir el efecto de la variabilidad del tipo de cambio en la región mientras se avanza en la coordinación de las políticas macroeconómicas y en la eventual conformación de una unión monetaria. Finalmente, las conclusiones están consignadas en la Sección VI.

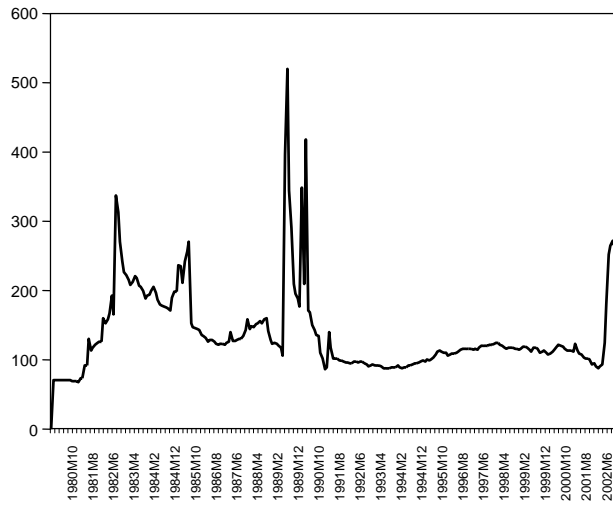
Por último, sólo quisiéramos agregar un comentario respecto de los países incluidos en la evaluación. En algunos casos se incluyó a Bolivia y Chile como parte del "MERCOSUR ampliado". Si bien con estos países hasta el momento sólo hubo un acuerdo de libre comercio, su inclusión sirve para evaluar a título ilustrativo el posible impacto de su participación como socios plenos del MERCOSUR.

GRÁFICO 1
TIPOS DE CAMBIO BILATERALES, 1991-2002
 1995=100

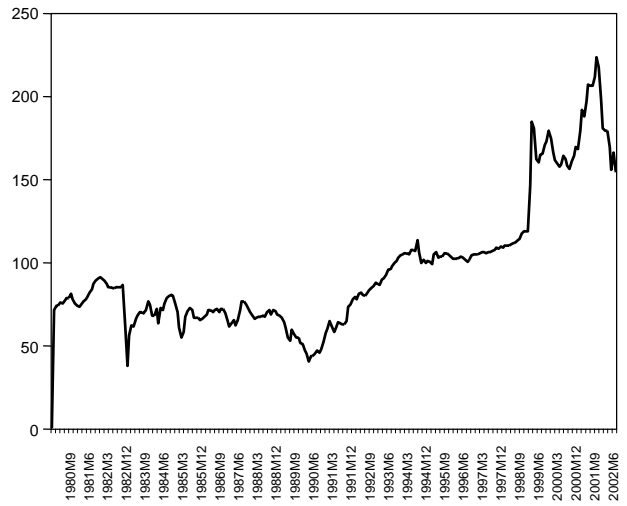


Fuente: Cálculos propios en base a IFS/IMF [2001].

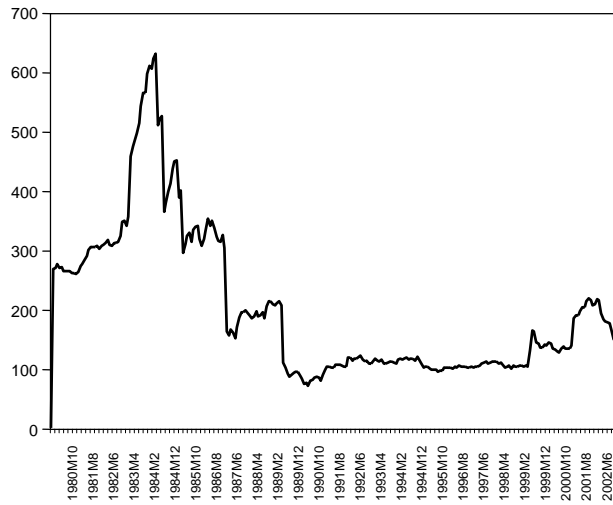
1E. Argentina-Chile



1F. Brasil-Uruguay



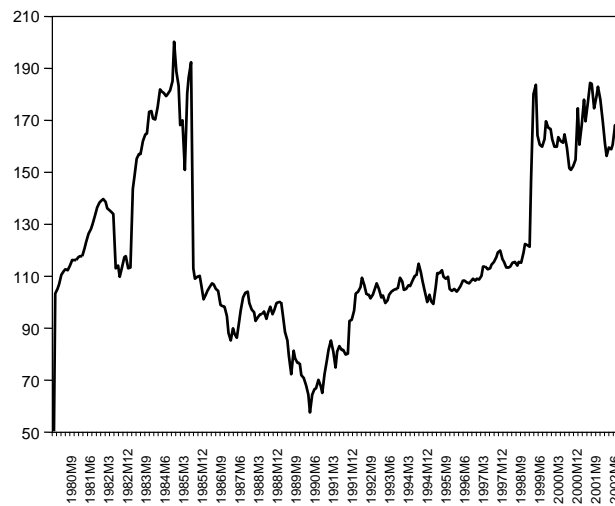
1G. Brasil-Paraguay



1H. Brasil-Bolivia



1I. Brasil-Chile



Fuente: Cálculos propios en base a IFS/IMF [2001].

II. LA IMPORTANCIA DEL TIPO DE CAMBIO

A. Su impacto en el comercio

La relevancia del tipo de cambio y de su variabilidad para explicar el comercio entre países ha dado lugar a una larga discusión y a muchos trabajos empíricos sobre el tema. La variación de un precio relativo que hace más atractiva una determinada actividad o la venta en un mercado determinado, tiene efecto sobre la oferta y la demanda en el corto plazo y sobre la inversión en el mediano plazo. Al igual que cualquier otro precio relativo, las variaciones en el tipo de cambio deben tener impacto sobre las exportaciones y las importaciones de un determinado país.⁷ En el caso del MERCOSUR este efecto ha sido mostrado por distintos trabajos empíricos (Devlin, *et al.* [2001]; Heymann y Navajas [1991 y 1998]). En un trabajo posterior, que utiliza una muestra importante de países desarrollados y en desarrollo, se observa que, si bien el "desajuste" del tipo de cambio es una variable relevante para explicar el comportamiento de las exportaciones, su importancia es mayor cuando el "desajuste" se da con respecto a otros países del bloque que cuando se da con respecto al resto del mundo (Fernández-Arias, Panizza y Stein [2002]). La razón es la existencia de "bienes regionales" que difícilmente pueden ser exportados fuera de la región.

Si bien el tipo de cambio importa para explicar el volumen del comercio, también parece relevante su variabilidad, ya que en un contexto de incertidumbre es evidente que los precios relativos no emiten las mismas señales que en un ambiente de estabilidad. Por lo tanto, cuando los agentes económicos tienen aversión al riesgo, una mayor volatilidad del tipo de cambio debiera afectar negativamente al comercio.⁸

Sorprendentemente, la evidencia empírica no es conclusiva respecto a los efectos negativos que la variabilidad del tipo de cambio tiene sobre el comercio. Sin embargo, debe tenerse en cuenta que la mayoría de los trabajos empíricos analizan el efecto de la variabilidad cambiaria básicamente en los países desarrollados, donde la existencia de instrumentos financieros cada vez más sofisticados permite la cobertura entre monedas y, por lo tanto, reducen el efecto económico de la incertidumbre cambiaria.⁹ En los países en desarrollo, donde la volatilidad es más grande y los instrumentos de cobertura no están totalmente disponibles, es de esperar que la variabilidad del tipo de cambio tenga un impacto negativo mayor. De hecho, eso es lo que muestran los trabajos que analizan el impacto de la volatilidad cambiaria sobre el comercio de los países en desarrollo (Devlin, *et al.* [2001]; Estevadeordal, Frantz y Sáez [2001]; y Giordano y Monteagudo [2002]).

⁷ Por momentos pareciera que la discusión sobre el efecto del tipo de cambio sobre las exportaciones se confunde con la conveniencia de modificarlo. Que el tipo de cambio importa para explicar el comercio no significa que la variación del tipo de cambio nominal sea siempre la mejor solución de política económica. En esta evaluación intervienen otros factores, como el impacto de una modificación cambiaria sobre la tasa de inflación o sobre la credibilidad de la política económica y, en la medida en que la economía esté muy dolarizada, su impacto sobre la "hoja de balance" de los distintos agentes económicos.

⁸ Desde un punto de vista teórico es posible construir modelos en los que los agentes prefieren el riesgo o son neutros al respecto, y en los que la volatilidad cambiaria afecta positivamente al comercio. Para una revisión de la literatura véase McKenzie [1999].

⁹ Es interesante notar que las estimaciones fueron mostrando menor impacto de la volatilidad a medida que fueron mejorando los instrumentos de cobertura para operaciones en moneda extranjera (Frankel y Wei [1998]).

Por su parte, la evidencia empírica muestra que la adopción de una moneda común, como sería el caso de una unión monetaria, tiene un impacto positivo sobre el comercio (Rose [2000]; López-Córdova y Meissner [2003]; Estevadeoral, Frantz y Saez [2001]; Micco, Stein y Ordóñez [2002]). La idea es que las uniones monetarias disminuyen los costos de transacción entre monedas. Además, la creación de una unión monetaria no sólo elimina la volatilidad del tipo de cambio en forma permanente, sino que también reduce drásticamente la posibilidad de la aparición de barreras no arancelarias entre los países miembros. Ello facilita la inversión asociada al comercio, ya sea en la producción como en la creación de canales comerciales en otros países.

En síntesis, se puede afirmar que una menor volatilidad del tipo de cambio afecta en forma positiva el comercio entre los países en desarrollo y que la creación de una unión monetaria, al eliminar la incertidumbre sobre el tipo de cambio y reducir los costos de transacción, potencia este efecto.

B. La economía política

El otro elemento que debe tomarse en cuenta es el efecto de fuertes variaciones del tipo de cambio sobre la economía política del proceso de integración. En principio, la pérdida de ventajas competitivas de los productores en el país que apreció su moneda disminuye la cantidad de sectores que apoyan el proceso de integración, al tiempo que da argumentos adicionales a los sectores que desde siempre se opusieron al mismo. En otras palabras, una fuerte modificación del tipo de cambio dentro de la región cambia la idea de "normalidad" de precios relativos que tienen los productores. En ese contexto, las devaluaciones son vistas como un comportamiento oportunista por los demás países, lo que debilita la solidaridad dentro de la región e incrementa la presión política para que el gobierno que ha revaluado su moneda adopte medidas proteccionistas. Un ejemplo en este sentido fueron las devaluaciones de algunos países europeos en 1992 y 1993, que generaron reacciones proteccionistas en los otros países del Mercado Común Europeo (Eichengreen [1993a]). Otro ejemplo es el considerable incremento de las medidas proteccionistas en los países del MERCOSUR como consecuencia de la devaluación del real en 1999. A diferencia de ello, las modificaciones cambiarias dentro del TLCAN no parecen haber producido un efecto similar. La explicación de esta diferencia debe buscarse en dos hechos. En primer lugar, es necesario tener en cuenta el nivel de actividad económica de los países que conforman el acuerdo al momento de la devaluación de la moneda de uno de sus miembros. En el TLCAN las variaciones cambiarias se dieron en el marco de un fuerte crecimiento de la región, mientras que las devaluaciones en Europa tuvieron lugar en un contexto de escaso crecimiento, básicamente como resultado de las altas tasas de interés asociadas a la reunificación alemana. Por su parte, la devaluación de Brasil se dio en el marco de una recesión en la región, en parte explicable por la magnitud del *shock* externo negativo. Estas observaciones avalan la conclusión de que las presiones comerciales, resultado de la devaluación de un país socio, deberían ser substancialmente menores en un contexto de crecimiento económico.

En segundo lugar, la magnitud de las reacciones está asociada con el tamaño del país que devalúa. No es lo mismo el efecto de la devaluación mexicana de 1994 para los países integrantes del TLCAN, donde México representa el 4% del producto del bloque, que las modificaciones cambiarias de Brasil, que representa algo más del 65% del producto del bloque. Los países europeos (Italia, Reino Unido, España, Irlanda y Portugal) que devaluaron en 1992 y 1993 representaban el 35%

del producto de la región, lo que los ubica en un término intermedio entre los dos casos mencionados con anterioridad y posiblemente explica, al menos parcialmente, por qué pudieron ser controladas las presiones para adoptar políticas proteccionistas en los demás países. De cualquier manera, debe tenerse en cuenta que fueron estas devaluaciones las que generaron propuestas para acelerar la transición a una moneda única por el temor a que nuevos movimientos cambiarios pudieran poner en peligro no sólo la unión monetaria sino también el proceso de integración europeo (Eichengreen [1993a]; Goodhart [1995]; Broder [1992]). Esto nos lleva a la segunda conclusión: las devaluaciones generan una mayor reacción de los países miembros cuanto mayor es el tamaño del país que devalúa.

Desde ya que la economía política del proceso de integración va más allá que las cuestiones relacionadas con el tipo de cambio (Goodhart [1995]). Sin embargo, la variabilidad del tipo de cambio potencia los argumentos de los sectores que se oponen a una mayor competencia con el exterior, genera restricciones comerciales y, en general, reduce la capacidad de los gobiernos de tener una actitud colaborativa. La "obsesión" europea con la necesidad de acotar la variabilidad de los tipos de cambio es una experiencia que deben recoger todos los que deseen mantener y profundizar un proceso de integración. Ello es particularmente cierto en aquellos casos en los que la volatilidad del tipo de cambio es resultado de la inestabilidad de los países de mayor tamaño relativo.

C. Las razones de la variabilidad cambiaria

El intento de explicar la variabilidad de los tipos de cambio ha ocupado a muchos economistas y ha dado lugar a una extensa literatura. A mediados de los años noventa, Taylor [1995] resumía la discusión sobre el comportamiento de los tipos de cambio sosteniendo que "...nuevos intentos de explicar movimientos del tipo de cambio en el corto y mediano plazo basados solamente en fundamentos macroeconómicos pueden no ser exitosos". La afirmación tiene que ver con que la mayoría de los participantes en el mercado cambiario utiliza para sus intervenciones, la identificación de patrones supuestamente recurrentes de los movimientos cambiarios en lugar de fundamentos macroeconómicos. En el mismo artículo Taylor sugería avanzar en el papel de los fundamentos microeconómicos, tales como "heterogeneidades en el comportamiento y en el acceso a la información entre los participantes en el mercado y la transmisión de la información entre los operadores, que puede dar lugar a comportamientos de contagio o manada". De hecho, la literatura posterior avanzó sobre estos temas, dando lugar a la segunda y tercera generación de modelos de crisis cambiarias.¹⁰

Sin embargo, es evidente que los fundamentos importan cuando se producen evidentes excesos en el manejo de la política monetaria y fiscal. En particular, lo relevante suelen ser los *stocks* más que los flujos. El *stock* de deuda pública y la deuda externa de corto plazo han sido, y seguramente lo serán en los próximos años, importantes variables para explicar la variabilidad cambiaria en América Latina y, en especial, en el MERCOSUR. Ello no es lo mismo que afirmar que las variables macroeconómicas pueden explicar toda la volatilidad cambiaria durante ese período.

¹⁰ Para una discusión de estos temas, véase Krugman [2000]. Una buena síntesis de los distintos modelos de crisis cambiarias aparece en Allen, *et al.* [2002] Box 1.

Otro factor que explica las variaciones del tipo de cambio son las modificaciones en el escenario internacional, lo que se conoce normalmente como perturbaciones externas desde el punto de vista de un país o región determinada. Las perturbaciones que repercuten de manera diferente en los distintos países, al afectar el tipo de cambio de equilibrio, generan variaciones en el tipo de cambio real entre países. A su vez, de acuerdo con la teoría sobre áreas monetarias óptimas, esos *shocks* externos tenderán a afectar en mayor medida el tipo de cambio entre dos países cuanto menores sean el comercio bilateral y la sincronía del ciclo económico entre ellos (Bayoumi y Eichengreen [1997]; Eichengreen y Taylor [2002]). Estos temas serán analizados en la próxima sección.

Por último, interesa destacar la importancia de distintos regímenes cambiarios para explicar las variaciones en el tipo de cambio real entre países. En un mundo con total flexibilidad de precios y salarios, la elección del régimen cambiario es indiferente para determinar el tipo de cambio real. Como es bien conocido, los precios y los salarios no son totalmente flexibles, la paridad del poder adquisitivo no se cumple y las devaluaciones nominales explican en gran medida el comportamiento del tipo de cambio real (Froot y Rogoff [1995]; Rogoff [1996]; Obstfeld [2000]). Por lo tanto, en un mundo de inflexibilidad de precios y salarios, la elección del régimen cambiario es relevante para explicar el tipo de cambio real.

Tomemos el caso de perturbaciones externas que modifican el tipo de cambio de equilibrio de los países de una región respecto del resto del mundo, pero que no alteran el tipo de cambio de equilibrio entre ellos. En un contexto de distintos regímenes cambiarios, estas perturbaciones pueden producir oscilaciones importantes en el tipo de cambio real observado entre esos países. La razón de esa variación son los distintos tipos de ajuste para llegar a una nueva situación de equilibrio. En países sujetos a perturbaciones externas de gran magnitud, ello puede ser suficiente para generar una gran volatilidad del tipo de cambio real. Un ejemplo puede ayudar a clarificar el punto. Si dos países que dependen en forma importante del financiamiento externo sufren una fuerte disminución del ingreso de capitales por un período prolongado de tiempo, ello afectará el tipo de cambio de equilibrio. Suponiendo grados de apertura, políticas macro y estructuras productivas similares, es dable pensar que el tipo de cambio de equilibrio debería cambiar de una manera similar en ambos países. Supongamos ahora que los dos países tienen distintos regímenes cambiarios: en un caso, tipo de cambio libre y, en el otro, un sistema de convertibilidad. En el primer caso, el tipo de cambio nominal se modificará con rapidez y de manera tal que posiblemente se ubique en un nivel cercano al de equilibrio en el corto plazo, o que tenga una variación inicial mayor que la requerida (Dornbusch [1976]). Por su parte, el país con un régimen de convertibilidad comenzará el proceso hacia el nuevo equilibrio a través de la deflación de precios y salarios, lo que puede llevar -dependiendo de la flexibilidad de las variables nominales- un largo período de tiempo. El resultado será que durante el período de transición habrá variaciones en el tipo de cambio real entre ambos países.

Como los precios y los salarios son más flexibles hacia arriba que hacia abajo, la volatilidad del tipo de cambio será posiblemente mayor ante perturbaciones que deprecien el tipo de cambio de equilibrio que frente a perturbaciones que lo aprecien. El mismo razonamiento es válido en el caso de una perturbación real, por ejemplo, una variación en los términos de intercambio que afectara a ambos países en forma similar.

Broda [2002] evalúa el comportamiento del tipo de cambio real y del nivel de actividad económica ante variaciones en los términos de intercambio, en un estudio de varios países clasificados de

acuerdo con su régimen cambiario. Se comprueba que el ajuste del tipo de cambio a la nueva situación de equilibrio es más rápido con sistemas de tipo de cambio flexible. Asimismo, se muestra que la variabilidad del nivel de actividad económica es mayor cuanto más rígido es el régimen cambiario.¹¹ Los resultados debieran ser similares ante variaciones en los flujos de capital. En términos del balance de pagos, estas perturbaciones son muchas veces más importantes que las modificaciones de los términos del intercambio. Por otra parte, en el caso de los flujos de capital el impacto sobre el tipo de cambio será mayor cuando más cerrada sea la economía al movimiento de bienes (véase Calvo, Izquierdo y Talvi [2002]).

La argumentación previa no significa que la variabilidad del tipo de cambio deba necesariamente ser mayor cuando los regímenes cambiarios son distintos. De hecho, la experiencia del MERCOSUR muestra, tal como lo señala Fanelli [2001], que la variabilidad cambiaria fue mayor en la década previa a la adopción del sistema de convertibilidad en Argentina. En ese período, los países de la región tuvieron, por lo general, un tipo de cambio bilateral ajustable (*crawling peg*). Las excepciones fueron los períodos de programas de estabilización, durante los que se utilizó el tipo de cambio como "ancla". El Gráfico 2 muestra la tasa de variabilidad del tipo de cambio entre Argentina y Brasil, medida como la diferencia de los logaritmos de las series originales. De la observación del comportamiento del tipo de cambio, se pueden hacer cuatro comentarios. En primer lugar, la variabilidad fue mayor en la década de los años ochenta (Cuadro V), es decir, el período de regímenes cambiarios similares. En segundo lugar, Argentina explica gran parte de la alta volatilidad de la década de 1980, como así también la mayor estabilidad de la década de 1990. Sin embargo, un análisis más detallado de la década de los años ochenta permite apreciar que la gran variabilidad del tipo de cambio está concentrada a comienzos y a fines de esa década. A comienzos de la década, Argentina salió de un esquema de cambio fijo (la "tablita") en el medio de un conflicto militar (la guerra de Malvinas), de atrasos en el pago de la deuda y de la política de "licuación" del valor de los créditos mediante la aceleración inflacionaria. A fines de la década, Argentina pasó por dos hiperinflaciones (1989 y 1990).¹² Es decir, la variabilidad del tipo de cambio real en ambos períodos está fuertemente afectada por hechos extraeconómicos y un fuerte desequilibrio macroeconómico. En tercer lugar, es interesante observar que la variabilidad del tipo de cambio de Argentina es relativamente baja con respecto a todos los países de la región a partir de 1991, aunque hay una variabilidad mayor con respecto a Brasil. Esta mayor estabilidad cambia, tal como puede verse en el Gráfico II y el Cuadro V, con la devaluación argentina a comienzos de 2002. En cuarto lugar y en relación con el punto precedente, es evidente que Brasil es una fuente importante de variabilidad del tipo de cambio en todo el período, pero dada la estabilidad cambiaria argentina de la década de los años noventa, su relevancia para explicar la volatilidad cambiaria de la región es mayor durante la última década y en particular durante la segunda mitad de la misma (véase la variabilidad del tipo de cambio de Brasil en relación con Chile y Uruguay). Por último, la variabilidad del tipo de cambio real entre Argentina y Brasil

¹¹ Que el nivel de actividad económica varíe más con un tipo de cambio fijo que con uno flexible ante *shocks* externos se explica por la ausencia de política monetaria para absorber parte del *shock*. Sin embargo, ello no implica que una política cambiaria más flexible sea siempre la más adecuada ya que, entre otras cosas, dependerá del manejo de las expectativas y de la reputación de la autoridad monetaria. Justamente, una historia de mal manejo fiscal y monetario puede llevar a la elección de regímenes cambiarios muy rígidos como casi la única manera de restablecer la credibilidad.

¹² Como puede verse en el Cuadro V, la volatilidad, medida por la desviación estándar, es mayor en la segunda mitad de la década de 1980.

durante la década de los años noventa está asociada con la puesta en marcha de programas de estabilización en Argentina (1991-1992) y Brasil (1994). Por su parte, la variación del período 1999-2000 se explica por la existencia de un fuerte *shock* externo que alteró el tipo de cambio de equilibrio de la región y que en Brasil produjo una fuerte variación del tipo de cambio nominal y real, y en Argentina una lenta depreciación del tipo de cambio real respecto del dólar estadounidense a través de una dolorosa deflación.¹³ Es esta última experiencia la que ilustra la relevancia de distintos regímenes cambiarios para explicar las modificaciones del tipo de cambio real. La deflación argentina concluyó con el abandono de la convertibilidad, lo que aumentó fuertemente la variabilidad cambiaria en el último quinquenio (Cuadro V).

Por lo tanto, la evidencia empírica en el MERCOSUR muestra que regímenes cambiarios similares no aseguran una relativa estabilidad cambiaria entre los países. La explicación tiene que ver con distintos factores, pero sobresale la importancia de la inestabilidad macroeconómica. Sin embargo, la relativa estabilidad de los tipos de cambio asociada al sistema de convertibilidad vigente en Argentina, terminó en una devaluación de gran magnitud. Por lo tanto, si bien una mayor estabilidad de los tipos de cambio nominales (tipo de cambio fijo) puede generar una menor volatilidad de los tipos de cambio reales durante un cierto período de tiempo, la ausencia de políticas fiscales consistentes o la presencia de fuertes *shock* externos puede llevar a agudizar esta volatilidad en el mediano plazo. Al respecto, Eichengreen y Taylor [2002] muestran que la variabilidad de los tipos de cambio es menor cuando los países adoptan regímenes de tipo de cambio flotante y conducen la política monetaria con el objetivo de lograr una cierta tasa de inflación (*inflation targeting*). La explicación es que, en la mayoría de los casos, los países con tipo de cambio fijo muestran una elevada variabilidad en el momento en que abandonan la paridad.

CUADRO V
VOLATILIDAD DE LOS TIPOS DE CAMBIO REAL EN EL MERCOSUR, 1980-2000

Años	ARG/BRA	ARG/URU	ARG/PAR	ARG/BOL	ARG/CHI	BRA/URU	BRA/PAR	BRA/BOL	BRA/CHI
1980-1984	0,13	0,16	0,14	0,33	0,12	0,10	0,07	0,30	0,04
1985-1990	0,25	0,25	0,27	0,40	0,26	0,05	0,12	0,31	0,08
1991-1995	0,06	0,07	0,06	0,07	0,07	0,03	0,03	0,03	0,04
1996-2000	0,05	0,01	0,04	0,01	0,02	0,05	0,06	0,05	0,05
1998-2002	0,10	0,09	0,09	0,08	0,08	0,06	0,07	0,06	0,05
1980-2002 (*)	0,15	0,16	0,16	0,26	0,15	0,06	0,08	0,21	0,06

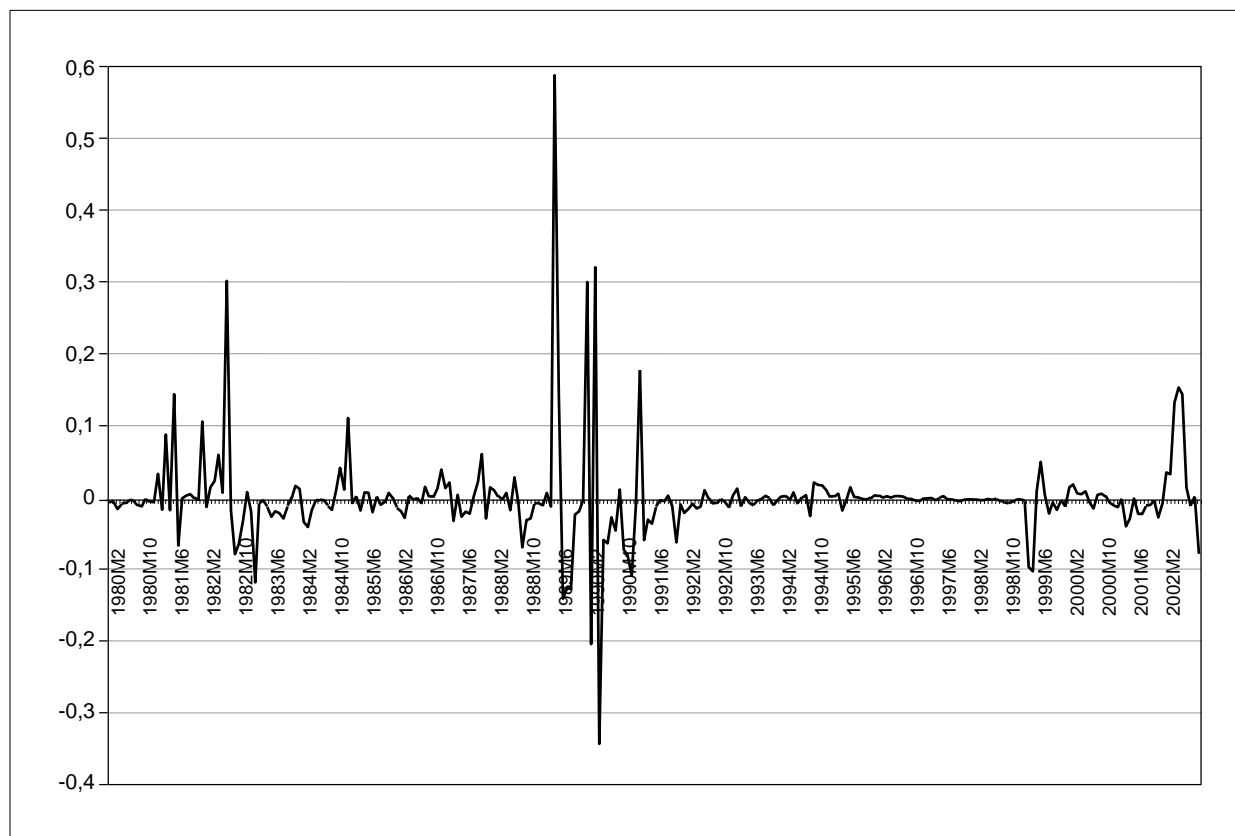
Notas: (*) Promedio simple.

La volatilidad fue calculada como el desvío estándar de la diferencia logarítmica entre cada período y el período anterior, sobre datos mensuales.

Fuente: IFS/IMF [2001].

¹³ Se podría agregar que el "atraso" cambiario previo y los desequilibrios macroeconómicos también contribuyeron a la considerable devaluación nominal y real en Brasil.

GRÁFICO 2
TASA DE VARIACION DEL TIPO DE CAMBIO BILATERAL ARGENTINA-BRASIL, 1980-2002



Fuente: Cálculos propios en base a IMF/IFS [2001].

En síntesis, explicar la variabilidad de los tipos de cambio entre países es extremadamente difícil. La existencia de perturbaciones externas con impacto asimétrico y de distintas políticas macroeconómicas sólo explica parte de esa variación. La gran movilidad de capitales en un contexto de ausencia de información perfecta potencia el comportamiento tipo "manada" y, por ende, las crisis producidas por profecías autocumplidas. El endeudamiento de corto plazo en el sector público y problemas de solvencia y descalce de activos y pasivos en el sistema financiero que hacen prever paquetes de rescate en un futuro cercano, son algunos de los factores que se han agregado últimamente para explicar las crisis cambiarias. Además de esos factores, en este apartado hemos discutido por qué la existencia de regímenes cambiarios distintos también puede afectar la variabilidad del tipo de cambio entre países. Por lo tanto, avanzar en un proceso de integración requiere no sólo coordinar las políticas macroeconómicas, sino también tener regímenes cambiarios similares. Ello no significa desconocer que los países eligen distintos regímenes cambiarios según sus preferencias particulares, es decir, según se adapten a idiosincrasias y circunstancias específicas (Fanelli [2001]). Pero, significa reconocer que esas preferencias pueden llegar a dificultar seriamente el proceso de integración si los países están expuestos a fuertes perturbaciones internacionales.

En el próximo apartado se discuten distintos mecanismos para reducir la variabilidad del tipo de cambio entre los países miembros de un acuerdo. Desde ya que esta discusión es relevante si los

países deciden profundizar el proceso de integración. Si ese no es el caso, significa que el nivel de comercio entre ellos no será demasiado importante y, por lo tanto, tampoco lo serán las fluctuaciones cambiarias (Eichengreen [1997]). Sin embargo, debe tenerse en cuenta que estamos en presencia de un proceso iterativo en el que las decisiones de profundizar la integración son continuas y dependen de la economía política en cada país. En esa situación, las disrupciones ocasionadas por fuertes variaciones cambiarias hacen muy difícil lograr un espíritu cooperativo. Por lo tanto, si bien la decisión política de profundizar la integración es lo relevante para ver qué decisiones adoptar en las distintos áreas y muy especialmente en la política cambiaria, también es cierto que para que esa decisión política pueda ser llevada a la práctica hay que reducir la magnitud de los conflictos comerciales, lo que resulta casi imposible en un contexto de fuerte variabilidad del tipo de cambio. Esta es, quizás, la lección más importante que nos deja la experiencia europea: los intentos de cooperación macroeconómica fueron en todo momento complementarios de los avances de integración, o sea, que la interdependencia incentivó la coordinación, pero la cooperación macroeconómica, en especial los acuerdos cambiarios, posibilitó una mayor interdependencia.

D. Alternativas para reducir la variabilidad del tipo de cambio

¿Cuáles son las alternativas para evitar fuertes oscilaciones en el tipo de cambio dentro de una región o, al menos, para evitar su efecto sobre los países miembros? Lo más contundente es una unión monetaria, la que por definición elimina las variaciones del tipo de cambio entre los países que la integran. Los costos y los beneficios asociados con la formación de una unión monetaria han sido analizados en repetidas oportunidades en la literatura. En la próxima sección evaluaremos el tema en relación con el MERCOSUR. Una alternativa a la unión monetaria es la adopción de una banda de fluctuación de las monedas de los distintos países, al estilo de la "serpiente" europea. En la medida en que la banda sea muy estrecha la solución se parece a una unión monetaria, pero con la complicación de tener que contar con fondos de intervención. Si la banda es muy amplia, hay menos problemas con los fondos de intervención, pero estamos más próximos a los problemas de fuertes variaciones de los tipos de cambio. Si bien Europa pudo mantener un sistema de bandas durante los años ochenta, ello se explica por una política de fuertes controles a los movimientos de capitales en ese momento; a su vez, el arreglo cambiario con bandas más amplias de los años noventa fue sostenible por el anuncio del compromiso de moverse a una unión monetaria (Eichengreen [1993a]; Eichengreen y Ghironi [1996]). Con la magnitud y la volatilidad de los movimientos de capitales en nuestros días y el nivel de reservas internacionales de los países de la región, el establecimiento de una banda de flotación relativamente estrecha, difícilmente sea una solución viable para el MERCOSUR. Ello no significa que no pueda establecerse una banda suficientemente amplia que evite variaciones extremas en los tipos de cambio.

La segunda posibilidad es pensar que la coordinación macroeconómica -excluyendo la unificación cambiaria- debiera acotar las variaciones del tipo de cambio en el mediano plazo. En efecto, dejando de lado las perturbaciones externas y las características de la estructura productiva, no habría razón para esperar una gran variabilidad del tipo de cambio entre dos países que lleven a cabo una política macroeconómica similar o, al menos, la volatilidad estaría más acotada.¹⁴ De

¹⁴ La variabilidad del tipo de cambio entre el euro y el dólar durante los últimos años es una manifestación de que aún en políticas macroeconómicas similares puede haber fuertes variaciones en el tipo de cambio.

hecho, una parte importante de la escasa sincronía de los ciclos en Brasil y Argentina se explica por sus distintas políticas macroeconómicas y, en particular, por la puesta en marcha de programas de estabilización en momentos diferentes. La coordinación macroeconómica no sólo debiera evitar los *shocks* internos asincrónicos, sino que, además, debiera reducir el impacto de los *shocks* externos, los que muchas veces se amplifican por los desequilibrios domésticos. De esa manera, las variaciones del tipo de cambio entre los países miembros debieran estar más acotadas a la existencia de perturbaciones externas con efectos distintos entre países. Desde ya que, como fue mencionado, esos *shocks* externos pueden generar una considerable variabilidad del tipo de cambio si los regímenes cambiarios son diferentes.

Una tercera alternativa es reducir los impactos de la variación del tipo de cambio a través de medidas compensatorias de las devaluaciones reales. Si bien existen distintos mecanismos para ello, la aplicación "consentida" de restricciones comerciales o la puesta en marcha de acuerdos voluntarios de limitación a las exportaciones entre los países miembros tienden a aumentar las tensiones políticas.¹⁵ Por lo tanto, la medida más transparente podría consistir en un tipo de cambio especial dentro de la región para atender ciertas situaciones límites o el establecimiento de aranceles y reintegros a las exportaciones móviles dependiendo del tipo de cambio.

La unión monetaria es la mejor manera de profundizar un proceso de integración en el plano económico y político. Sin embargo, es evidente que una unión monetaria requiere de fuertes compromisos económicos y fundamentalmente políticos; es decir, una unión monetaria es el resultado de un conjunto de políticas adoptadas a través del tiempo. En la transición hacia ese objetivo es necesario contar con mecanismos compensadores que reduzcan los efectos de las alteraciones cambiarias y lograr avances significativos en la coordinación de las políticas macroeconómicas. Es decir, los tres mecanismos no debieran verse como alternativos, sino básicamente como complementarios a través del tiempo.

En las próximas secciones se analizan las tres alternativas en términos generales y su relevancia para el caso específico del MERCOSUR. Comenzamos con una evaluación de las ventajas y dificultades para la creación de una unión aduanera, luego se analizan los criterios para la coordinación macroeconómica y, finalmente, evaluamos los mecanismos compensatorios dentro de la región para reducir el impacto de modificaciones cambiarias.

¹⁵ Teniendo en cuenta la imposibilidad de negociar con Brasil un régimen de compensación general a la devaluación de enero de 1999, Argentina solicitó a las autoridades de Brasil, durante el año 2000, avanzar en acuerdos voluntarios para restringir las exportaciones de ese país a Argentina en ciertos sectores. En ese contexto, algunos acuerdos sectoriales fueron negociados en sectores relativamente concentrados, pero las dificultades fueron insalvables en aquellas actividades con cientos o miles de productores.

III. UNION MONETARIA

A. Introducción

La extensa literatura sobre uniones monetarias, desde el trabajo original de Mundell [1961] y los subsecuentes de McKinnon [1963] y Kenen [1969], señaló varios elementos como determinantes para mostrar la conveniencia de su constitución. Entre ellos los más relevantes son: (a) la sincronía del ciclo económico, (b) el volumen de comercio, (c) la flexibilidad del mercado de trabajo, (d) la existencia de un sistema de transferencias fiscales, y (e) la posibilidad de crear un banco central independiente. Teniendo en cuenta la discusión sobre la sincronía del ciclo económico que se realiza a continuación, quisiéramos agregar otro elemento: las características de las perturbaciones externas que afectan a los países. Si estas perturbaciones fueran similares, debieran verse reflejadas en una mayor correlación de los ciclos económicos. Por lo tanto, nos parece importante considerar las características de las perturbaciones externas en forma independiente, que se hace a continuación de la discusión sobre la sincronía del ciclo económico.

Antes de discutir la viabilidad de una unión monetaria es conveniente hacer los siguientes comentarios: (i) una unión monetaria en el MERCOSUR habría tenido y tendría como objetivo profundizar la integración evitando una fuerte fluctuación del tipo de cambio entre los países miembros. Esta es una de las ventajas mencionadas por la Comisión de las Comunidades Europeas [1990] al proponer la adopción de una moneda común. Otra ventaja, según el informe de la Comisión, sería la reducción de los costos de transacción que, unido a la desaparición de la incertidumbre cambiaria, debiera profundizar el comercio y aumentar los movimientos de capitales en la región. Refiriéndose al MERCOSUR, Giambiagi [2001] llega a afirmar que "la unificación monetaria sería el más poderoso instrumento de política horizontal a disposición de los países miembros del bloque". Las otras ventajas mencionadas por la Comisión en el caso europeo, una moneda internacional más fuerte o la convergencia de las tasas de interés de los países de menor desarrollo a las tasas de interés alemanas, no se aplican al MERCOSUR;¹⁶ (ii) el análisis de los distintos criterios para analizar las ventajas o los inconvenientes asociados con la conformación de una unión monetaria debe reconocer que la teoría de las uniones monetarias óptimas requeriría de la existencia de más países de los que actualmente existen o al menos la existencia de distintas monedas en diferentes regiones de un país. Son múltiples los ejemplos de regiones dentro de un país que tienen diferentes estructuras productivas y que, por lo tanto, enfrentan *shocks* asincrónicos. Impulsado por este enfoque, Mundell [1961] se inclinó por la idea de hacer áreas monetarias suficientemente pequeñas de manera de maximizar el número de autoridades monetarias independientes. Por otro lado, muchos países tienen un tamaño tan pequeño que no se justificaría que tengan una moneda propia, sino que lo más razonable sería la adopción de la moneda de otro país. Sin embargo, tal como sostiene Goodhart [1995], la moneda tiene un valor simbólico como elemento de soberanía. Por lo tanto, los criterios que van a ser discutidos en las próximas páginas deben ser ponderados por una realidad: la adopción de una moneda común es básicamente una elección política; y (iii) tal como sostienen Frankel y Rose [1998] "...un país es más probable que satisfaga los criterios de participación en una unión monetaria *ex-post* que *ex-ante*, ya que una

¹⁶ Una moneda del MERCOSUR no tendría, en el futuro previsible, ninguna relevancia internacional. En lo que respecta a la reducción de las tasas de interés, resulta difícil pensar que una unión monetaria en el MERCOSUR tendría ese efecto en el corto plazo. En el mediano plazo, con años de políticas fiscales y monetaria responsables, en un contexto de instituciones creíbles, podrían ayudar a reducir las tasas de interés de los países miembros.

moneda única incrementará el comercio entre los países miembros y, de esa manera, aumentará la correlación de los ciclos económicos entre ellos". Este tema se vuelve a abordar en las conclusiones de esta sección.

B. El sincronismo de los ciclos económicos

1. Consideraciones generales

Cuanto mayor es la sincronía de los ciclos económicos entre dos países, más conveniente es la constitución de una unión monetaria, ya que es menor la necesidad de ajustar precios relativos y, por lo tanto, no hay costos asociados a la pérdida de la independencia monetaria. En el extremo, si las políticas macroeconómicas son idénticas y las estructuras productivas también lo son, no hay razones para pensar que el tipo de cambio real entre regiones deba variar.

Sin embargo, lo opuesto no es necesariamente cierto, es decir la asincronía de los ciclos económicos no conduce necesariamente a que sea inconveniente la creación de una unión monetaria. La razón es que la ausencia de sincronía puede deberse a motivos muy diversos. Perturbaciones externas con efectos diferentes por país, diferentes regímenes cambiarios y distintas políticas macroeconómicas son algunos de los motivos que pueden explicar la falta de sincronía del ciclo económico.¹⁷ Sólo el primero es determinante al momento de decidir la conveniencia de la unión monetaria, ya que las otras diferencias debieran desaparecer con su constitución. En particular, es imposible pensar en una unión monetaria si no se coordinan las políticas macroeconómicas. Ello no significa desconocer que países con políticas macroeconómicas similares durante un largo período de tiempo seguramente podrán coordinar con mayor facilidad en el futuro, ya que la constitución de una unión monetaria difícilmente elimine las razones que llevaron a diferencias en este campo en el pasado. La experiencia de la Unión Europea con pasos sucesivos en la búsqueda de coordinación macroeconómica es un claro ejemplo en este sentido. Sin embargo, lo que se quiere enfatizar aquí es que la ausencia de políticas macroeconómicas similares no es un problema estructural en el momento de evaluar la conveniencia de establecer una unión monetaria.

Por lo tanto, debido a que la asimetría puede deberse a distintos factores, además de analizar el sincronismo de los ciclos económicos en el apartado C se discuten las perturbaciones externas a la región y su impacto en los distintos países.

2. MERCOSUR

El Gráfico 3 muestra el resultado de la correlación del ciclo económico entre los países pertenecientes a distintos acuerdos de integración. Tal como puede observarse, los ciclos económicos son menos asincrónicos entre los países que forman parte de los distintos acuerdos subregionales de América Latina y el Caribe que entre los que forman parte de la Unión Europea o los países que integran el ASEAN. Más aún, los ciclos aparecen también menos correlacionados que en otros acuerdos en América Latina, como la CAN y, especialmente, el MCCA. A su vez, el Cuadro VI muestra la correlación del ciclo entre los países del MERCOSUR. Como allí puede observarse, el promedio simple del coeficiente de correlación se ha incrementado durante la década de los años noventa,

¹⁷ Las respuestas internas a *shocks* externos también afectan las variaciones del producto.

desde 0,30 en el MERCOSUR y el MERCOSUR ampliado a 0,46 y 0,58, respectivamente. Sin embargo, los coeficientes de correlación para los socios plenos siguen sin ser estadísticamente distintos de cero en un nivel de significación del 10%, excepto en el caso de la correlación entre Argentina y Uruguay. En particular, es necesario destacar que, la correlación de los ciclos entre Argentina y Brasil sigue siendo relativamente baja y no es significativamente distinta de cero.¹⁸

En particular, lo interesante es que la correlación con Bolivia y Chile se ha incrementado y es significativa respecto a todos los socios plenos del MERCOSUR.

CUADRO VI
SIMETRIA DEL CICLO ECONOMICO ENTRE LOS PAISES DEL MERCOSUR Y EE.UU.

Países	1962-2002								Promedio	
	Argentina	Brasil	Paraguay	Uruguay	Bolivia	Chile	EE.UU.	Mundo		
Argentina	1,00								Todos	0,24
Brasil	0,15	1,00							Merco	0,30
	0,32								Merco+	0,30
Paraguay	0,04	0,14	1,00							
	0,78	0,37								
Uruguay	0,50	0,33	0,62	1,00						
	0,00	0,03	0,00							
Bolivia	0,09	0,06	0,46	0,44	1,00					
	0,57	0,70	0,00	0,00						
Chile	0,24	0,07	0,59	0,59	0,12	1,00				
	0,13	0,66	0,00	0,00	0,46					
EE.UU.	-0,02	0,10	-0,06	0,11	0,20	0,22	1,00			
	0,91	0,51	0,71	0,47	0,21	0,17				
Mundo	0,04	0,28	0,04	0,25	-0,05	0,42	0,65	1,00		
	0,79	0,07	0,80	0,10	0,75	0,00	0,00			

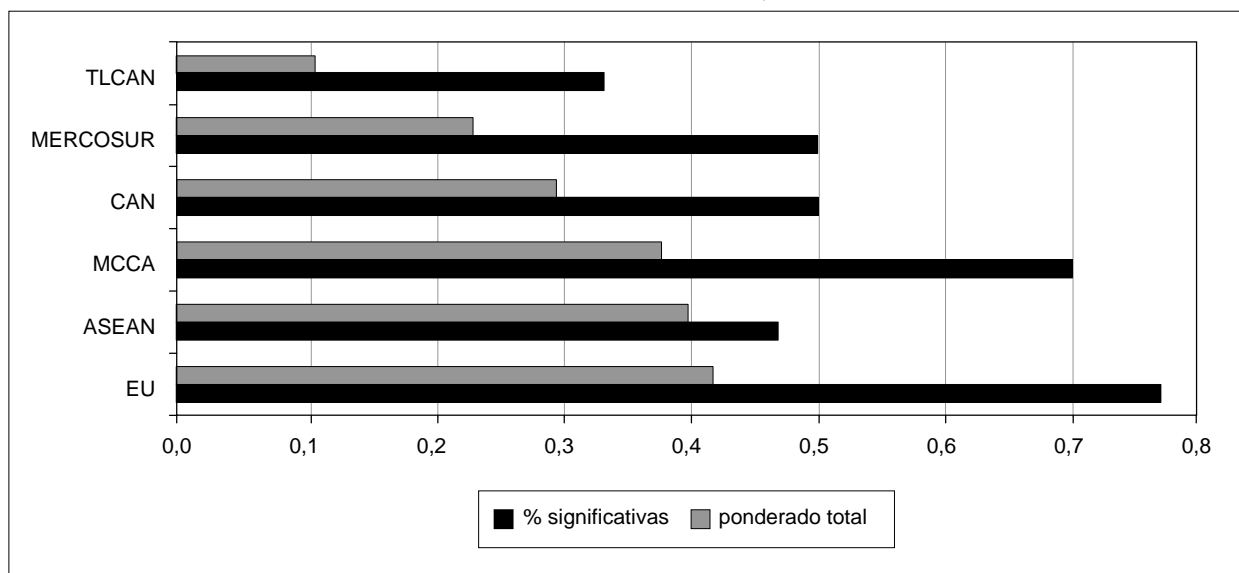
Países	1990-2002								Promedio	
	Argentina	Brasil	Paraguay	Uruguay	Bolivia	Chile	EE.UU.	Mundo		
Argentina	1,00								Todos	0,38
Brasil	0,33	1,00							Merco	0,46
	0,27								Merco+	0,58
Paraguay	0,29	0,45	1,00							
	0,33	0,12								
Uruguay	0,95	0,34	0,36	1,00						
	0,00	0,25	0,22							
Bolivia	0,75	0,47	0,66	0,81	1,00					
	0,00	0,10	0,01	0,00						
Chile	0,71	0,33	0,74	0,75	0,77	1,00				
	0,01	0,28	0,00	0,00	0,00					
EE.UU.	0,10	0,34	-0,27	0,24	0,17	-0,19	1,00			
	0,74	0,26	0,38	0,44	0,57	0,53				
Mundo	-0,13	-0,07	-0,10	0,09	0,09	-0,07	0,53	1,00		
	0,67	0,82	0,74	0,77	0,76	0,83	0,06			

Nota: debajo de los coeficientes de correlación se encuentra el p-estadístico. En negrita los coeficientes positivos y significativos estadísticamente.

Fuente: Cálculos propios con base en WDI [2001].

¹⁸ Utilizando datos trimestrales entre Argentina y Brasil, las correlaciones muestran un patrón similar. Además, los países de la región no muestran ninguna correlación especial con el ciclo de la economía de EE.UU. o de la economía mundial.

**GRÁFICO 3
CORRELACION DE LOS CICLOS, 1960-1999**



Nota: Porcentaje de observaciones significativas estadísticamente y promedio total ponderado (PIB) de todas las correlaciones.

Fuente: Cálculos propios en base a datos anuales de WDI [2001].

C. Perturbaciones externas

1. Consideraciones generales

Tal como fuera mencionado en el apartado anterior, la ausencia de sincronía en los ciclos económicos no implica necesariamente que a una determinada región no le convenga avanzar hacia la conformación de una unión monetaria. Para ello es necesario evaluar si las perturbaciones externas son sincrónicas y si tienen impactos similares en los diferentes países.

Varios trabajos (Bayoumi y Eichengreen [1994]; Arora [1999]; Bayoumi y Mauro [2002]) han tratado de diferenciar las perturbaciones de demanda global de las perturbaciones de oferta. Bajo el supuesto de que las perturbaciones de demanda están más contaminadas por políticas y factores domésticos que las perturbaciones de oferta, la correlación entre estas últimas es una señal de un mayor sincronismo del ciclo entre países con similares políticas macroeconómicas. Por lo tanto, una mayor correlación es una buena prueba de las probabilidades de éxito de la coordinación macroeconómica en un mismo acuerdo de integración.

Esta metodología resulta atractiva porque es fácil interpretar sus resultados, pero tiene algunas limitaciones como el supuesto sobre el carácter independiente de ambos tipos de perturbaciones y el hecho de que las perturbaciones de demanda sólo afecten la tasa de inflación, mientras que las de oferta impactan tanto en la tasa de inflación como en el nivel de producto. Un ejemplo de estos problemas es un programa de estabilización, el que, al cambiar expectativas, puede atraer inversiones extranjeras. Estas inversiones tendrían, vía el impacto sobre el *stock* de capital y la incorporación de tecnología, un efecto permanente sobre el nivel de ingreso. En este caso hay una obvia relación entre una perturbación de demanda y un cambio permanente en el nivel de producto que no sería

captado adecuadamente por la metodología. Vale la pena recordar que los países del MERCOSUR tienen una larga historia de planes de estabilización con estas características.¹⁹

Teniendo en cuenta estas dificultades nos pareció más apropiado analizar las características de las perturbaciones externas, en particular el comportamiento de los términos del intercambio y de los flujos financieros, que fueron las perturbaciones más importantes a que ha estado sujeta la región.²⁰

Los términos del intercambio no son una medida exacta de los *shocks* en el mercado de bienes. Los motivos son: (i) las variaciones en los precios de exportación e importación pueden tener distinto efecto en la estructura productiva según el grado de apertura de la economía; y (ii) ciertos productos de exportación pueden tener un peso excesivo en el comercio internacional en relación con su participación en la estructura productiva. Es decir, los términos del intercambio miden el impacto sobre la cuenta corriente de un *shock* externo, pero no necesariamente el efecto sobre la estructura productiva de un país.²¹ No obstante, otra medida, como la diversificación de las exportaciones (Bayoumi y Eichengreen [1997]; Eichengreen [1998a]), no nos parece adecuada para analizar la sincronía de las perturbaciones externas. Es cierto que si la estructura productiva y las exportaciones son más diversificadas, es probable que las perturbaciones reales introduzcan menor volatilidad en el nivel de actividad económica y en el tipo de cambio. Sin embargo, países con componentes similares de productos primarios en sus exportaciones pueden tener perturbaciones asincrónicas porque el precio de estos productos se mueve de manera diferente en los mercados internacionales.²² Además, hay países de la región que exportan petróleo y otros que lo importan. Por todo ello, y a pesar de las limitaciones, nos ha parecido que la manera más adecuada de analizar la sincronía de las perturbaciones reales es evaluar el comportamiento de los términos del intercambio.

Las variaciones en la oferta de fondos a una región en particular, por razones originariamente ajenas a la misma, afectan el tipo de cambio al aumentar o disminuir el desequilibrio en cuenta corriente.^{23/24} Las oscilaciones de los flujos de capitales a países emergentes, más que las modificaciones en los términos del intercambio, son los que básicamente explican las variaciones

¹⁹ De cualquier manera, la correlación de las perturbaciones de oferta estimadas con esta metodología para el MERCOSUR no es significativamente distinta de cero para todos los pares de países del MERCOSUR (Arora [1999]).

²⁰ Se pueden agregar otras perturbaciones a las mencionadas: las variaciones en el producto mundial, los cambios tecnológicos que pueden tener distintos efectos sobre los países dependiendo de sus estructuras productivas y las variaciones en la tasa de interés internacional. Las modificaciones de la tasa de interés internacional tienden a afectar los flujos de capitales a países emergentes y, por lo tanto, debieran estar captadas, al menos parcialmente, cuando se consideran los movimientos de capitales. Si estuviéramos considerando los países de América Central, las remesas de fondos de los nacionales de esos países que trabajan en el exterior serían la principal variable externa a evaluar.

²¹ Por otro lado, la variación de los términos del intercambio, al incidir en el resultado de la cuenta corriente de un país, tiene un impacto que va más allá del efecto directo en la producción.

²² Si se correlaciona las variaciones de los precios internacionales de las *commodities* agropecuarias y minerales publicadas por el FMI (IFS/IMF [2001]), para el período 1980-2000, se obtienen once coeficientes de correlación con signo positivo y cuatro con signo negativo, pero sólo tres son distintos de cero en un nivel de significación del 90%.

²³ En la medida en que sea el sector privado el que se endeuda, el valor actual de los ingresos futuros debiera ser igual a los flujos de capitales actuales. Sin embargo, la experiencia de los últimos años nos muestra que hay un problema de coordinación dentro del sector privado que lleva a que en muchos casos los ingresos futuros de la cuenta corriente sean incompatibles con los pagos asociados a los ingresos actuales, creando problemas de sustentabilidad del sector externo y, en particular, del tipo de cambio.

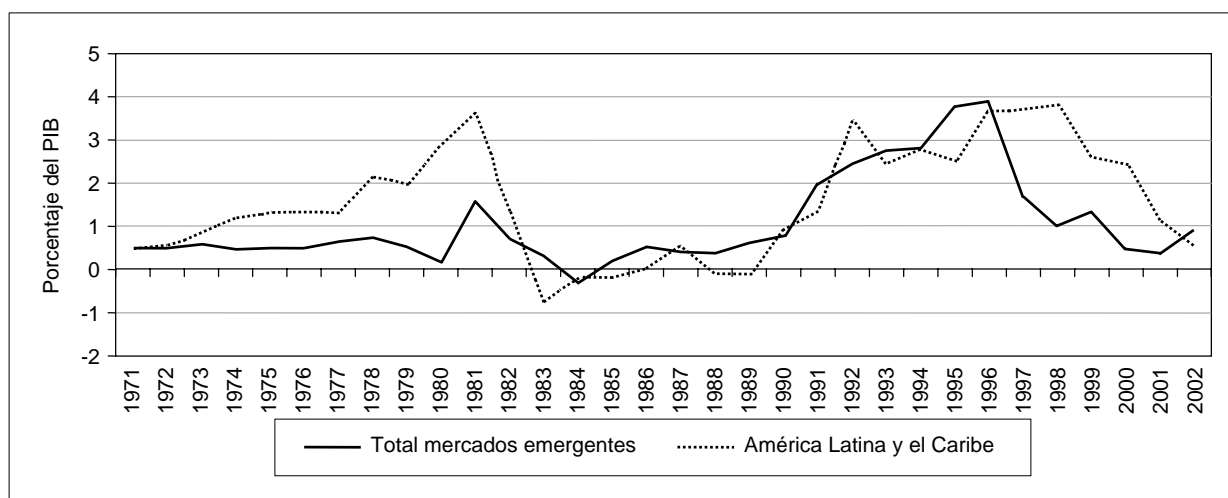
²⁴ Las razones de las variaciones en los movimientos de capitales a los países emergentes no es sólo la variación del rendimiento de los activos financieros en los países desarrollados. Ejemplo de ello es la disminución de los flujos financieros a América Latina a partir de 2001. Al respecto, véase Calvo [2002]. Por ello nos ha parecido mejor tomar en cuenta las variaciones en esos flujos de capitales, sin considerar los motivos que dieron lugar a esos cambios.

en el tipo de cambio real de esos países durante la última década. América Latina ha conocido las dos caras de estos flujos de capitales: la abundancia de fines de los años setenta y gran parte de los años noventa, y las estrecheces de la década de 1980 y la nueva era de "vacas flacas" iniciada en 1998 y que todavía perdura. Esas corrientes, en uno y otro sentido, han modificado el tipo de cambio real de los países de la región.

El Gráfico 4 muestra los movimientos de capitales para el conjunto de los países emergentes y de América Latina. La magnitud de las variaciones sustenta la hipótesis que los movimientos de capitales a los países emergentes se explican, al menos parcialmente, por hechos ajenos a ellos (Calvo [2002]; Calvo, Leiderman y Reinhart [1993]), fenómeno que la región ya había experimentado en la década de los años setenta.²⁵ Además, distintos trabajos empíricos muestran la importancia del efecto contagio entre los países emergentes -el que será más importante cuanto mayor sea la cercanía geográfica y el volumen de comercio- (véase, por ejemplo, De Gregorio y Valdés [2001]; Eichengreen, Hale y Mody [2000]; Dornbusch, Park y Claessens [2000]; Forbes y Rigobon [2000], y Froot, O'Connell y Seasholes [2001]). La existencia de contagio aumenta la posibilidad de perturbaciones comunes, aún en situaciones en las que la salida de capitales o una modificación cambiaría en un determinado país sean consecuencias de factores domésticos.

Aun si las perturbaciones financieras externas fueran comunes entre países, los precios relativos pueden variar como consecuencia de una estructura financiera que genera impactos diferenciados a través de distintos mecanismos de transmisión de la tasa de interés sobre el nivel de actividad económica.²⁶ Además, como fue comentado previamente, cambios simétricos en los movimientos de capitales pueden afectar el tipo de cambio real entre países por la existencia de distintos regímenes cambiarios, en particular si las diferencias entre ellos son extremas (convertibilidad o dolarización y tipo de cambio flotante).

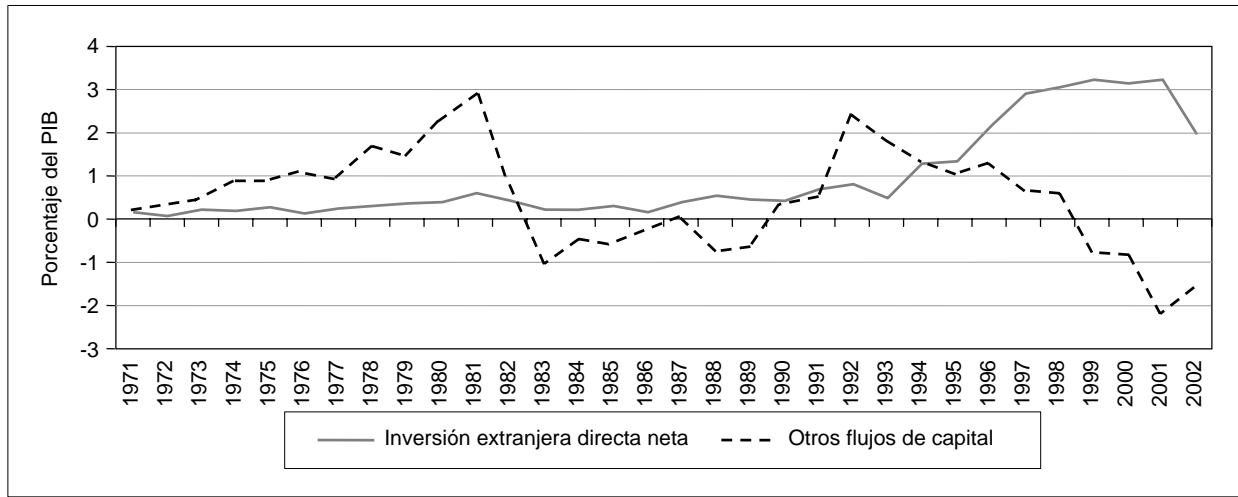
GRÁFICO 4A
FLUJOS DE CAPITAL PRIVADO COMO PORCENTAJE DEL PIB, 1971-2002



²⁵ Para un análisis de la importancia de factores externos en los préstamos de los bancos en la década de los años setenta en América Latina, véase Devlin [1989].

²⁶ Para una discusión sobre el diferente impacto de la política monetaria en los países de la Unión Europea, véase Corsetti y Pesenti [1999].

GRÁFICO 4B
INVERSION EXTRANJERA DIRECTA Y OTROS FLUJOS DE CAPITAL PRIVADO
COMO PORCENTAJE DEL PIB EN AMERICA LATINA, 1971-2002



Fuente: WEO/IMF [2002] y WDI [2002].

Nos interesa analizar si estas perturbaciones son comunes entre países y cuál es su magnitud y su volatilidad. Las perturbaciones comunes entre países no debieran producir variaciones de precios relativos, salvo por la existencia de estructuras productivas o financieras distintas. Si las perturbaciones no son comunes, el impacto sobre los precios relativos dependerá de la volatilidad y la magnitud de esas perturbaciones.

2. MERCOSUR

- Magnitud y volatilidad -

Los países del MERCOSUR, como el conjunto de las naciones en desarrollo, están más expuestos que los desarrollados a perturbaciones externas, tanto en lo financiero como en lo comercial.

El Cuadro VII muestra que, para el período 1970-1999, la magnitud de los flujos de capital privado en términos de producto dirigidos a la región ha sido superior a la de Europa en su conjunto, aunque similar a la de los países de Europa de menor desarrollo relativo.

En lo que respecta a la volatilidad, el Cuadro VIII muestra la variabilidad del ingreso de capitales privados en términos del Producto Interno Bruto (PIB). Como allí puede verse, la volatilidad en el MERCOSUR ha sido menor que la de otros acuerdos subregionales y relativamente similar a la de Europa. Asimismo, cuando se evalúa la magnitud de esa volatilidad, se encuentra que en el 18% de las observaciones de los últimos treinta años, las variaciones anuales en el movimiento de capitales exceden al 3% del producto de cada país. Este valor es inferior al de otros bloques

subregionales y poco mayor que el observado en Europa en el mismo período (Gráfico 5).²⁷ Sin embargo, cuando se adopta como medida de la magnitud de la volatilidad la relación entre el movimiento de capitales y las exportaciones, la situación cambia sustancialmente. En ese caso, el MERCOSUR aparece como la región con mayor volatilidad, ya que en un 39% de los casos analizados las variaciones anuales en los movimientos de capitales exceden al 20% de las exportaciones (Gráfico 6). Que el MERCOSUR aparezca como la economía más volátil cuando se usa esta medida se explica porque la volatilidad de los flujos de capital afecta en mayor medida a las economías más cerradas. Este indicador da una idea de la magnitud del ajuste requerido en el nivel de actividad. El ajuste será mayor en la medida en que el tipo de cambio no afecte las exportaciones e importaciones en el corto plazo, ya que en ese caso la variación en la cuenta corriente será resultado de los cambios en el nivel de actividad económica. Alternativa o complementariamente, éste es un buen indicador de la variación requerida en el tipo de cambio.

En lo que respecta a las perturbaciones comerciales, la volatilidad de los términos del intercambio ha sido algo menor en el MERCOSUR que en otros acuerdos subregionales (Gráfico 7a). También es menor el impacto de la volatilidad en términos del PIB (Gráfico 7b). Además, el Gráfico 8a muestra que la cantidad de casos en los que el impacto de la variación de los términos del intercambio es superior al 20% de las exportaciones es sustancialmente inferior a las observadas en relación con los movimientos de capital.²⁸

**CUADRO VII
FLUJOS DE CAPITAL PRIVADO COMO % DEL PIB**

País	Promedio			1970-1999
	1970-1980	1981-1990	1991-1999	
Argentina	0,83	0,29	2,71	1,23
Brasil	1,51	0,74	2,69	1,61
Paraguay	1,35	0,20	0,76	0,77
Uruguay	3,62	0,90	1,70	2,09
Chile	2,61	4,28	4,68	3,83
Bolivia	0,75	-6,27	6,00	-0,04
MERCOSUR+2 (*)	1,78	0,02	3,09	1,58

²⁷ El Gráfico 5 también muestra qué proporción de observaciones han sido disminuciones bruscas en los flujos de capital (*sudden stops*) y cuáles aumentos bruscos (*sudden starts*). Tal como puede verse, aproximadamente el 50% de los cambios bruscos en los mercados financieros son *sudden stops*, es decir, el contagio en los mercados financieros parece ser tan importante en la etapa de optimismo como en la de pesimismo.

²⁸ El Gráfico 8b muestra la cantidad de casos en los que las variaciones en los términos del intercambio son superiores al 3% del producto. Como puede verse, el impacto es más significativo para el MERCOSUR dado que las economías de los países miembros son cerradas al comercio, especialmente Argentina y Brasil.

UNIÓN EUROPEA

País	Promedio			1970-1999
	1970-1980	1981-1990	1991-1999	
Austria	-1,27	-1,59	1,82	-0,42
Bélgica	0,19	1,95	11,37	4,27
Dinamarca	0,73	1,47	0,85	1,02
Francia	-0,04	0,69	-1,08	-0,11
Alemania	1,07	1,04	1,09	1,07
Grecia	8,48	2,31	4,06	4,98
Irlanda	2,18	2,64	1,79	2,22
Italia	0,10	0,66	-4,61	-1,17
Holanda	-0,03	-1,17	-2,59	-1,22
Portugal	0,13	1,82	4,69	2,13
España	0,47	0,74	2,82	1,29
Suecia	0,44	0,86	0,44	0,58
Reino Unido	0,02	0,78	-0,17	0,22
Unión Europea (*)	0,89	0,87	1,46	1,06

Notas: (*) Promedio simple.

Fuente: Cálculos propios en base a IFS/IMF [2001].

CUADRO VIII LA VOLATILIDAD DE LOS FLUJOS DE CAPITAL PRIVADO COMO PORCENTAJE DEL PIB

	1971-1980	1981-1990	1991-1999	1971-1999
MERCOSUR	<i>0,69</i> 1,87	<i>0,80</i> 1,51	<i>1,14</i> 2,28	<i>1,20</i> 2,09
CAN	<i>0,60</i> 1,80	<i>1,06</i> 3,63	<i>1,67</i> 4,00	<i>1,23</i> 4,13
MCCA	<i>0,83</i> 2,84	<i>1,29</i> 5,21	<i>3,11</i> 10,04	<i>2,43</i> 7,18
CARICOM (1)	<i>0,90</i> 3,89	<i>1,41</i> 4,94	<i>2,43</i> 5,82	<i>1,97</i> 6,16
TLCAN	<i>0,20</i> 0,87	<i>0,87</i> 2,17	<i>0,90</i> 1,84	<i>0,75</i> 2,05
ASEAN	<i>0,83</i> 1,18	<i>1,92</i> 3,00	<i>5,12</i> 6,44	<i>3,14</i> 5,20
UE	<i>0,39</i> 1,30	<i>0,50</i> 1,13	<i>0,97</i> 2,66	<i>0,68</i> 2,44

Notas: En letra itálica esta medida la volatilidad del promedio ponderado por PIB, y en letra normal el promedio simple de las volatilidades de cada país.

(1) Debido a problemas de información para la CARICOM se incluyeron sólo cuatro países: Guyana, Haití, Jamaica y Trinidad y Tobago, que representan el 63% del PIB regional.

Fuente: Machinea y Monteagudo [2002].

CUADRO IX
MATRIZ DE CORRELACION DE LOS INGRESOS DE FLUJOS DE CAPITAL PRIVADO
COMO PORCENTAJE DEL PIB ENTRE PAISES DEL MERCOSUR, 1971-1999

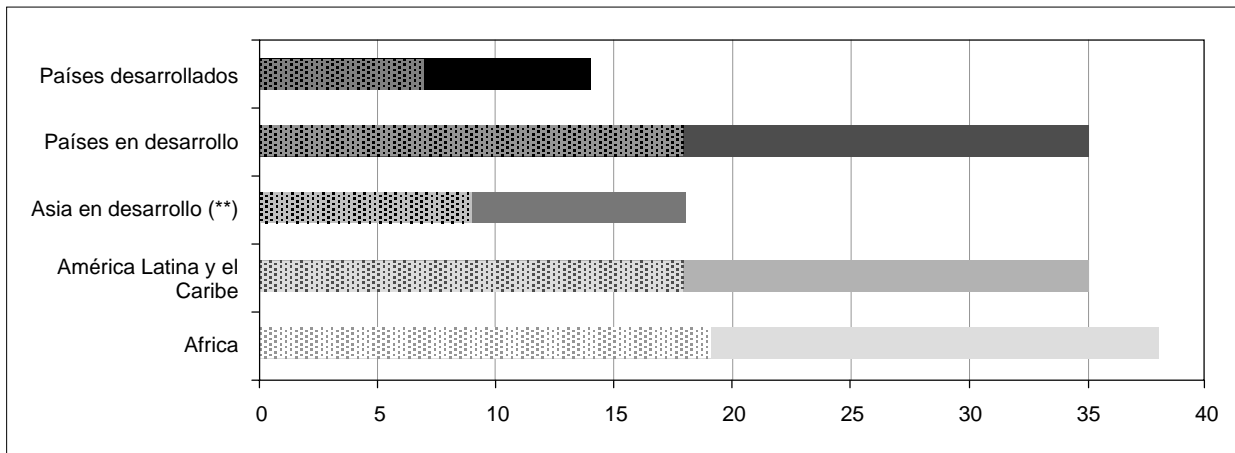
País	Argentina	Brasil	Paraguay	Uruguay	Chile	Bolivia
Argentina	1,00					
Brasil	0,29	1,00				
	0,13					
Paraguay	0,09	0,45	1,00			
	0,64	0,02				
Uruguay	0,50	0,26	0,57	1,00		
	0,01	0,17	0,00			
Chile	0,39	0,37	0,50	0,54	1,00	
	0,04	0,05	0,01	0,00		
Bolivia	0,27	0,50	0,25	-0,04	0,07	1,00
	0,15	0,01	0,19	0,84	0,73	

Nota: Debajo de cada coeficiente de correlación se encuentra el nivel de significación estadística. En negrita los coeficientes positivos y significativos estadísticamente.

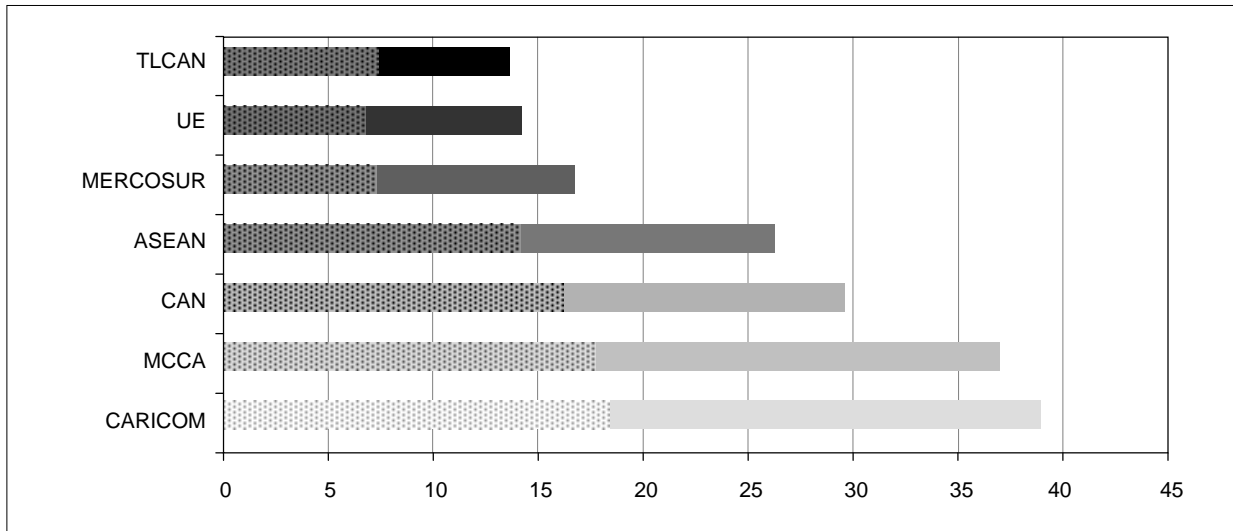
Fuente: Cálculos propios en base a IFS/IMF [2001].

GRÁFICO 5
LA DIMENSION DE LA VOLATILIDAD Y LOS SUDDEN STOPS
DE LOS FLUJOS DE CAPITAL PRIVADO, 1971-1999
 Variaciones anuales > al 3% del PIB (*)

(A) REGIONES



(B) ACUERDOS DE INTEGRACIÓN REGIONAL Y LOS *SUDDEN STOPS*



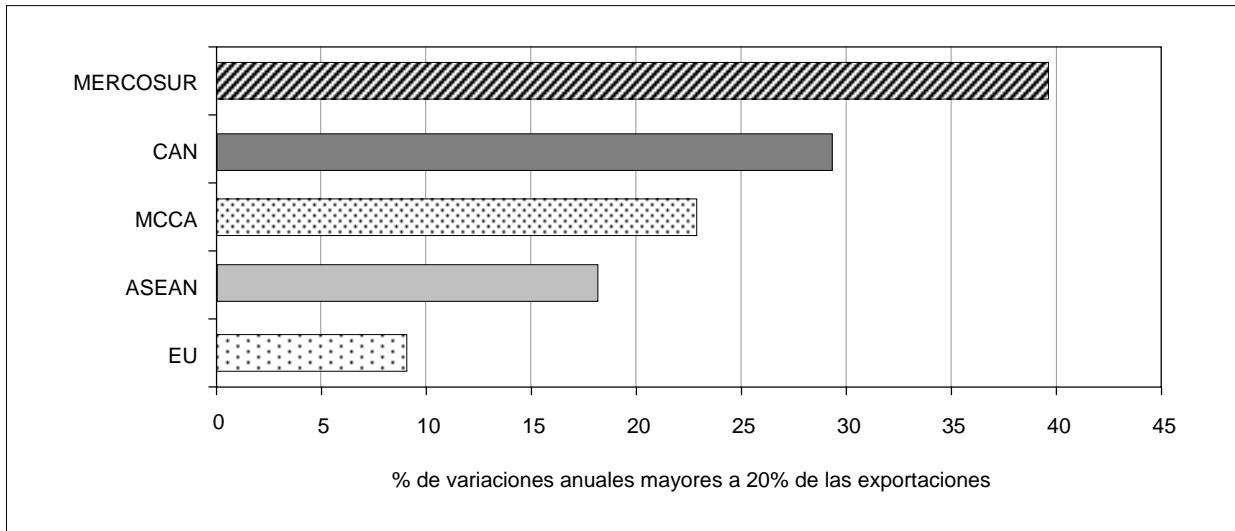
Notas: (*) Porcentaje de observaciones anuales en donde las variaciones en los flujos de capital privado netos superaron el 3% del PIB, en base a datos por país.

(**) Asia en desarrollo: sin incluir a Japón y Corea del Sur.

En líneas de puntos los *Sudden Stops*, es decir, el porcentaje de observaciones anuales en donde las variaciones de los flujos de capital privado netos superiores al 3% del PIB fueron negativas.

Fuente: Machinea y Monteagudo [2002].

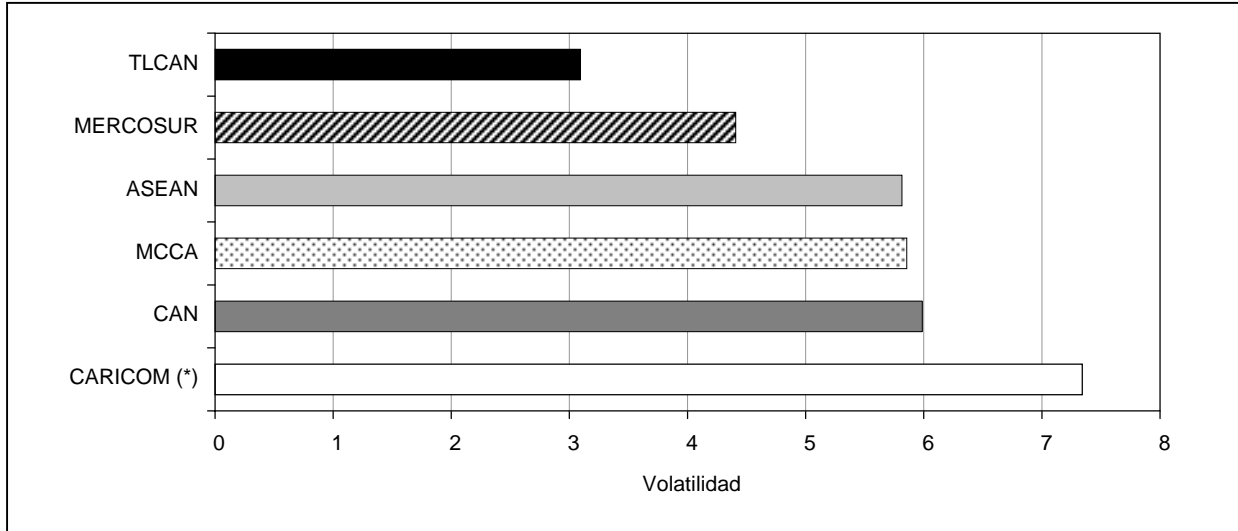
**GRÁFICO 6
LA MAGNITUD DE LA VOLATILIDAD DE LOS FLUJOS DE CAPITAL
COMO PORCENTAJE DE LAS EXPORTACIONES, 1971-1999**



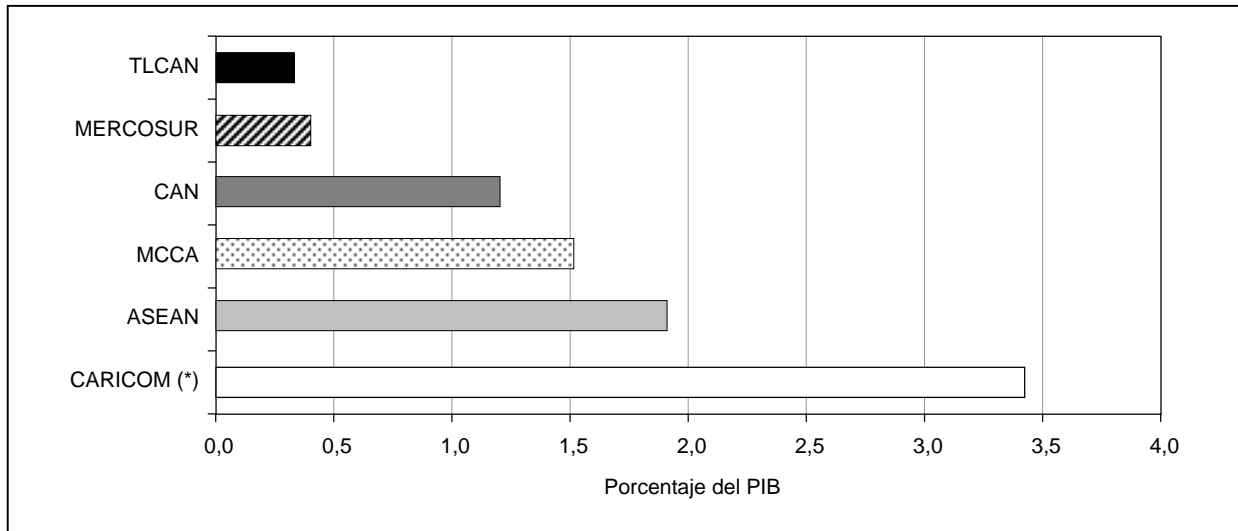
Fuente: Cálculos propios en base a WDI [2001] y WEO/IMF [2001].

GRÁFICO 7
LA VOLATILIDAD DE LOS TÉRMINOS DEL INTERCAMBIO
Y SU IMPACTO EN EL PRODUCTO, 1971-2000

(A) VOLATILIDAD DE LOS TÉRMINOS DEL INTERCAMBIO



(B) IMPACTO EN EL PIB



Notas: La volatilidad regional es la desviación estándar del promedio ponderado por el PIB de las tasas de variación de los términos del intercambio por país.

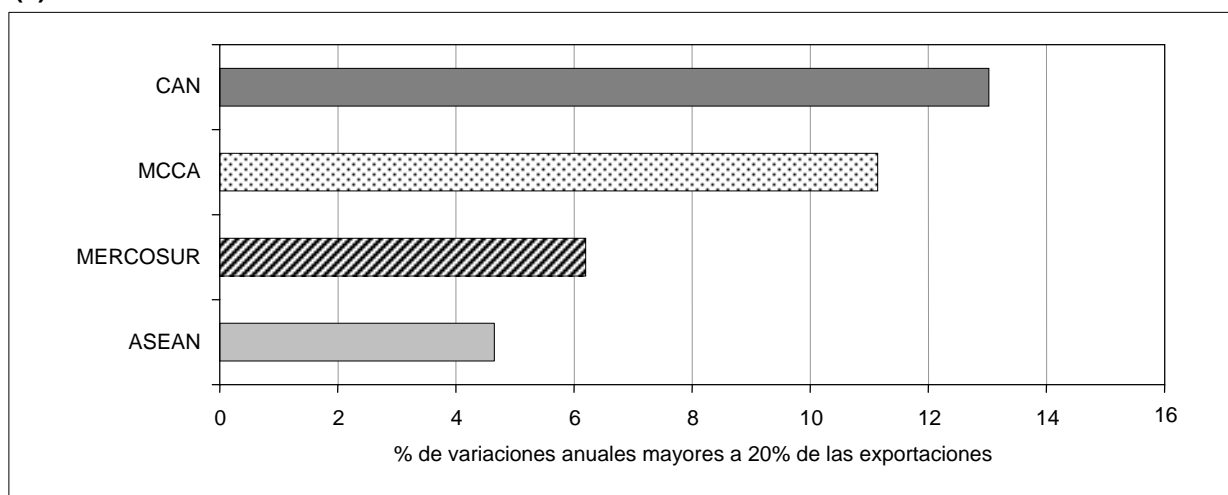
El impacto en el PIB fue calculado como el producto entre el promedio ponderado del coeficiente de apertura (1990-1999) y el indicador del panel a).

(*) Debido a problemas de información se incluyeron sólo cuatro países para la CARICOM: Guyana, Haití, Jamaica y Trinidad y Tobago, que representan el 63% del PIB regional.

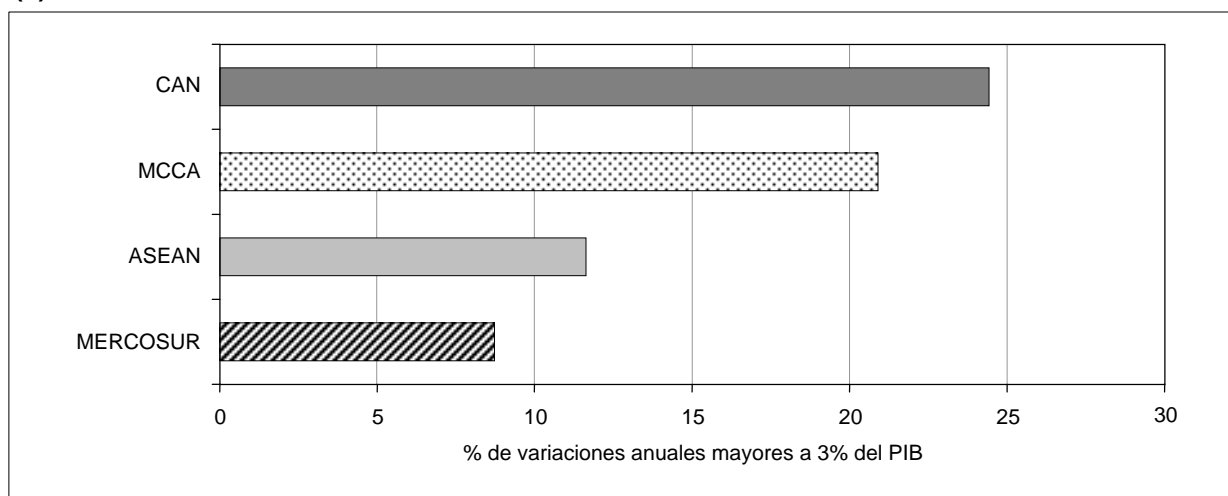
Fuente: IPES [2002], Capítulo 7.

GRÁFICO 8
LA MAGNITUD DE LA VOLATILIDAD DE LOS TERMINOS DEL INTERCAMBIO, 1971-2000

(A) COMO PORCENTAJE DE LAS EXPORTACIONES



(B) COMO PORCENTAJE DEL PIB



Notas: El indicador (a) fue calculado como la tasa de variación de los términos del intercambio.

El indicador (b) es el resultado del producto entre la tasa de variación de los términos del intercambio y el coeficiente de apertura.

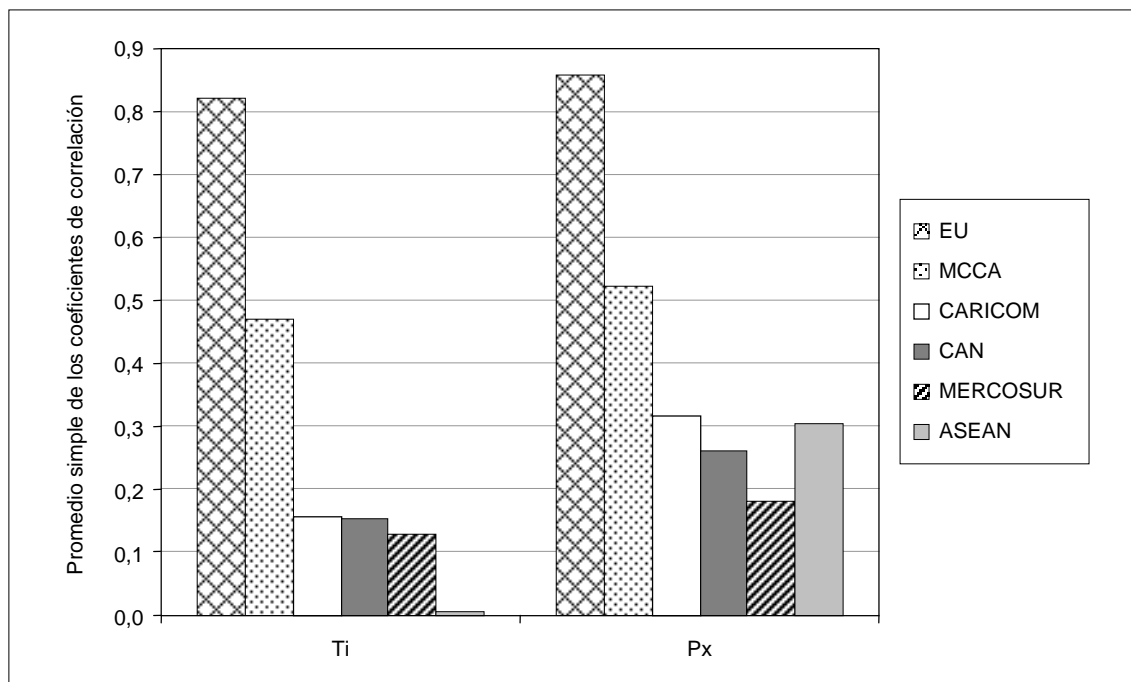
Fuente: Cálculos propios sobre datos de WDI [2001].

- Sincronismo -

El Gráfico 9 muestra la correlación entre las tasas de variación de los precios de exportación y los términos del intercambio en distintos acuerdos regionales. Tal como puede verse, la correlación es menor en el MERCOSUR que en casi cualquier otro acuerdo de integración subregional. Tampoco

los precios de exportación muestran una elevada correlación en el caso del MERCOSUR.²⁹ En el otro extremo encontramos a la Unión Europea, donde los *shocks* externos asociados a los términos del intercambio muestran un gran sincronismo. Esta es una manifestación de un hecho conocido: la integración en Europa ha producido comercio intra-industrial y no una especialización por sectores que, a su vez, ha aumentado la similitud de las estructuras productivas (Frankel y Rose [1998]).

GRÁFICO 9
CORRELACION DE LOS TERMINOS DEL INTERCAMBIO (Ti) Y DE LOS PRECIOS DE EXPORTACION (Px), 1960-2000



Notas: La correlación está expresada como el promedio simple de los coeficientes de correlación de las tasas de variación entre los países miembros de cada acuerdo regional.

Debido a problemas de información se incluyeron sólo cuatro países para la CARICOM: Guyana, Haití, Jamaica y Trinidad y Tobago, que representan el 63% del PIB regional.

Fuente: Cálculos propios en base a WDI [2001].

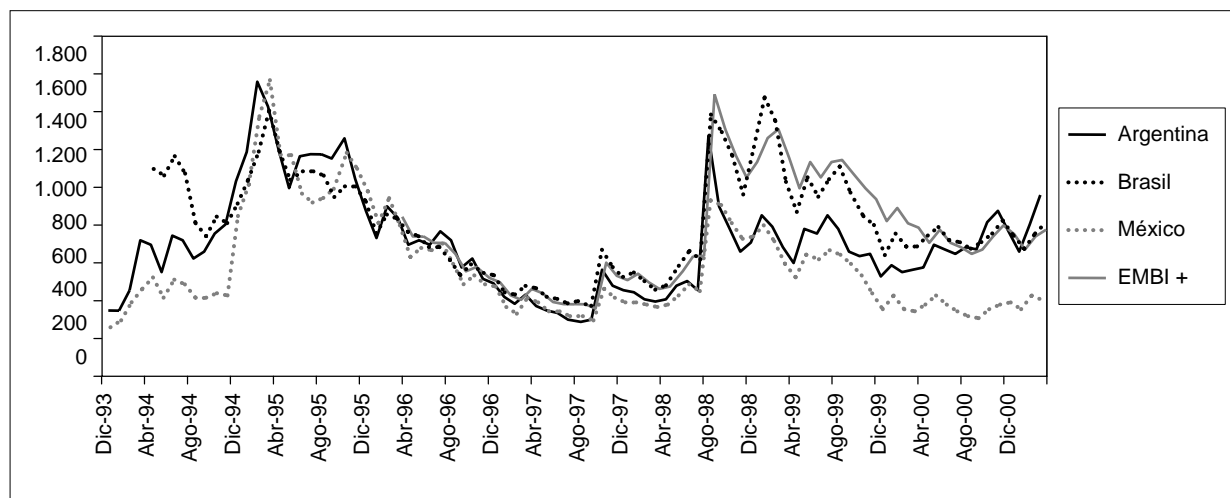
En lo que respecta a los mercados financieros, el Cuadro IX muestra la correlación entre los ingresos de capitales privados. Tal como allí puede verse, cuando se considera el período 1971-1999, de quince coeficientes de correlación, catorce son positivos aunque sólo ocho lo son en un grado de significación del 10%. En el caso de los socios plenos del MERCOSUR, los seis coeficientes de correlación son positivos, pero sólo tres son significativamente distintos de

²⁹ La comparación se hizo utilizando los precios de exportación e importación que publica el Banco Mundial. Cuando para América Latina se utiliza la serie de precios de exportación e importación de la CEPAL (1980-2000), los resultados son similares en lo que respecta a la baja correlación de los términos del intercambio en el MERCOSUR. Sin embargo, con la información de la CEPAL se observa una mayor correlación de los precios de exportación (el coeficiente promedio de correlación es de 0,67). La diferencia no se explica por los distintos períodos cubiertos por ambas series, ya que la correlación sigue siendo muy baja cuando la estimación, con datos del Banco Mundial, se realiza para el período 1980-2000.

cero. Sin embargo, los datos no muestran correlación entre los dos países más grandes, Argentina y Brasil, y el coeficiente de correlación promedio para la región es de sólo 0,38. Este resultado no es sorprendente, ya que los movimientos de capitales privados están influidos por las políticas macroeconómicas internas. Los numerosos trabajos que toman en cuenta las políticas económicas domésticas muestran una mayor correlación entre los movimientos de capitales. La correlación tiende a ser más elevada cuando se relaciona el precio de los activos financieros.³⁰ El Gráfico 10a muestra una elevada correlación, al menos hasta marzo de 2001, entre el *spread* de los bonos soberanos (EMBI +) de Argentina y Brasil.³¹ A partir de ese momento la crisis Argentina dejó de contagiar a la región y a Brasil en particular (Gráfico 10b).³² Posiblemente, la razón haya que buscarla en la duración de la crisis, que permitió a todos los inversores hacer un cambio ordenado de sus portafolios de inversión.

En síntesis, los países de la región no muestran, a diferencia de Europa, una elevada correlación de los términos del intercambio. En el ámbito financiero, hay evidencia de que cuando se toman en cuenta las políticas domésticas, los países sufren perturbaciones similares. A favor de una mayor correlación juega el hecho de que la interdependencia financiera es grande entre los países emergentes y que la misma aumenta cuanto mayor es la cercanía geográfica y el volumen de comercio. Dado que el impacto sobre la cuenta corriente y la volatilidad de los movimientos de capitales es considerablemente mayor que la de los términos del intercambio, la correlación entre los primeros es mucho más relevante para la coordinación de las políticas económicas.

GRÁFICO 10A
"RIESGO PAIS": DICIEMBRE 1993 - MARZO 2002

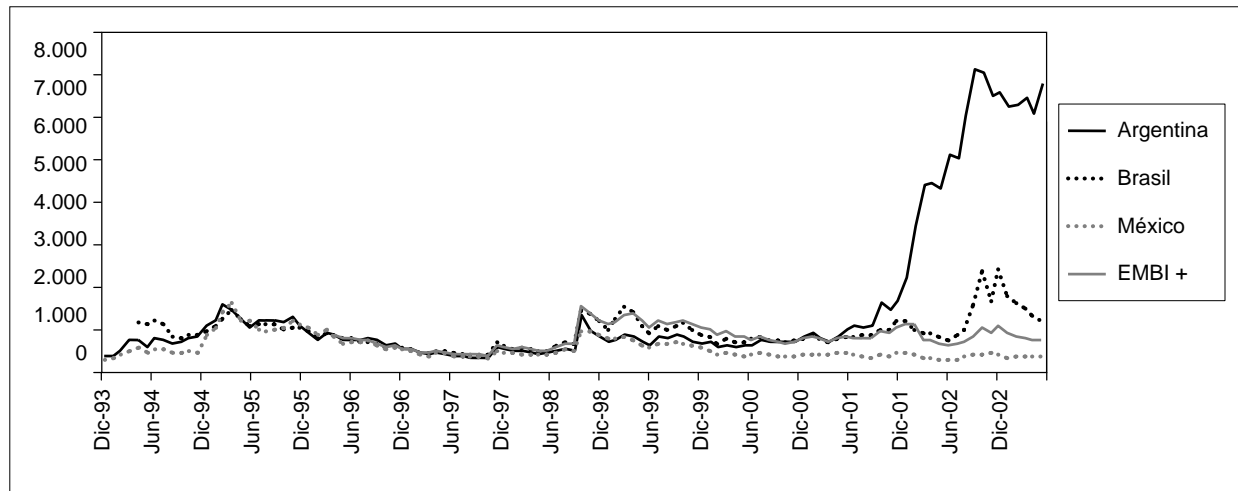


³⁰ Eichengreen, *et al.* [2000] y Froot, *et al.* [2001] muestran evidencia de una mayor correlación de los precios de los activos financieros que de las cantidades.

³¹ Los coeficientes de correlación del EMBI de Argentina con Brasil, México y el EMBI general hasta marzo del año 2001 eran de 0,78, 0,86 y 0,80, respectivamente. Cuando el cálculo se extiende hasta febrero de 2003, los coeficientes de correlación cambian a 0,64, 0,22 y 0,11, respectivamente.

³² Cuando se incluye la totalidad del año 2001, el coeficiente de correlación disminuye a 0,24 con Brasil y deja de ser significativamente distinto de cero en el caso de México. El contagio parece haberse reiniciado a comienzos de 2002 en el caso de Uruguay. Es evidente que después de la devaluación de Brasil y de Argentina el mantenimiento del tipo de cambio en Uruguay era muy difícil. En lo que respecta a Brasil, sin duda hubo influencia argentina, pero las razones del súbito aumento del riesgo país deben buscarse en hechos económicos y políticos propios del país.

GRÁFICO 10B
"RIESGO PAIS": DICIEMBRE 1993 - FEBRERO 2003



Fuente: Morgan [2002].

D. Interrelación comercial

1. Consideraciones generales

Una unión monetaria reduce la incertidumbre y los costos de transacción entre los países miembros por lo que el aumento del bienestar es mayor cuanto mayor sea la interrelación entre ellos y, en particular, cuanto más intensos sean los lazos comerciales. Por otro lado, en la medida en que, tal como fue comentado, la unión monetaria aumenta el comercio, al tiempo que permite profundizar la integración financiera y de los mercados de capitales, es razonable pensar que su constitución favorece una mayor convergencia de los ciclos económicos. A través de la integración comercial, los problemas macroeconómicos internos, al modificar la demanda de importaciones y la oferta de exportaciones, afectarán a los principales socios comerciales, contagiando los ciclos positivos y negativos. Además, al convertir a los países en más interdependientes, la interdependencia comercial genera estímulos para coordinar sus políticas macroeconómicas.

Sin embargo, el impacto de la mayor interdependencia comercial sobre el sincronismo de los ciclos económicos dependerá crucialmente de las características del comercio. En un extremo, si los países se especializan en bienes en los que tienen ventajas comparativas e intensifican el comercio inter-industrial, una mayor interrelación comercial no favorecerá el sincronismo de los ciclos económicos.³³ Mas aún, en ese caso la intensificación de la relación comercial puede acentuar el carácter idiosincrásico de los ciclos económicos en cada país.³⁴ Por otro lado, cuanto más comercio intra-industrial exista, mayor será la similitud de las estructuras productivas (Frankel y Rose [1998]). Como esta es la característica del comercio entre países industriales, desde la óptica del sincronismo

³³ La sincronía será aún menor si los precios de los productos que comercian están determinados en el mercado internacional.

³⁴ Según Eichengreen [1992] y Krugman [1993] una integración creciente incentiva la especialización porque cada economía tiene la oportunidad de explotar sus ventajas comparativas.

del ciclo económico, las uniones monetarias parecen tener mayor sentido entre países desarrollados. Queda preguntarse en qué medida el comercio aumenta el sincronismo del ciclo económico cuando el comercio es Norte-Sur o Sur-Sur. Un trabajo reciente (Calderón, Chong y Stein [2003]) muestra que el aumento del comercio Norte-Sur y Sur-Sur favorece el sincronismo de los ciclos, aunque en una proporción sustancialmente menor a la que se da entre países industrializados. Sin embargo, el hecho de que haya más comercio intra-industrial dentro de los acuerdos comerciales, ya sea como consecuencia de factores dinámicos de especialización en un contexto de creación de comercio o como resultado del desvío de comercio, debiera tender a aumentar la sincronía del ciclo dentro de esos acuerdos.

2. MERCOSUR

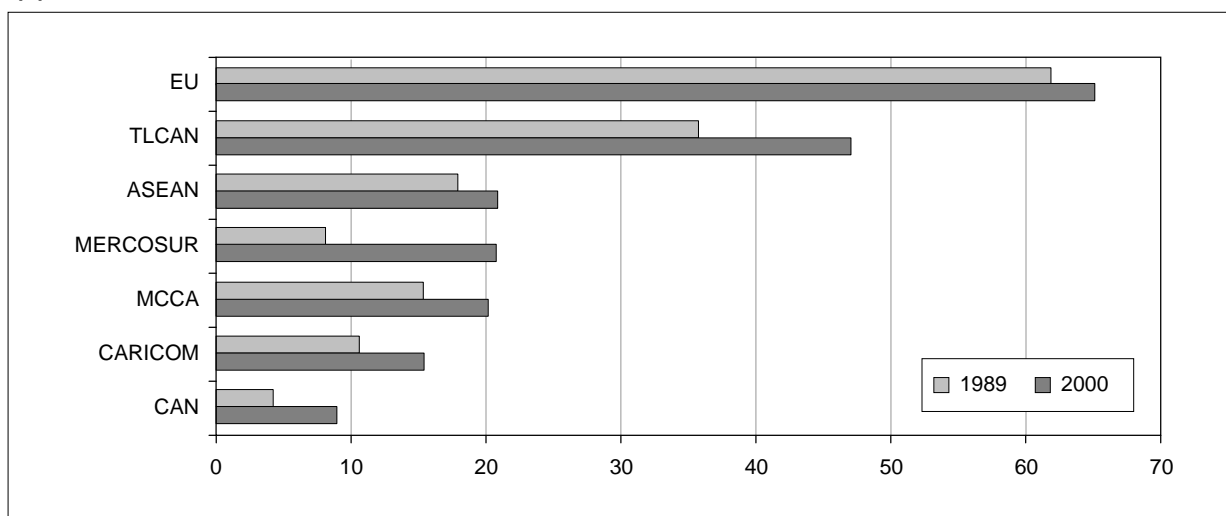
El volumen del comercio intra-MERCOSUR aumentó considerablemente durante la última década. Sin embargo, tal como puede verse en el Gráfico 11a el comercio regional sigue siendo poco significativo, ya que las exportaciones a la región sólo representaban el 2,3% del PIB de los países miembros. Desde ya, ese porcentaje es mayor para los socios de menor tamaño relativo (Gráfico 12).

El escaso comercio intrarregional en términos de producto dentro del MERCOSUR se explica básicamente por el bajo grado de apertura de Argentina y Brasil y, en menor medida, por el hecho de que el comercio dentro del bloque es un porcentaje menor del comercio total de lo que se observa en otras regiones (Gráfico 11b).

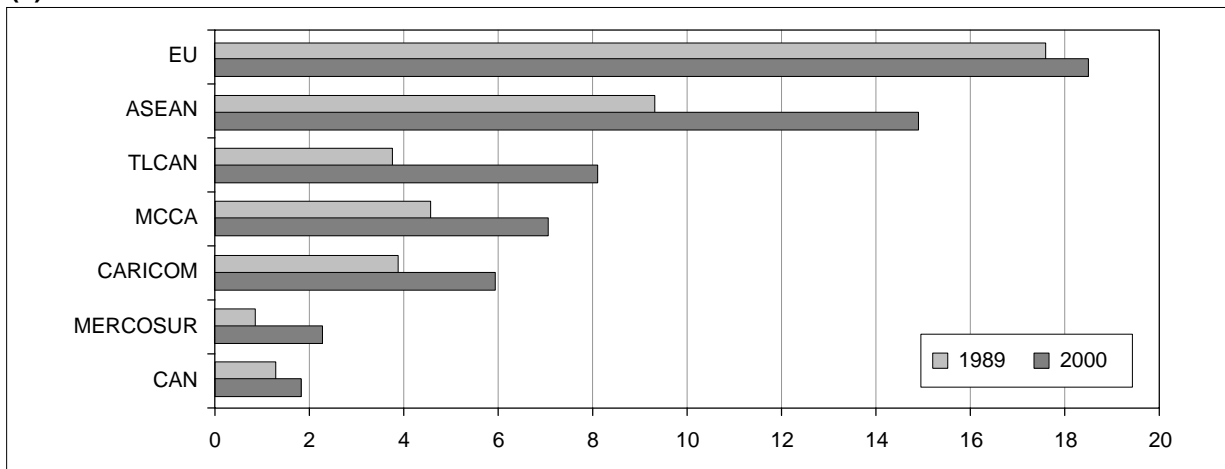
El comercio intra-industrial ha aumentado considerablemente en el MERCOSUR, en especial dentro del bloque (Gráfico 13a y 13b). Asimismo, este tipo de comercio es considerablemente mayor que en otros acuerdos de integración de la región, con la excepción del comercio de México dentro del TLCAN (Gráfico 13b).

GRÁFICO 11
GRADO DE INTERDEPENDENCIA COMERCIAL POR BLOQUE REGIONAL

(A) EXPORTACIONES INTRARREGIONALES COMO PORCENTAJE DE LAS EXPORTACIONES TOTALES



(B) EXPORTACIONES INTRARREGIONALES COMO PORCENTAJE DEL PIB REGIONAL

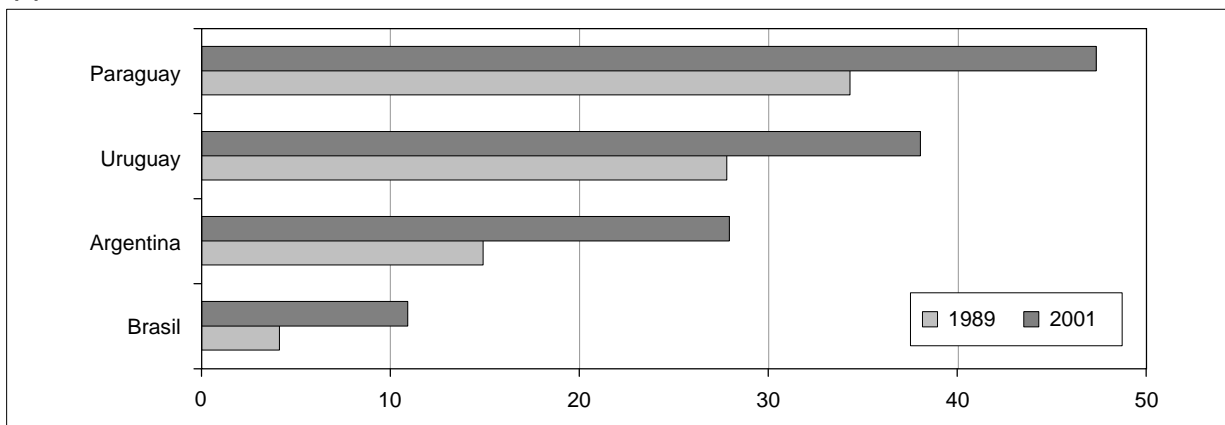


Nota: Por problemas de disponibilidad se utilizaron para los cálculos del comercio intrarregional de la CARICOM datos correspondientes a 1997.

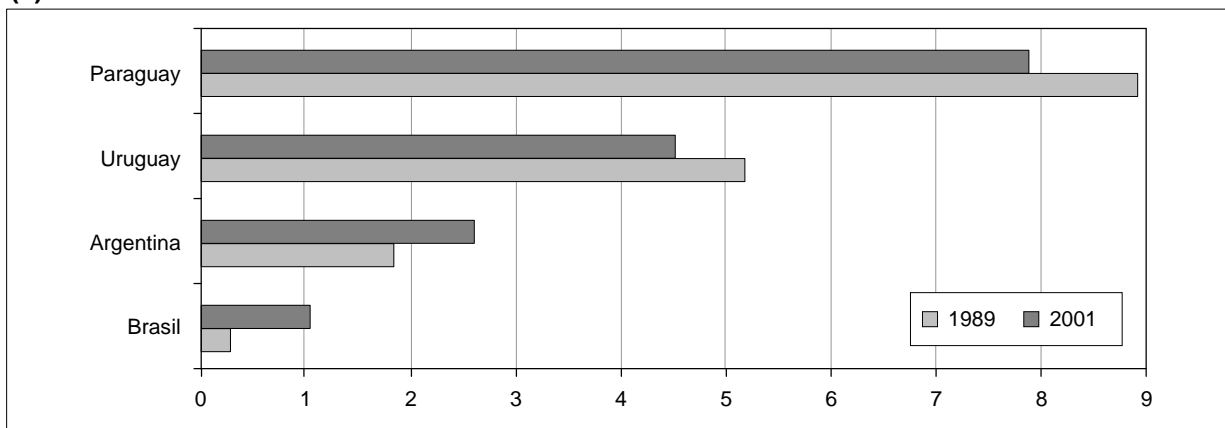
Fuente: Machinea, *et al.* [2002].

**GRÁFICO 12
MERCOSUR, GRADO DE INTERDEPENDENCIA POR PAIS**

(A) COMERCIO INTRARREGIONAL COMO PORCENTAJE DEL COMERCIO TOTAL



(B) COMERCIO INTRARREGIONAL COMO PORCENTAJE DEL PIB



Fuente: Cálculos propios en base a DOTS/IMF [2002].

GRÁFICO 13A
COMERCIO INTRA-INDUSTRIAL INTRA Y EXTRARREGIONAL, 1997
 (Como % del comercio con cada región)

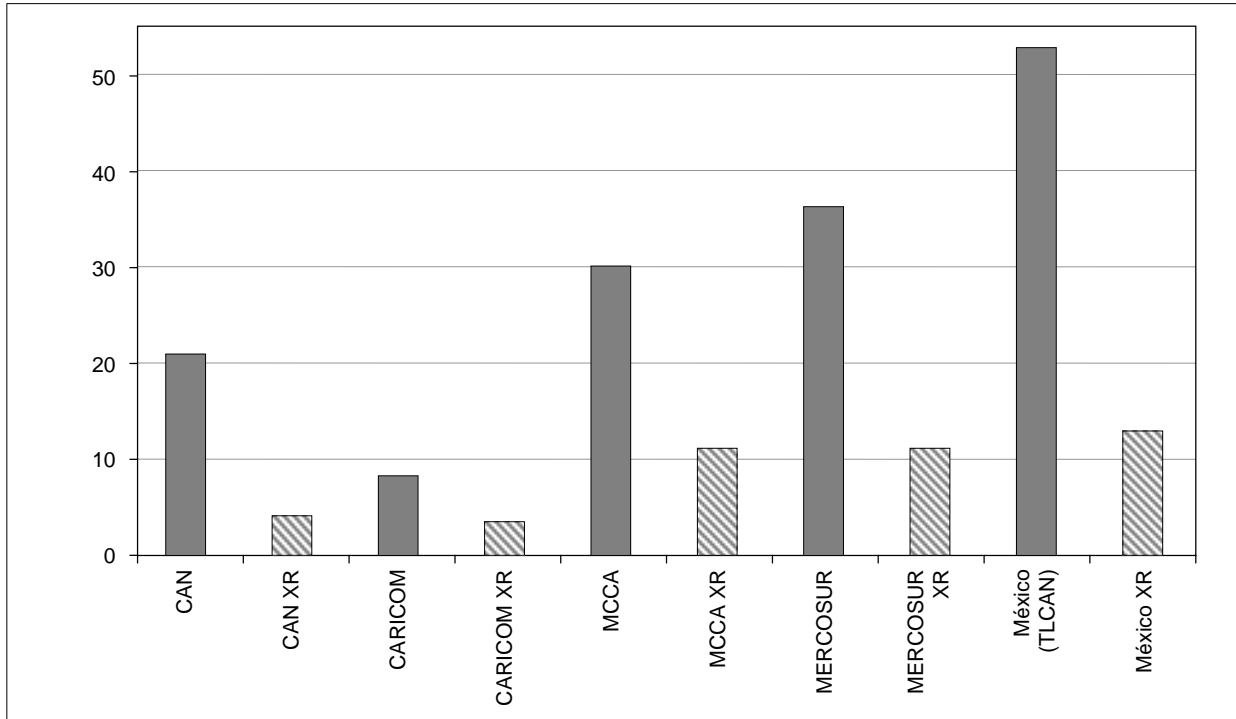
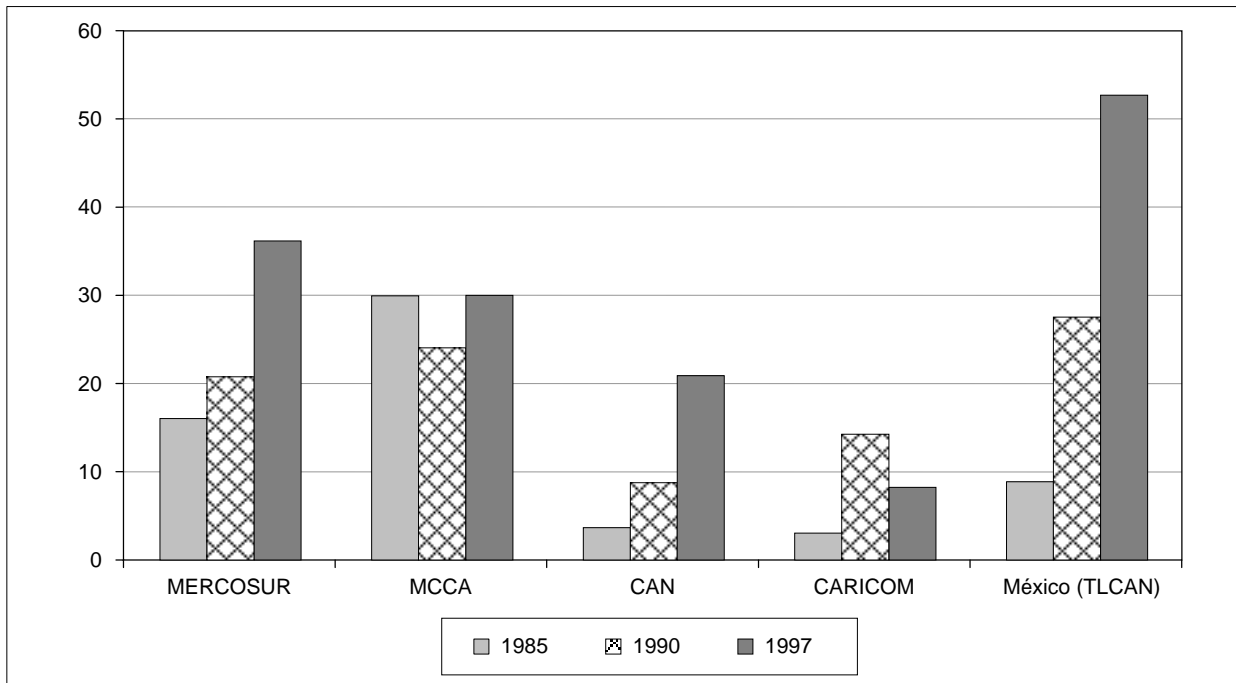


GRÁFICO 13B
COMERCIO INTRA-INDUSTRIAL INTRARREGIONAL
 (Como % del comercio con cada región)



Fuente: Cálculos propios sobre datos de Feenstra [2000].

E. Flexibilidad del mercado laboral

1. Consideraciones generales

En la medida en que los *shocks* no sean sincrónicos, es evidente que el abandono del tipo de cambio como instrumento de política económica tiene costos para los países miembros. Sin embargo, estos costos serán menores en la medida en que haya alternativas al tipo de cambio nominal para corregir los precios relativos de equilibrio entre los países. Es por ello que la literatura ha enfatizado que los costos serán menores en la medida en que los precios y los salarios sean flexibles. En el extremo, en un mundo de perfecta flexibilidad de precios y salarios, las variaciones necesarias en el tipo de cambio real se darían sin necesidad de modificar el tipo de cambio nominal. De esa manera, las regiones que sufren un *shock* negativo podrían modificar sus precios relativos con cierta facilidad. Tal como fue comentado previamente, los precios y los salarios distan de ser flexibles, por lo que el abandono de la política monetaria y el tipo de cambio como instrumento de política económica generan costos en términos de empleo.

Alternativa o complementariamente, se requiere una gran movilidad de factores entre países, dado que ello reduce la necesidad de una modificación de la paridad cambiaria. Desde esta óptica, las corrientes migratorias favorecen el ajuste del mercado de trabajo ante perturbaciones asincrónicas.

2. MERCOSUR

El mercado laboral dista de ser flexible en el MERCOSUR, aunque algunos avances se han hecho en este sentido durante los últimos años. Como consecuencia de la escasa flexibilidad de precios y salarios, las variaciones del tipo de cambio real están bastante correlacionadas con las modificaciones del tipo de cambio nominal, excepto en períodos de alta inflación. Sin embargo, debe tenerse en cuenta que la historia inflacionaria de los países miembros hace que la duración de los contratos sea menor que en los países desarrollados. Sin duda, la existencia de contratos de corta duración ayuda a una mayor flexibilidad de las variables nominales.³⁵ Por otra parte, la considerable informalidad del mercado de trabajo introduce un mayor grado de flexibilidad salarial que la existente en el sector formal de la economía.³⁶

En todo caso cabría preguntarse si los precios y los salarios son más o menos flexibles en el MERCOSUR que en otras uniones monetarias como la Unión Europea o Estados Unidos.³⁷ Numerosos estudios han mostrado que los salarios reales son bastante rígidos en la Unión Europea, mientras que los trabajos para Estados Unidos muestran que hay una cierta rigidez en los salarios nominales, pero una mayor flexibilidad en los salarios reales (véase, por ejemplo, Dreze y Bean [1990]; y Layard, Nickell y Jackman [1991]). El MERCOSUR no parece mostrar una excesiva rigidez de los salarios reales y seguramente la flexibilidad es sustancialmente mayor en el mercado

³⁵ El argumento es desarrollado en Fanelli [2001].

³⁶ En la década de los años noventa, la informalidad en Argentina llegaba al 50% del mercado laboral (excluido el sector público). De cualquier manera, que los salarios sean relativamente flexibles en promedio no asegura que lo sean en el sector donde, como consecuencia de las perturbaciones externas negativas, debieran serlo.

³⁷ Todos los países son una unión monetaria, pero tomamos el caso de Estados Unidos por su tamaño, el cual permite apreciar distintas realidades regionales.

informal. El Gráfico 14 muestra la evolución del salario real en Argentina y Brasil; en él pueden observarse fuertes variaciones en el período analizado, en especial en el período de alta inflación. En lo que respecta a otras condiciones del mercado laboral, el Gráfico 15 muestra que, a fines de 1997, los países del MERCOSUR tenían un mercado laboral mucho más rígido que el de Estados Unidos y aún más rígido que el de algunos países europeos. Sin embargo, desde ese entonces hubo una reforma laboral en Argentina que mejoró la flexibilidad del mercado laboral y algunos cambios en Brasil en el mismo sentido. Además, debe tenerse en cuenta la magnitud del mercado informal en el MERCOSUR, al menos cuando la comparación se hace con Estados Unidos y Europa.

Más allá de la comparación con otras regiones, la flexibilidad dentro del MERCOSUR dista de ser perfecta, como lo muestra la experiencia argentina de los últimos años: la deflación de precios y salarios no fue suficiente para compensar un tipo de cambio nominal fijo, y la tasa de desempleo resultante para el período 1995-2001 ha sido, en promedio, superior al 15%. Que haya cierta inflexibilidad a la baja de precios y salarios nominales no significa que el mercado laboral no sea relativamente flexible. En todo caso es poco flexible para las exigencias de un régimen como el de la convertibilidad, pero ello no significa que sea menos flexible que los mercados laborales en otras uniones monetarias. Sin embargo, que el mercado laboral sea más flexible que en Europa o aún que en Estados Unidos, puede ser insuficiente, ya que la región enfrenta *shocks* externos mucho mayores. Es decir, la flexibilidad debe definirse en relación con los *shocks* que recibe la economía; desde esa perspectiva, los *shocks* que recibe el MERCOSUR son mucho más intensos que los que enfrenta Europa y, por lo tanto, se requiere una mayor flexibilidad del mercado laboral.

En la medida en que no exista una total flexibilidad del mercado laboral, la movilidad de la mano de obra aparece como un sustituto, ya que ante un *shock* que afectara negativamente una región determinada se produciría un movimiento de trabajadores hacia las regiones no afectadas. En el caso del MERCOSUR, si bien el Tratado de Asunción estableció en su artículo primero la libre movilidad de los factores poco es lo que se había avanzado, hasta que en diciembre de 2002 los presidentes de los países miembros firmaron un acuerdo sobre regularización migratoria y residencia para los ciudadanos del MERCOSUR ampliado.

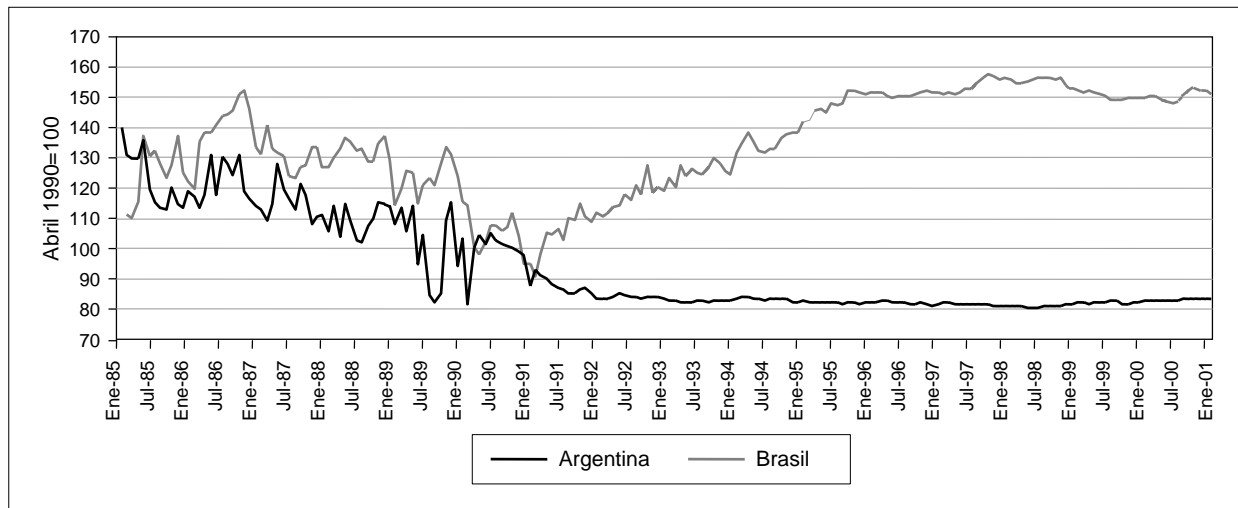
Si bien las afinidades culturales y lingüísticas ayudarían a la movilidad de la mano de obra, por ejemplo, en relación con lo observado en Europa,³⁸ la diferencia de ingreso entre los países miembros durante los años noventa hizo difícil lograr avances significativos en esta área (Carrera, Levy Yeyati y Sturzenegger [2000]). Sin embargo, las diferencias de ingreso en dólares estadounidenses por habitante han tendido a reducirse considerablemente durante el último año (Cuadro X), aunque los nuevos valores tampoco reflejan una situación de equilibrio.

Por otro lado, se podría argumentar que la movilidad del capital es un sustituto para la movilidad de la mano de obra, ya que permitiría reducir el desempleo y aumentar el salario real en las áreas más atrasadas. Si bien la movilidad de capital puede ayudar a la convergencia de las economías de menor desarrollo relativo, difícilmente tenga un papel estabilizador desde el punto de vista cíclico,

³⁸ En Europa la movilidad de la mano de obra no sólo es relativamente baja entre países, sino que aún dentro de cada país la respuesta de la migración a diferenciales de ingresos es menor que en Estados Unidos (Eichengreen [1993b]).

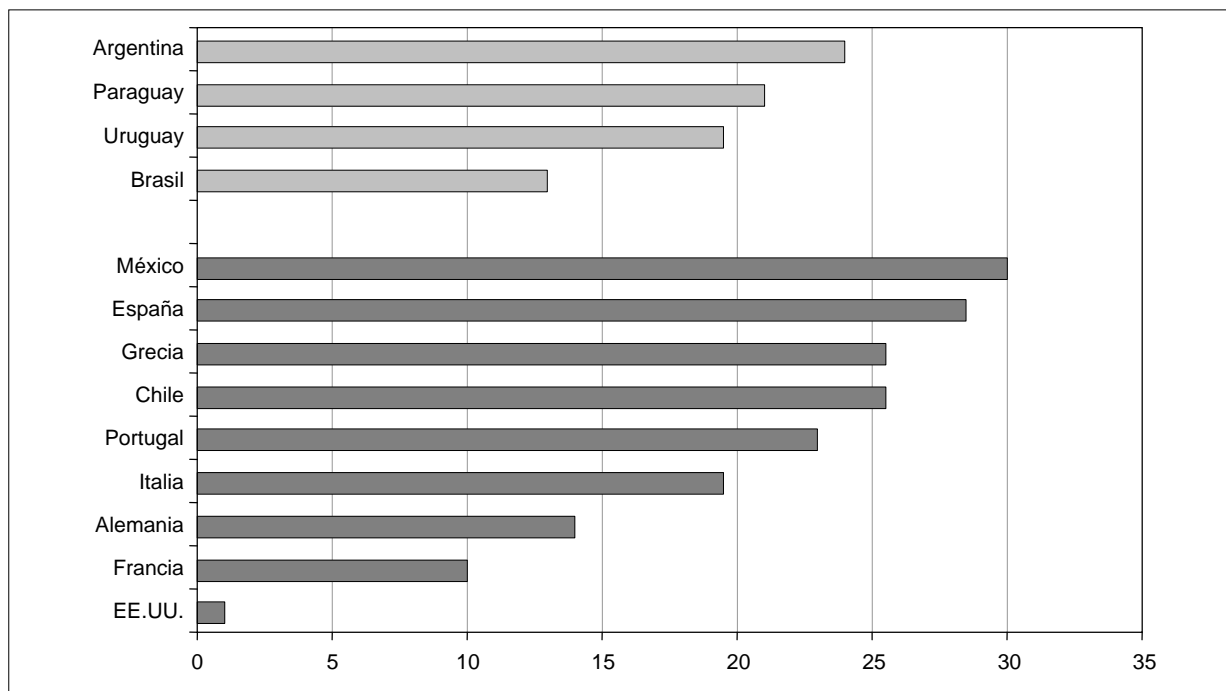
ya que las decisiones de inversión se toman con criterios de más largo plazo. Por otra parte, poco se ha avanzado en la integración de los mercados financieros y de capitales en el MERCOSUR.

GRÁFICO 14
SALARIO REAL ARGENTINA Y BRASIL, ENERO 1985 - ABRIL 2001



Fuentes: IBGE e INDEC [2001].

GRÁFICO 15
INDICE DE PROTECCION LABORAL



Nota: En gris claro los países miembros del MERCOSUR.

Fuente: Pagés-Serra y Marquez [1998].

CUADRO X
MERCOSUR, PIB PER CAPITA
(En US\$ miles corrientes)

	2000	2001	2002	1990-1999
Argentina	7.675,0	7.418,5	2.845,6	7.081,0
Brasil	3.604,5	3.016,5	2.619,7	3.669,4
Paraguay	1.402,3	1.242,0	1.235,1	1.598,8
Uruguay	6.041,8	5.598,7	2.940,6	5.320,9
Bolivia	1.091,2	1.026,2	1.012,4	976,8
Chile	4.927,4	4.312,4	4.129,1	4.262,2
MERCO	4.680,9	4.318,9	2.410,3	4.417,5
MERCO+	4.123,7	3.769,1	2.463,8	3.818,2
<hr/>				
Brasil	0,47	0,41	0,92	0,5
Paraguay	0,18	0,17	0,43	0,2
Uruguay	0,79	0,75	1,03	0,7
Bolivia	0,14	0,14	0,36	0,1
Chile	0,64	0,58	1,45	0,6

Fuente: Cálculos propios en base a *World Economic Outlook* [2003].

F. Transferencias fiscales

1. Consideraciones generales

La existencia de políticas fiscales flexibles puede ayudar a compensar el efecto de la pérdida de la política monetaria en el ámbito nacional. La política fiscal sería especialmente relevante en una situación de escasa flexibilidad de precios y salarios, para tratar de evitar o reducir el aumento del desempleo en una región determinada. Para ello se requiere la existencia de fondos fiscales en el nivel de la unión monetaria, que una autoridad supranacional debiera manejar en forma flexible, o la existencia de recursos en las distintas regiones que puedan utilizarse de una manera contracíclica. Un ejemplo de políticas fiscales en el ámbito de una unión monetaria son los países. En el caso de Estados Unidos diversos estudios muestran que los efectos estabilizadores -dejando de lado los efectos redistributivos, de los impuestos y las transferencias pagadas al gobierno federal o recibidas del mismo por los estados- compensan alrededor de un 12% a un 18% de la disminución del ingreso de los estados (Von Hagen [1992]; Bayoumi y Masson [1995]; y Obstfeld y Peri [1998]). En el caso de la Unión Europea, no existe una compensación fiscal entre países por *shocks* asincrónicos, sino que existe solamente la posibilidad de aplicar políticas expansivas o contractivas de los países miembros.³⁹ Sin embargo, las mismas están acotadas por el Pacto de Estabilidad, que establece que el déficit no puede exceder el 3% del producto. En ese contexto, sólo existiría la posibilidad de hacer políticas contracíclicas si el país en cuestión tiene una situación fiscal holgada, que le permita expandir en situaciones recesivas sin superar el límite del 3%.⁴⁰

³⁹ En la Unión Europea existen fondos para las zonas de menor desarrollo relativo, pero ello es algo distinto de políticas fiscales anticíclicas. Goodhart [1995] hace un defensa de la necesidad de contar con un poder central que cumpla un papel estabilizador en la Unión Europea.

⁴⁰ Existe la posibilidad de exceder el 3% de déficit cuando el producto cae 2% en un determinado año (Eichengreen [1998b]). Cuando el producto cae entre 0,75% y 2% también existe la posibilidad de calificar ante el Consejo Europeo para lograr una mayor flexibilidad de la política fiscal.

La discusión en Europa ha sido cuánta flexibilidad autorizar sin que ello signifique indisciplina fiscal por parte de uno de los países miembros, una indisciplina que termine afectando al conjunto. El arreglo actual es un compromiso entre quienes están preocupados por el hecho de que demasiada flexibilidad fiscal pueda generar actitudes irresponsables de algunos países y quienes creen que la mayor flexibilidad fiscal podría compensar la escasa movilidad laboral y la flexibilidad del mercado de trabajo.

2. *MERCOSUR*

La historia de las últimas décadas muestra que los países del MERCOSUR no fueron capaces de mantener una flexibilidad responsable en su política fiscal. Mas bien, los años de fuerte crecimiento del producto y de la recaudación impositiva fueron acompañados de un crecimiento del gasto público (Talvi y Vegh [2000]). Por su parte, las dificultades de obtener financiamiento durante los "años difíciles" han dado lugar a políticas más austeras durante las recesiones. El tema se agravó en los últimos años, dado que las dificultades de acceso al financiamiento internacional han determinado que la política fiscal sea en la mayoría de los casos procíclica, aumentando con ello la inestabilidad del ciclo económico de la región. Por otra parte, la debilidad institucional de la región es conocida. Por lo tanto, nos enfrentamos a un doble problema: falta de instituciones para llevar adelante una política que permita reorientar el gasto de acuerdo con las necesidades del ciclo económico y ausencia de recursos. En este caso, la diferencia con Estados Unidos y la Unión Europea, más allá de todos los problemas mencionados, es muy grande.

Además, la conformación de una unión monetaria exigiría una mayor disciplina fiscal que la que muestran los datos históricos de los países que la conforman. Es decir, en el contexto de la discusión de la Unión Europea respecto de la elección de mayor flexibilidad fiscal para actuar en forma anticíclica o mayor disciplina fiscal para evitar excesos de algunos países, el MERCOSUR debiera estar más inclinado a atender en mayor medida el logro de la disciplina fiscal. Sólo una conducta responsable mantenida por muchos años le podría permitir a la región recuperar el papel anticíclico de la política fiscal. Como parte de esa política fiscal responsable, los países deberían tener como objetivo el equilibrio estructural -ajustado por el ciclo- de las cuentas públicas, al menos mientras la deuda sea superior al 40% del producto.⁴¹ Esa política permitiría, al menos, que funcionen los "estabilizadores automáticos".

G. Banco central independiente

1. Consideraciones generales

La adopción de una moneda única para una determinada región plantea el interrogante de qué moneda debe adoptarse para cumplir ese papel. Puede ser la moneda de uno de los países miembros o una nueva moneda. Alternativamente, existe la posibilidad de adoptar la moneda de un país

⁴¹ Establecer cuál es la relación sostenible de deuda-producto para los países de la región no es sencillo. Sin embargo, como consecuencia de una menor oferta de fondos y mayores tasas de interés, esta relación será en los próximos años sustancialmente menor que lo que fue en el pasado reciente.

fuera de la región. En los dos primeros casos se plantea la necesidad de la creación de un banco central independiente que determinaría la política monetaria y cambiaria de la región.

La adopción de la moneda de uno de los países miembros o la elección de una moneda nueva plantea la cuestión de la reputación. Cuando los países que se asocian tienen uno o varios países con buena reputación en el manejo de su política monetaria, la elección no es demasiado relevante, en la medida en que el país (o los países) con buena reputación tenga una adecuada representación en el nuevo banco central, de manera que se pueda inferir que la política monetaria va a seguir manejándose adecuadamente. Este es el caso de Alemania y, en especial, del Bundesbank en la Unión Europea.

Cuando los países no tienen esa reputación puede ser conveniente la adopción de la moneda de un país de fuera de la región. En ese caso, se extiende de hecho la unión monetaria para incluir al país cuya moneda será utilizada. Por lo tanto, caben aquí todos los interrogantes que se plantearon precedentemente respecto de las características de las estructuras productivas, la flexibilidad de precios, la movilidad de la mano de obra y la flexibilidad regional de la política fiscal. En el extremo, por más que no se den las condiciones para la creación de una unión monetaria, los países miembros pueden preferir la adopción de la moneda de un país externo a la región en el convencimiento de que los beneficios de la buena reputación de ese país pueden compensar con creces los costos asociados a la adopción de su moneda. Esta es la idea subyacente en la propuesta de dolarización. De cualquier manera, debe entenderse que no hay incentivos políticos y económicos para la creación de una unión monetaria que termine adoptando la moneda de otro país. Por definición, ello implica otra unión monetaria.

2. *MERCOSUR*

La debilidad del MERCOSUR en cuanto a la ausencia de reputación es el mayor problema de la región para poder conformar una unión monetaria. A la larga experiencia de inestabilidad monetaria debe agregarse que pocos son los avances que se hicieron para crear bancos centrales independientes.⁴² Si bien la experiencia del Banco Central de Brasil fue relativamente exitosa en el control de la inflación en el período 1999-2002, ello no implica todavía una reputación suficiente para sostener una unión monetaria. Además, el Banco Central de Brasil no es independiente, aunque funcionó como tal durante los últimos años.

En este contexto quedan sólo dos opciones. Una es esperar que en el largo camino hacia la unión monetaria aparezca con más claridad quién podría cumplir ese papel. En cualquier caso, la falta de buena reputación va a exigir políticas "duras" para ganar credibilidad, antes y después de la eventual creación de una unión monetaria. Ello implica la necesidad de establecer, en mayor medida que en otros casos, reglas muy estrictas, es decir, disminuir el campo de la discrecionalidad. Exige, por otra parte, que los gobiernos muestren una fuerte decisión política durante la transición, dando todos los pasos necesarios para que la unión monetaria sea posible y creíble.

⁴² En la actualidad las autoridades del Banco Central de Argentina y de Paraguay son nombradas por el Presidente de la Nación con acuerdo del Senado, y los mandatos se extienden temporalmente más allá de los de las autoridades del Poder Ejecutivo. Sin embargo, en el caso de Argentina la independencia del Banco Central ha sido cuestionada por la modificación por decreto de su Carta Orgánica y por el hecho de que hubo cuatro presidentes del Banco Central entre abril de 2001 y diciembre de 2002.

La segunda alternativa es dolarizar o "eurolizar", es decir, adoptar la moneda de alguien creíble fuera de la región. Sólo tiene sentido evaluar esta alternativa si los países no pueden utilizar, en la actualidad y en un futuro previsible, su política monetaria y cambiaria. Este es el caso de economías donde las variaciones del tipo de cambio tienden a trasladarse rápidamente a precios o están fuertemente dolarizadas. En este último caso, las empresas y el sistema financiero pueden pasar por situaciones muy traumáticas si tienen que enfrentar grandes devaluaciones. Dado que la decisión de dolarizar es difícilmente reversible, estas consideraciones tienen que ser analizadas en el marco temporal de los próximos años o décadas.

Por su parte, todos los indicadores relacionados con la conveniencia de una unión monetaria -sincronismo del ciclo económico o de los *shocks* externos, integración comercial, movilidad de la mano de obra y transferencias fiscales- desaconsejarían fuertemente la adopción del dólar o del euro como la moneda para el MERCOSUR. Entre otras cuestiones, ninguno de los países del MERCOSUR presenta una correlación positiva y significativa de su ciclo con Estados Unidos o Europa, y el comercio con Estados Unidos y Europa representa 20,4% y 23,7% del comercio total de los países miembros (año 2001). Por otra parte, la región está expuesta a fuertes perturbaciones externas, totalmente distintas de las que enfrentan los países centrales. Además, es evidente que la adopción de la moneda de Estados Unidos o de la Unión Europea implica una adhesión y no una asociación, ya que en el caso de una asociación la pérdida de autonomía de cada país tiene como contrapartida la participación en las decisiones del bloque. Es obvio que éste no sería el caso si el MERCOSUR adoptara una de estas dos monedas. A los problemas mencionados habría que agregarle la pérdida del señoreaje, que podría alcanzar el 0,4% del PIB de la región (Carrera, Levy Yeyati y Sturzenegger [2000]). Más allá de todas las consideraciones económicas, es evidente que en ningún momento de los años noventa los países se plantearon la adopción de la moneda de un país fuera de la región, con la sola excepción de Argentina en 1999.

En síntesis, la búsqueda de una moneda común manejada por un banco central independiente no parece haber sido una opción viable -económica y políticamente -durante los años noventa y tampoco lo es a comienzos de 2003. Sin embargo, los problemas de credibilidad para la creación de una moneda común son los mismos que tienen los países miembros considerados individualmente, por lo que se podría argumentar que este tema no debiera ser determinante para evaluar la conveniencia de conformar una unión monetaria. Más aún, la pertenencia a una unión monetaria podría actuar como disciplinador de las decisiones macroeconómicas en el interior del bloque. La dificultad es que, en la medida en que por ganar buena reputación las políticas monetarias fueran más estrictas inicialmente que lo que sería necesario en una "situación de equilibrio", puede haber un incentivo mayor para dejar la unión monetaria, dado que la "salida" en estas circunstancias no tendría costos importantes. A diferencia de ello, si la reputación existiera desde el comienzo de la unión monetaria -como fue el caso de Europa- los costos aumentarían sustancialmente.

H. Consideraciones finales

En los apartados previos se han discutido distintos criterios que permiten evaluar la conveniencia de una unión monetaria en el MERCOSUR. A partir de ese análisis, se puede afirmar con bastante certeza que es difícil encontrar elementos que pudieran haber justificado la creación de una unión monetaria en la primera década del Acuerdo. Si bien es cierto que una de las dificultades era la existencia de distintos regímenes cambiarios en los países miembros y que ello ha cambiado con

el abandono de la convertibilidad en Argentina, la verdad es que las dificultades para la creación de una unión monetaria se extienden a muchos otros temas.

La correlación del ciclo económico entre los países miembros ha aumentado durante la última década, pero todavía dista de ser importante, en especial en lo que hace a la correlación del ciclo entre Argentina y Brasil. Esta mayor correlación seguramente es consecuencia de perturbaciones financieras externas que han afectado a los países del bloque y que, por lo general, muestran una elevada correlación. Sin embargo, hay otros indicadores que muestran la falta de incentivos para la creación de una unión monetaria. Por ejemplo, la intensidad de las relaciones comerciales sigue siendo poco importante, en especial en términos del producto. Si bien durante la última década ha habido importantes progresos en términos de apertura en general y del comercio intrarregional en particular, todavía se está muy lejos de los niveles de integración comercial de Europa a fines de los años ochenta o de ASEAN en la actualidad. Por otra parte, la recesión de los últimos años, la fuerte variabilidad cambiaria, la consecuente proliferación de restricciones al comercio y la escasa disposición para la creación de un mínimo marco institucional, han debilitado sensiblemente no sólo el proceso de integración sino también las relaciones comerciales dentro del bloque.

La relevancia de la interdependencia financiera, asociada a los cambios en los flujos de capital a la región, requiere dos comentarios adicionales. En primer lugar, la correlación entre países dista de ser perfecta, por lo que cambios de la magnitud de los que hemos visto en los últimos años tienden a aumentar la variabilidad del tipo de cambio dentro de la región, en especial cuando los regímenes cambiarios son distintos. En segundo lugar, a diferencia de la interdependencia comercial que es objetiva y difícilmente sujeta a discusión, la interrelación financiera se basa en algunos elementos objetivos (magnitud del comercio o similitud de políticas económicas) y en otros que sólo se explican por la cercanía geográfica o la participación en un mismo acuerdo de integración.⁴³ Es por ello que los países han tratado de diferenciarse argumentando que su situación es distinta de la del vecino en dificultades. Por lo tanto, la interdependencia financiera en muchos casos en lugar de crear demanda de coordinación crea serios problemas políticos dentro del bloque.

Volviendo a las dificultades para conformar una unión monetaria, quizás el problema mayor ha sido, y sigue siendo, la ausencia de un banco central con suficiente buena reputación para garantizar la estabilidad de la nueva moneda. En las actuales circunstancias la creación de una moneda única sería, por lo tanto, una propuesta poco creíble y que difícilmente sea aceptada por los países miembros.

La evaluación negativa para la conformación de una unión monetaria debe ser ponderada por una realidad: las uniones monetarias crean una dinámica positiva al potenciar la interrelación comercial y financiera entre los países que la conforman y, por lo tanto, reducen el asincronismo de los ciclos económicos y con ello la necesidad de contar con el instrumento cambiario. En otras palabras, lo que inicialmente puede no ser una unión monetaria óptima puede convertirse en ello con el paso del tiempo (Frankel y Rose [1998]). La conformación de países con sus distintas regiones es un ejemplo en este sentido y también lo es la decisión de conformar la Unión Europea. Ello no

⁴³ Mientras que Fernández-Arias, Panizza y Stein [2002] encuentran que la pertenencia a un acuerdo regional aumenta la posibilidad de crisis cambiaria si existe un "desajuste" cambiario dentro del acuerdo, Hernández y Mellado [2002] no encuentran que los contagios entre países emergentes en lo referente a los movimientos de capital estén influidos por la pertenencia a un determinado acuerdo, más allá del efecto de la cercanía geográfica y el comercio.

significa que se pueda forzar la creación de una unión monetaria si no se dan ciertas condiciones, puesto que se generarían tensiones al interior del bloque que terminarían en una ruptura. Esta posibilidad es mayor en la medida en que la "salida" de la unión monetaria no sea percibida por las partes como un costo importante. Nuevamente el caso de Europa es ilustrativo al respecto: dejar la unión monetaria tiene claros costos en términos de las expectativas de estabilidad y dejar la Unión Europea tiene costos comerciales que casi ningún país de Europa podría soportar sin una considerable caída de la inversión y el producto. Ese no es y nunca fue el caso del MERCOSUR.

Por otra parte, si bien las regiones dentro de un país pueden vivir por tensiones importantes ante la conformación de una unión monetaria, la voluntad política de preservar la unidad nacional es absolutamente determinante. También la voluntad política fue un elemento determinante en la conformación de la Unión Europea. Puesto de otra manera, cuanto mayores sean los inconvenientes económicos para la conformación de una unión monetaria, mayor deberá ser la voluntad política de las partes para finalizar exitosamente el proceso.

El MERCOSUR, además, también ha mostrado debilidades en el frente político. Los fuertes compromisos iniciales de los distintos gobiernos que se tradujeron en acciones concretas, han dado lugar, de la mano de la crisis económica, a tensiones políticas y a escasos avances. Es imposible recomponer y profundizar el MERCOSUR si las distintas partes no renuevan el compromiso político que le dio origen. Esto no se puede manifestar simplemente en declaraciones políticas de apoyo al MERCOSUR, como las que se han escuchado en los últimos años, sino en acciones concretas que muestren que esa voluntad política es efectiva para profundizar la integración. Seguramente, algunos de los temas de la nueva agenda serán la eliminación de barreras pararancelarias al comercio intrarregional, la adopción de estándares y reglas de competencia comunes, la eliminación de las excepciones al arancel externo común en un cierto plazo, la eliminación de estímulos impositivos para ventas dentro de la región, la integración de los mercados de capitales y la adopción de criterios similares de regulación del sistema financiero, la creación de incentivos regionales comunes, la internalización en un breve período de tiempo de las decisiones aprobadas por las autoridades del MERCOSUR, el avance gradual hacia la creación de instituciones supranacionales que tengan un peso creciente en algunos aspectos del proceso de integración, como ser el funcionamiento de un instituto permanente de solución de conflictos y, finalmente, la coordinación de políticas macroeconómicas. Cuando las partes muestren progresos en estas áreas, o al menos en algunas de ellas, habrán mostrado que la agenda nacional ha dado paso a la agenda regional. En ese momento, estarán dadas las condiciones para pensar en un paso posterior, como es la creación de una unión monetaria, ya que la profundización de la integración permitirá medir el verdadero compromiso político de los países, elemento central para evitar la "salida" una vez que la unión ha sido conformada. Asimismo, ello permitirá intensificar las relaciones comerciales, en cuyo caso es evidente que las dificultades de alguno de los miembros afectarán crecientemente a los otros, aumentando los beneficios de una solución cooperativa que aumente el bienestar general.

En síntesis, la conformación de una unión monetaria no fue un objetivo posible durante los últimos años y tampoco lo es en la actualidad. Para ello se requiere lograr avances significativos en distintas áreas que ayuden a profundizar el proceso de integración. Una de ellas es la coordinación macroeconómica. De ese tema nos ocupamos en la próxima sección.

IV. COORDINACION MACROECONOMICA

A. Introducción

En la sección anterior se ha discutido una forma extrema de coordinación macroeconómica como es la adopción de una moneda única. En éste se analizan formas menos exigentes de coordinación, aunque es evidente que coordinar siempre implica perder grados de libertad desde el punto de vista de la política económica. Por lo tanto, si bien varios de los temas que se discuten a continuación tienen una clara relación con el análisis previo, nos pareció que desde el punto de vista metodológico era conveniente tratarlos por separado. Además, formas más laxas de coordinación macro generan otros interrogantes, tales como qué coordinar, cómo hacerlo, los plazos, qué tipo de política cambiaria adoptar, y otros temas que se discuten en este apartado. La coordinación de las políticas macroeconómicas ha sido un tema debatido desde los orígenes del MERCOSUR. De hecho, como ya fue mencionado, el artículo primero del Tratado de Asunción establecía la necesidad de "la coordinación de políticas macroeconómicas y sectoriales entre los Estados-partes, de comercio exterior, agrícola, industrial, fiscal, monetaria, cambiaria y de capitales".

Sin embargo, en ese entonces, la "demanda" de coordinación estaba limitada por la debilidad de los derrames macroeconómicos entre los países miembros, en particular entre Argentina y Brasil (Heymann y Navajas [1991]). A partir de allí, el intercambio comercial entre los países miembros fue creciendo en forma sostenida, no obstante, tal como ha sido discutido previamente, la interrelación comercial sigue siendo relativamente pequeña, al menos en términos de su impacto directo sobre el PIB. Sin embargo, el efecto es sustancialmente mayor cuando se toma en cuenta el impacto sobre el balance comercial o sobre la cuenta corriente. Las exportaciones argentinas a Brasil llegaron a representar un 30% de las exportaciones totales, las que eran equivalentes al 10% del PIB. Por lo tanto, una caída de 10% de las exportaciones a Brasil produciría un impacto directo equivalente a 0,3% del PIB.⁴⁴ Sin embargo, si ese mayor déficit en cuenta corriente no fuera financiable en los mercados internacionales, sería necesario reducir las importaciones en un valor aproximado; teniendo en cuenta que la economía argentina es bastante cerrada al comercio (las importaciones han sido tradicionalmente del orden del 10% del PIB), una caída del 3% de las importaciones tendría como contrapartida una caída similar del producto.⁴⁵

Si bien el supuesto de que la disminución de las exportaciones a otros países de la región no puede ser colocada en otros mercados es algo exagerado, y que lo mismo podría decirse de la imposibilidad de acceder a financiamiento externo adicional, hay otro factor que tiene un efecto negativo sobre el nivel de actividad: el incremento del déficit en cuenta corriente puede producir un cambio en las expectativas, que reduzca el ingreso de capitales.⁴⁶ Asimismo, la evidencia empírica es concluyente en cuanto a que las variables financieras (precios y cantidades) tienden a

⁴⁴ Estamos suponiendo que la reducción de las exportaciones afecta básicamente a bienes industriales de difícil colocación, al menos en el corto plazo, en el mercado internacional. Al respecto, véase Bevilaqua, Catena y Talvi [2001].

⁴⁵ Esa disminución del producto supone que la propensión marginal a importar es igual a la media. La experiencia muestra que la marginal es bastante superior a la media, con lo que la caída necesaria del producto sería menor. Se supone que no hay modificaciones en el tipo de cambio o que su impacto es poco relevante en el corto plazo.

⁴⁶ De hecho, un atraso cambiario dentro de la región parece aumentar sensiblemente la posibilidad de crisis financiera en el país que ha apreciado su moneda, posiblemente como consecuencia del impacto de este desajuste cambiario sobre el déficit en cuenta corriente (Fernández-Arias, Panizza y Stein [2002]).

estar correlacionadas entre los países emergentes en general y en especial entre aquellos más cercanos geográficamente y con un mayor comercio bilateral.

Por lo tanto, es claro que la interdependencia "estructural", tal como la denominan Lavagna y Giambiagi [2000], se ha incrementado en los últimos años y esto debería haber aumentado la "demanda" de coordinación. Sin embargo, ello no se ha traducido en avances en esta área. Más bien la actitud fue en varias oportunidades la de diferenciarse del socio en problemas. De esa manera, en lugar de aumentar la "demanda" por coordinación, los problemas macroeconómicos en cada país han deteriorado la relación política entre los países miembros. Como fue mencionado, la razón debe buscarse en la dependencia de la región del financiamiento externo, en la larga historia de inestabilidad y en el hecho de que no se perciben los beneficios de la integración como importantes. Una gran inestabilidad macroeconómica, al incentivar el cortoplacismo y aumentar la tasa de descuento para evaluar beneficios futuros, tiende a aumentar la posibilidad de comportamientos oportunistas, ya que las estrategias tendientes a actuar en forma cooperativa serán preferidas sólo si el descuento sobre la rentabilidad futura de la asociación no es muy elevado. Por lo tanto, altas tasas de descuento privilegian una estrategia cortoplacista, donde la necesidad de diferenciarse para obtener financiamiento externo aparece como crucial. Por otra parte, mientras que la interdependencia comercial no puede negarse, las autoridades de los países tienden a pensar que el contagio financiero es siempre resultado de un "malentendido". Posiblemente ése sea el caso, pero de cualquier modo la experiencia muestra que el "malentendido de los mercados" tiende a repetirse con cada nueva crisis.

Además, como señalan Heymann y Navajas [2000] la "oferta" de coordinación sigue siendo escasa, ya que hay grandes asimetrías en el tamaño de las economías y, como consecuencia de la inestabilidad, los grados de libertad para el manejo de instrumentos son muy limitados.

Ante esta situación nos debemos preguntar qué hacer. En primer lugar, es evidente que sin economías estables es imposible pensar en coordinar políticas: nadie quiere coordinar con alguien que está pasando por una situación traumática desde el punto de vista económico. Es difícil sentarse en una mesa de negociación si no es a partir de una política económica responsable. Desde este punto de vista, la "demanda" de coordinación puede ser entendida como la demanda por estabilidad de los países socios.

En segundo lugar, es evidente que la profundización de la integración comercial debiera aumentar los incentivos para la cooperación macroeconómica. Por lo tanto, la profundización de la integración es absolutamente necesaria, aunque no suficiente, para aumentar la demanda de coordinación.

En tercer lugar, es imprescindible imaginar instrumentos que generen incentivos, no sólo para acordar, sino también para obligar a cumplir lo acordado (*enforcement*). En este campo, además de una mayor interdependencia es necesario pensar en nuevos mecanismos que, en algunos casos, pueden ser exógenos a la región.

En cuarto lugar, teniendo en cuenta la importancia de las perturbaciones externas, sería conveniente discutir mecanismos de financiamiento regional que disminuyan la dependencia del resto del mundo. No se trata, como bien lo señala Agosin [2001], de sustituir al FMI como proveedor de liquidez en situaciones críticas o de pensar que la región puede autofinanciarse, sino de crear

algunos mecanismos que ayuden en situaciones de fuertes *shocks* internacionales antes que los problemas se extiendan a toda la región.

Por último, ningún avance será posible si las partes no tienen una auténtica voluntad política de profundizar la integración.

En las próximas páginas se discuten estos temas.

B. Antecedentes

Desde los inicios del MERCOSUR la estabilidad macroeconómica fue uno de los temas de preocupación de los gobiernos de los países miembros. Sin embargo, durante mucho tiempo no se lograron avances de alguna significación. Lavagna y Giambiagi [2000] presentan la historia de desencuentros y de oportunidades perdidas en esta área. De su relato se desprende, una vez más, que la agenda regional fue a lo largo del tiempo poco relevante para los países miembros.

En este punto nos interesa comentar los avances que se hicieron en esta área durante el año 2000, que marcaron un cambio importante respecto de las frustraciones del pasado.

En la primera reunión del año 2000, los ministros de hacienda y los presidentes de los bancos centrales llegaron a importantes acuerdos en materia macroeconómica. Entre ello cabe resaltar: (a) avanzar hacia objetivos comunes en las áreas macroeconómicas y de servicios financieros, (b) elaborar indicadores basados en una metodología común, (c) publicar regularmente, a partir de septiembre de 2000, los indicadores fiscales, (d) establecer, en marzo de 2001, las metas fiscales, de deuda pública y de precios acordadas en forma conjunta, (e) completar y actualizar el relevamiento y análisis comparativo de las normas vigentes sobre los mercados financieros y de capitales, incluyendo los sistemas de pagos entre los países, con el objetivo de progresar en la integración de dichos mercados, y (f) establecer un Grupo de Monitoreo Macroeconómico (GMM) de alto nivel, que tendrá a su cargo la evaluación de la consistencia de las estadísticas con la metodología acordada.

Sobre la base de criterios discutidos previamente y en pocos meses de trabajo intenso, se logró la armonización de las estadísticas sobre deuda, déficit fiscal y precios entre Argentina y Brasil, y luego se avanzó con los otros países del bloque. En diciembre de 2000, en Florianópolis, los ministros de hacienda y los presidentes de los bancos centrales acordaron pautas para variables relevantes: tasa de inflación, déficit fiscal y deuda pública. Se fijó un valor máximo para la meta de inflación del 5% hasta 2005 y del 4% de ahí en más.⁴⁷ En cuanto a la situación fiscal, se estableció un valor máximo para el déficit consolidado del 3% y una tendencia decreciente de la relación deuda-producto a partir de 2005 con un valor máximo del 40% a ser alcanzada a más tardar en 2010. Se estableció que la etapa de las metas comunes comenzaría a partir del año 2002.

Se analizaron también los incentivos para el cumplimiento de las metas. Sin embargo, en este campo no se lograron avances significativos. Se decidió que el país que incurriese en desvíos

⁴⁷ Se decidió avanzar en la estimación de un "núcleo inflacionario" que sería la variable relevante a partir de 2006.

debería presentar en una reunión del GMM las medidas correctivas necesarias para converger con las metas establecidas que no podrían demorarse más de un año desde la presentación al GMM. Los ministros de economía y hacienda y los presidentes de los bancos centrales podrían emitir los comentarios que consideren convenientes.

Lo más relevante del acuerdo es que se avanzó rápidamente en establecer criterios básicos al estilo de Maastricht. Quedó para el futuro la discusión de otras variables como las relacionadas con la cuenta corriente o con la deuda externa de corto plazo. Desafortunadamente, después de esa reunión hubo escasos avances.

¿Qué conclusiones pueden extraerse de estos primeros intentos de coordinación macroeconómica? En primer lugar, quedó demostrado que cuando existe una verdadera vocación de avanzar en la integración, cuando se involucran los más altos niveles de decisión política y existen cuerpos técnicos capaces, se pueden lograr avances en poco tiempo. La segunda conclusión tiene que ver con las metas fijadas para 2002 y los años subsiguientes. En esta área, la impresión es que las metas de inflación y déficit fiscal son, desde una perspectiva de largo plazo, elevadas. Sin embargo, el intento de lograr objetivos más ambiciosos podría haber generado la impresión de que se estaban fijando metas incumplibles. Las metas establecidas implicaban un esfuerzo adicional, pero razonable, para casi todos los países involucrados. Además, debe tenerse en cuenta que ésta era la primera experiencia de la región en la fijación de pautas macroeconómicas, por lo que hay margen para establecer criterios más exigentes en el futuro. Una visión de más largo plazo y con el trasfondo de la historia de inestabilidad macroeconómica de la región, nos lleva a una tercera reflexión: que los ministros de hacienda y los presidentes de los bancos centrales hayan discutido muchas horas entre márgenes de 3% y 6% de inflación y de 2% y 3,5% de déficit fiscal es una manifestación de los progresos en términos de responsabilidad macroeconómica en la región. Finalmente, se lograron pocos avances en el establecimiento de incentivos positivos y negativos para el cumplimiento de las metas. Visto desde la perspectiva de la necesidad de avanzar progresivamente en la puesta en marcha de mecanismos de coordinación, la falta de decisiones relevantes en esta área no era preocupante; sin embargo, sí lo era el problema de fondo referido a los escasos mecanismos disponibles para el *enforcement* de este acuerdo en el MERCOSUR, un tema sobre el que volveremos en las próximas páginas.

Los acontecimientos posteriores de creciente inestabilidad macroeconómica en Argentina en un contexto de serios problemas de competitividad, generaron nuevas restricciones comerciales, más excepciones al arancel externo común y, en general, fuertes discusiones entre los países miembros, especialmente entre Argentina y Brasil. La conclusión es obvia: es imposible la cooperación macroeconómica en una situación de gran inestabilidad de uno de los miembros del acuerdo y, en especial, en un contexto de fuertes variaciones en el tipo de cambio.

C. Los tiempos; cómo y qué coordinar

Los tiempos. La literatura ha enfatizado el carácter gradual del proceso de coordinación y Europa es un ejemplo de ello (véase, por ejemplo, CEPAL [1992], Heymann y Navajas [1991 y 2000], y Zahler [2001]). El intercambio de información, las reuniones periódicas, la homogeneización de estadísticas, la existencia de organismos supranacionales donde se discutió durante años esta problemática y los distintos intentos de coordinar la política cambiaria, junto a un fuerte compromiso

político, fueron sentando las bases de la coordinación. Durante ese período, la estabilidad macroeconómica de los principales socios del bloque, y en particular de Alemania, fueron haciendo atractiva, para los países relativamente más inestables, la alternativa de "comprar credibilidad" mediante los mecanismos de coordinación macroeconómica.

Desde esa óptica, el intercambio de información puede ser considerado como una primera modalidad de política cooperativa. Es una forma laxa que no incide sobre el comportamiento macroeconómico de los países, pero permite entender las características del socio. Una segunda modalidad está constituida por reuniones frecuentes de los gestores de las políticas. El conocimiento de los distintos actores entre sí y el entendimiento de las dificultades de las otras partes van creando un ambiente de confianza que es crucial para pasos posteriores. Además, la interacción crea la posibilidad de identificar oportunidades para acciones de coordinación.

Sin duda, estos elementos fueron relevantes en el largo proceso de integración europea. Ayudaron para avanzar en formas crecientes de interdependencia y, finalmente, de coordinación. Además, porque las distintas partes tomaron decisiones sobre la base de la problemática regional, se fueron reduciendo los riesgos de una decisión no cooperativa, bien ilustrada por el "dilema del prisionero".⁴⁸ El MERCOSUR y otros acuerdos de integración de América Latina deben aprender de esa experiencia y actuar con más celeridad en este campo. La coordinación macroeconómica no sólo es necesaria para evitar desajustes en el mediano plazo, sino que es imprescindible para lograr un mínimo de estabilidad interna y, en particular, de estabilidad del tipo de cambio, sin la cual no es posible pensar en mantener el proceso de integración.

Qué coordinar. Usualmente, el punto de referencia para la coordinación macroeconómica es el proceso de integración europeo. Allí, la coordinación consistió en distintos intentos de acordar la política cambiaria, hasta llegar a la moneda única, y de converger a ciertos valores máximos de determinadas variables macroeconómicas. Se ha argumentado (Eichengreen [1998a]) que los intentos de coordinar mediante la convergencia de algunas ciertas variables no es lo más adecuado porque la disminución de la tasa de inflación o el déficit fiscal no asegura que esos valores se mantendrán en el futuro. Asimismo, el compromiso sobre el valor de ciertas variables como el déficit fiscal reduce la posibilidad de realizar política contracíclica en determinadas regiones o países. Por lo tanto, más que converger a valores determinados para algunas variables, habría que realizar cambios institucionales que aseguren que la estabilidad se mantendrá en el futuro (por ejemplo, a través de la independencia del Banco Central) e introducir suficiente flexibilidad de precios y salarios para evitar tener que utilizar la política monetaria para compensar el impacto de perturbaciones adversas. Tal como se discute en Machinea y Monteagudo [2002], si bien es muy importante la puesta en marcha de cambios estructurales que ayuden a la estabilidad en el largo plazo, nada asegura que esos cambios no puedan revertirse. Un ejemplo es el cuestionamiento a la independencia del Banco Central en Argentina en el curso del año 2001 y lo mismo puede decirse de otras reformas estructurales. Por lo tanto, lo conveniente sería la convergencia de variables de una manera compatible con la estabilidad, al tiempo que se avanza en determinadas reformas que ayuden a su mantenimiento en el futuro. Las reformas sin una historia de estabilidad difícilmente convencen a los socios de la seriedad de los compromisos asumidos y, por ende,

⁴⁸ Véase Ghymers [2001] para una discusión de este tema.

debilitarían el juego colaborativo. Reformas y convergencias deberían ser complementarias y no sustitutas.

La característica de las reformas dependerá de la problemática de cada país, pero deben estar dirigidas, tal como sugiere Eichengreen [1998a], a la independencia de la política monetaria y a una mayor flexibilidad de los mercados de bienes y salarios. A ello es necesario agregarle las medidas requeridas para poder mantener la situación fiscal bajo control, como ser la reforma de la seguridad social, las transferencias del gobierno federal a los gobiernos subnacionales y, en la medida de lo posible, leyes que limiten el crecimiento del gasto público.

Por su parte, la convergencia debe incluir aquellas variables que son imprescindibles para la estabilidad macroeconómica de los países. Dejando de lado por el momento el tipo de cambio, los tres temas que aparecen especialmente relevantes para la coordinación macroeconómica son: la inflación, el déficit fiscal y el nivel de deuda pública. El incluir el déficit fiscal y la deuda pública se explica por la necesidad de evitar que la indisciplina fiscal de uno de los países de la región afecte a las demás vía mayores tasas de interés asociadas al efecto contagio sobre el ingreso de capitales.⁴⁹ Teniendo en cuenta que la experiencia de Europa muestra que la rigidez impuesta por un valor máximo del déficit fiscal a veces impide aplicar políticas anticíclicas, parece conveniente trabajar sobre la idea de un déficit estructural, es decir, ajustado por el ciclo económico. A su vez, teniendo en cuenta la experiencia de la región y el menor acceso al financiamiento internacional, es conveniente que el límite máximo del déficit sea bastante menor que en Europa.⁵⁰ En el caso especial de la deuda pública, se trata de evitar situaciones límite que pongan en duda la capacidad de repago de un país, con su impacto en la estabilidad de la región. Por su parte, establecer un límite a la tasa de inflación tiene como objetivo, además de reducir la incertidumbre, evitar fuertes variaciones en el tipo de cambio nominal.⁵¹

Teniendo en cuenta la fragilidad de la región a las perturbaciones externas, parece conveniente incluir, tal como sugieren Zahler [2001] y Lavagna y Giambiagi [2000], como otra variable relevante el déficit en cuenta corriente u otra medida que muestre la exposición de los países a situaciones cambiantes en los mercados internacionales. Un déficit en cuenta corriente máximo, digamos del 4% del producto, junto a un límite a la deuda externa de corto plazo, permitiría reducir la vulnerabilidad de la economía. Se puede argumentar que es muy difícil controlar el

⁴⁹ En una unión monetaria, un mayor déficit fiscal aumenta las tasas de interés por la mayor demanda de fondos públicos; en un acuerdo asociativo de países emergentes el efecto sobre la tasa de interés se da básicamente por un aumento del riesgo país y el contagio del mismo a los otros países de la región.

⁵⁰ En nuestra opinión, teniendo en cuenta los problemas de financiamiento de la región, sería conveniente que mientras la deuda sea superior al 30-40% del producto haya un equilibrio estructural de las cuentas públicas. Dado que alcanzar el equilibrio no es algo que pueda lograrse en el corto plazo, los países debieran tener un período para adaptarse a la nueva situación. Además, es importante la creación de fondos de estabilización cuando los ingresos del sector público dependen en forma considerable de un producto cuyo precio presenta una gran volatilidad.

⁵¹ Si bien la política fiscal es especialmente relevante para el equilibrio externo, su escasa flexibilidad en el corto plazo introduce complicaciones en el manejo de la política monetaria. Si ante un fuerte *shock* externo se decide sólo considerar el objetivo de la tasa de inflación y por ello se evita una depreciación cambiaria, se estará pagando un costo mayor en términos del nivel de actividad económica. Este tema puede ser especialmente relevante para los países de la región ya que, ante la falta de reputación, puede ser necesario ser más estricto desde el punto de vista monetario que lo que aconsejaría una determinada circunstancia. En cualquier caso, para no aparecer cambiando las reglas del juego en medio de una crisis, lo más conveniente sería fijar una "banda" de tasas de inflación en lugar de un valor único.

déficit en cuenta corriente, porque el mismo depende de factores externos, como es el ingreso de capitales. Sin embargo, en ese caso es necesario ajustar la política fiscal y, posiblemente, dependiendo de las particularidades de cada país, imponer restricciones de uno u otro tipo a la entrada de capitales de corto plazo.

Es necesario agregar a estas variables medidas que fortalezcan el sistema financiero, porque está comprobado que un sistema financiero débil puede ser el mecanismo por el que se difunden las perturbaciones externas con mayor facilidad. Se requiere, por lo tanto, avanzar en la coordinación de regulaciones prudenciales y en las prácticas de supervisión, en especial normas prudenciales que limiten el descalce de plazos. Ello debería contribuir a intensificar la competencia y a mejorar la calidad de los servicios financieros. Como consecuencia del ingreso de instituciones financieras durante la década de los años noventa, en este campo se observa una situación que apunta a una integración financiera no institucionalizada (Zahler y Budnevich [2000]; Zahler [2001]; BID [2002], Cap. 5).

Si bien no es crucial para la coordinación macroeconómica la integración de los mercados de capitales y de los sistemas de pagos es de gran importancia para la profundización del acuerdo regional. Es claro que el MERCOSUR no es Europa en cuanto a las posibilidades de financiamiento dentro de la región. Sin embargo, la integración de los mercados de capitales puede favorecer el financiamiento tanto del sector público como del sector privado en los distintos países.

Asimismo, sería importante la creación de un cuerpo estable de técnicos de la región que analice distintos aspectos del proceso de integración, al estilo del Comité Monetario creado por el Tratado de Roma y que fue tan importante para la integración europea. La reciente conformación de una secretaría técnica es una oportunidad que los países no deberían desaprovechar.

Régimen cambiario. La existencia de distintos regímenes cambiarios puede convertirse en un factor que contribuya a las fuertes variaciones en el tipo de cambio ante perturbaciones externas. Por lo tanto, es conveniente, como primer paso hacia una mayor coordinación cambiaria, que la región tenga regímenes cambiarios similares. La pregunta relevante es cuál es el mejor régimen cambiario. Sistemas más flexibles permiten hacer frente a las perturbaciones externas, no sólo relacionadas con los cambios de los términos del intercambio sino también con las fuertes variaciones en el flujo de capitales. Por lo tanto, dadas fuertes variaciones en el contexto internacional, son innegables las ganancias en términos de nivel de actividad de esquemas de tipo de cambio más flexible.

Sin embargo, los problemas asociados a tipos de cambio flexible pueden ser importantes (Calvo y Reinhart [2002]). En primer lugar, puede ser más difícil estabilizar con tipo de cambio flotante, aunque las experiencias de Chile en 1984-1985, México en 1995, Brasil en 1999 y Argentina en 2002, parecen mostrar que la elección del régimen cambiario no es tan importante para estabilizar como se pensaba durante los años ochenta y comienzos de la década de los años noventa. En segundo lugar, en países muy endeudados en dólares las variaciones del tipo de cambio afectan considerablemente la "hoja de balance" tanto del sector público como de las empresas. Desde ya que la situación es tanto más complicada cuanto mayores sean las obligaciones de los bancos en

dólares respecto al total de sus pasivos, en especial si esos pasivos son depósitos.^{52/53} En esa situación, los efectos contractivos de una devaluación pueden ser mayores que los efectos expansivos. Tal como la experiencia argentina muestra, los efectos contractivos serán mucho mayores en la medida en que la variación del tipo de cambio se dé junto a una generalizada ruptura de los contratos denominados en moneda extranjera. En tercer lugar, la capacidad de un país de manejar eficientemente un tipo de cambio flotante depende de su reputación en el manejo de la política monetaria. La relevancia de estos factores incide sobre la decisión del régimen cambiario a adoptar. A su vez, teniendo en cuenta la magnitud de los movimientos de capitales y que en ausencia de un compromiso "fuerte" respecto del valor del tipo de cambio fijo los especuladores se verían tentados a "probar" la voluntad del gobierno, la recomendación ha sido que si se decide por esquemas de tipo de cambio fijo sería conveniente optar por esquemas de fijación "dura" (convertibilidad o dolarización). Después de la crisis argentina, la dolarización parece ser la única propuesta viable. Sin embargo, varios trabajos han criticado esta posición y han argumentado a favor de moverse a sistemas cambiarios intermedios, es decir, a sistemas de flotación "manejada" (Williamson [2000]; Goldstein [2002]). Más aún, Ffrench-Davis y Larraín [2002] analizan la posibilidad de adoptar distintos regímenes cambiarios dependiendo de la situación particular de la economía, aunque enfatizan los costos de cambiar la política cambiaria.

Tal como señala Frankel [1999], el régimen cambiario óptimo puede variar por países y por períodos. Entre otros temas, la elección dependerá del grado de dolarización de la economía, de la interdependencia comercial, del grado de apertura, del sincronismo del ciclo con el país cuya moneda se adoptaría y de la reputación en el manejo de la política monetaria. Sin embargo, a la luz de la magnitud de las perturbaciones externas que sufren los países de la región, de las malas experiencias de la región con sistemas de tipo de cambio fijo y de la capacidad de estabilizar con tipos de cambio flexibles que los países han mostrado en los últimos años, la conclusión no puede ser otra que la conveniencia de establecer sistemas con cierta flexibilidad cambiaria.

Teniendo en cuenta los problemas que produce un elevado nivel de dolarización, los países debieran evitar políticas que la incentiven. Ese es el caso cuando no se exige una mayor previsión para préstamos en dólares a actividades productoras de bienes no comercializables; o cuando se prohíbe la posibilidad de realizar contratos con cláusulas de indexación por inflación (como en Argentina durante los años noventa), lo que deja como única posibilidad la utilización de contratos en dólares para las obligaciones de mediano y largo plazo. Por lo tanto, hay un margen para reducir la dolarización a través de las regulaciones bancarias, que debieran llegar a fijar distintos requerimientos de liquidez dependiendo de la moneda en que se realicen los depósitos.

Mantener cierto grado de flexibilidad en la política monetaria y financiera puede llevar, en el corto plazo, a tener mayores tasas de interés y una demora en el proceso de monetización y de crecimiento en el corto plazo (Fanelli y Heymann [2002]). En otras palabras, el tomar "seguros" en

⁵² Cuando los bancos tienen obligaciones en dólares, una crisis cambiaria tiene más posibilidades de producir crisis financiera. El asunto es más complejo cuando las obligaciones son depósitos, porque en ese caso cualquier intento de reprogramar las obligaciones implica una pérdida de credibilidad de la que es difícil recomponerse.

⁵³ La explicación del alto endeudamiento en moneda extranjera se debe a la escasa capacidad de emitir deuda en moneda nacional de los países de la región (Eichengreen, Hausmann y Panizza [2002]). Esta es una realidad difícilmente modificable en el futuro cercano.

términos de flexibilidad de la política económica puede tener costos en términos de crecimiento en el corto plazo, aunque seguramente beneficios en el mediano y largo plazo. Los problemas de economía política son evidentes: con el objeto de evitar males mayores en el mediano plazo es necesario reducir el ritmo de crecimiento en el corto plazo. El problema es qué hacer en economías que, por un pasado de alta inflación y por ausencia de regulaciones adecuadas, ya están muy dolarizadas y, por ende, excesivamente expuestas a fuertes variaciones del tipo de cambio. Modificar el tipo de cambio en esos esquemas puede ser muy costoso en términos de crecimiento futuro. El caso argentino es un buen ejemplo en este sentido.⁵⁴

En síntesis, los sistemas de flotación administrados con fuertes desincentivos al descalce de monedas son preferibles a otros regímenes cambiarios, aunque ello puede generar costos en el corto plazo.

Si Argentina y Uruguay consiguen estabilizar con un tipo de cambio flotante, todos los miembros del MERCOSUR tendrán regímenes cambiarios similares. Ello debiera ayudar a reducir la volatilidad del tipo de cambio real dentro de la región. Es una oportunidad cuyo resultado no está garantizado; como fue mencionado, la década de 1980 nos muestra que la existencia de regímenes cambiarios similares no asegura la estabilidad cambiaria dentro de la región.

Si bien puede ser conveniente que los países establezcan cierta coordinación cambiaria mediante la adopción de una banda de flotación para los tipos de cambio bilaterales, la duda es si ello es factible dado los fuertes cambios en el escenario internacional. Se podría pensar en establecer una banda de flotación suficientemente amplia, que evite distorsiones mayores y que vaya acostumbrando a los países al ejercicio de la coordinación. Inicialmente, esa banda puede ser un acuerdo entre las autoridades económicas que incentive las consultas sobre los posibles cursos de acción. Desde ya que ello requiere estabilidad y avances importantes en la coordinación macroeconómica. Además, parece conveniente la existencia de un fondo de estabilización regional que permita ayudar al país en dificultades.⁵⁵

Reglas o discrecionalidad. El otro tema que requiere ser discutido es si acuerdos Sur-Sur como el MERCOSUR debieran tener reglas estrictas o relativamente flexibles. Desde el punto de vista conceptual, es claro que hay que ser cuidadoso con el establecimiento de reglas estrictas. Lo aconsejable es un gran compromiso político pero cierto grado de flexibilidad para evitar situaciones límites. Un ejemplo en este sentido es el caso de Italia, España e Inglaterra, países que dejaron la "serpiente" a comienzos de los años noventa, pero ello no fue un obstáculo para continuar en el mercado común. En particular, debe tenerse en cuenta que demasiada rigidez puede preocupar

⁵⁴ No puede negarse que las marchas y contramarchas en el plano económico y político que marcaron los meses posteriores a la salida de la convertibilidad hicieron todavía más difícil la búsqueda de un esquema alternativo. Sin embargo, en la medida en que salir de la convertibilidad implica la ruptura de todos los contratos, crear un nuevo marco de credibilidad era y es muy difícil. Por otra parte, la devaluación difícilmente podría haberse dado sin una crisis financiera y la reestructuración de la deuda denominada en monedas duras. Eso es lo que pasó y lo que hace más difícil restablecer la credibilidad. Finalmente, sostener que el problema argentino es básicamente consecuencia de la manera en que se hizo la "pesificación", es no entender la magnitud del problema de una economía totalmente dolarizada.

⁵⁵ Ese papel fue cumplido por Alemania en determinados momentos del proceso que llevó a la formación de la Unión Europea; un ejemplo de ello fue la acción emprendida por Alemania en 1992 para respaldar al franco.

cuando los socios son muy pocos, ya que en ese caso el incumplimiento de uno de ellos puede afectar seriamente el proceso de integración. Por otro lado, cierta flexibilidad es creíble cuando, además de un fuerte compromiso político, los socios tienen buena reputación. Por ejemplo, en Europa el compromiso político de los dos países más grandes fue crucial para el cumplimiento de las reglas macroeconómicas y como incentivo para la entrada de otros socios. No sólo lo fue por el tamaño relativo sino por la seguridad que, desde el punto de vista de la estabilidad y las reglas del juego, los dos socios principales daban al resto. Este no es el caso de América Latina en general y del MERCOSUR en particular, es decir, no hay ni un compromiso político tan fuerte,⁵⁶ ni una adecuada seguridad que ofrecer a los socios que entren en el acuerdo. Por lo tanto, como normalmente sucede en el diseño institucional de la política macroeconómica, la ausencia de buena reputación y de compromiso político reduce los grados de flexibilidad. Ello significa que es difícil imaginarnos en el MERCOSUR un grado de flexibilidad del estilo del existente en ciertos momentos en la Unión Europea. Al mismo tiempo, es evidente que teniendo en cuenta que los incentivos para pertenecer al MERCOSUR son menores que los existentes en Europa, reglas muy rígidas pueden terminar con el acuerdo. Este es un tema de difícil solución y sobre el que se vuelve en el apartado donde trataremos "los incentivos para la coordinación".

D. Fondos de estabilización regional

Las fuertes crisis financieras internacionales que afectaron a los países emergentes dieron lugar a un debate sobre la necesidad de reformas a la arquitectura financiera internacional (véase, por ejemplo, CEPAL [1999]; Ocampo [1999]; Eichengreen [1999]; Machinea [2003]). Como parte de esa discusión, se argumentó que la ausencia de arreglos regionales ha llevado a que los organismos multilaterales de crédito y, en especial, el Fondo Monetario Internacional, tuvieran un papel relevante en las crisis de la década de 1990 en los países emergentes, con todas las fallas y demoras que muchas veces esa intervención ha generado (Mistry [1999]). Esa realidad dio lugar a la aparición de propuestas tendientes a la creación de organismos regionales que ayuden a la estabilidad de la región (Ocampo [1999]; Mistry [1999]; Agosin [2001]; Griffith-Jones [2001]). Estas propuestas no intentan eliminar el Fondo Monetario Internacional como prestamista de última instancia, sino crear organismos intermedios que actúen como prestamistas de "primera instancia" (Mistry [1999]). En este campo, el ejemplo de Europa nos muestra distintos mecanismos de cooperación regional en el ámbito cambiario y financiero a lo largo de las últimas décadas (Giovannini y Mayer [1992]; Eichengreen y Ghironi [1996]). En este sentido, no puede dejar de señalarse que, además de instituciones financieras comunitarias, algunos de los países de la Unión Europea han tenido monedas convertibles y, por lo tanto, pudieron realizar intervenciones en los mercados cambiarios en sus propias monedas. En muchos casos ello permitió estabilizar los tipos de cambio dentro de la región, siendo el más importante y conocido de esos acuerdos el compromiso de Alemania de ayudar a defender el valor del franco en 1992.

⁵⁶ El compromiso político requiere de fuertes liderazgos personales al estilo europeo, pero también de compromisos de la mayoría de los partidos políticos. Sin ello es difícil mantener las reglas de juego en el mediano plazo.

Sin embargo, más allá de su conveniencia, la creación de un fondo regional en el ámbito del MERCOSUR enfrenta problemas de distinto tipo.^{57/58} En primer lugar, se podría argumentar que los países miembros no serían capaces de establecer la disciplina necesaria para la administración de un fondo de estas características. En segundo lugar, muchas de las perturbaciones externas son comunes y, por lo tanto, las demandas de recursos serían realizadas al mismo tiempo. En tercer lugar, el monto de los recursos involucrados es un problema; teniendo en cuenta los distintos tamaños de los países de la región, se hace difícil pensar que estos recursos pudieran ser de utilidad para los países de mayor tamaño relativo y, en particular, para Brasil.

Veamos estos temas con un cierto detalle. El primer aspecto mencionado está relacionado con lo que algunos entienden que puede ser la falta de disciplina en la utilización de los fondos por parte de los países miembros. Si bien en términos generales el suponer que los países en desarrollo no son capaces de establecer reglas para el funcionamiento de un fondo con estas características es una posición poco sostenible (Mistry [1999]), en el caso del MERCOSUR hay dos elementos objetivos que complican la aplicación de este mecanismo. Por un lado, la ausencia de buena reputación en el manejo macroeconómico y, por el otro, la escasa cantidad de países que lo componen, lo que genera dificultades para imponer ciertas decisiones que pueden producir "roces" internos entre los distintos países. Sin embargo, este último aspecto puede neutralizarse en la medida en que el fondo sea manejado por autoridades independientes y bajo ciertas reglas previamente establecidas.

En cuanto a la sincronía de las perturbaciones externas, el tema ya ha sido discutido en la sección III.C.⁵⁹ Allí se concluyó que los términos del intercambio no muestran ninguna correlación definida, aunque la evidencia no es tan conclusiva en el caso de los precios de exportación. Por lo tanto, en este tema la sincronía depende de lo que se trate de compensar.⁶⁰ En el caso de las perturbaciones financieras, la correlación de los movimientos de capitales en los países de la región es positiva y significativamente distinta de cero. Por otro lado, teniendo en cuenta la magnitud de esas perturbaciones, es difícil pensar que un fondo regional pudiera ser relevante. En 1999, la disminución de los flujos de capitales a los cuatro socios plenos del MERCOSUR alcanzó a más de US\$15.000 millones anuales y superó levemente los US\$10.000 millones en 1997 (Cuadro XI).⁶¹

⁵⁷ La creación de un fondo regional para el MERCOSUR fue sugerida en 1993 en el marco de las negociaciones internacionales (Heymann [2001]).

⁵⁸ El Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR) tiene un objetivo similar en el contexto de la Comunidad Andina, aunque sus recursos son limitados.

⁵⁹ Agosin [2001] discute el tema del sincronismo de los *shocks* externos desde la óptica de constitución de un Fondo de Estabilización para América del Sur.

⁶⁰ El problema con compensar las variaciones en los términos del intercambio es que ello implica estimar el precio de las importaciones con un alto componente de productos manufacturados, lo que genera demoras y problemas de transparencia. Por ello, parece más razonable tomar una serie de productos -de exportación e importación- cuyos precios sean de fácil y rápido registro.

⁶¹ En la medida en que esta correlación se explica en alto grado por problemas de contagio, posiblemente pudiera reducirse si se auxilia financieramente con rapidez al país (o países) que inicialmente sufre la reducción en el flujo de capitales (Agosin [2001]).

CUADRO XI
VARIACION DE LOS FLUJOS DE CAPITALES
(En US\$ miles de millones y % del PIB) (*)

País	En US\$ miles de millones									
	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Argentina	2,0	2,3	9,4	8,5	13,3	-4,8	0,3	8,1	1,5	-2,6
Brasil	9,0	-6,2	11,7	-0,7	-2,9	20,6	4,3	-10,3	3,3	-13,0
Paraguay	-0,1	0,1	-0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1
Uruguay	0,0	-0,6	0,9	0,3	0,1	-0,3	-0,3	0,4	-0,1	0,1
Chile	1,5	-1,8	2,0	0,4	2,2	-3,0	3,1	2,0	-4,1	-4,1
Bolivia	-0,6	0,5	-0,1	0,2	-0,2	0,1	0,3	0,3	0,2	-0,3
MERCOSUR	-0,1	-4,4	-0,1	-0,7	-2,9	-5,1	-0,3	-10,3	-0,1	-15,7
MERCOSUR + 2	-0,7	-5,7	-0,2	-0,7	-3,2	-8,1	-0,3	-10,3	-4,2	-20,1

País	Como porcentaje del PIB									
	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Argentina	1,0	1,2	3,9	3,1	5,4	-1,8	0,1	2,7	0,4	-0,7
Brasil	1,5	-1,0	1,9	-0,2	-0,5	2,9	0,5	-1,5	0,4	-1,8
Paraguay	-1,1	0,6	-0,8	0,8	1,7	0,1	0,0	-0,4	-0,4	-0,8
Uruguay	0,1	-3,9	5,9	1,8	0,2	-1,6	-1,4	2,1	-0,6	0,5
Chile	3,5	-4,3	3,7	0,5	3,5	-5,4	4,2	2,2	-5,6	-5,3
Bolivia	-11,3	8,7	-2,0	2,4	-3,4	2,2	3,5	4,4	1,9	-4,5

Notas: (*) Se calculó como la diferencia simple entre los ingresos de capital privado netos de un año en relación al anterior.

Fuente: Cálculos propios en base a WEO [2001] y WDI [2001].

Por lo tanto, parece más conveniente que este fondo atienda principalmente las variaciones de los términos del intercambio o en los precios de exportación, que las fluctuaciones en los flujos financieros. Las fluctuaciones de los términos del intercambio fueron en promedio equivalente al 0,5% del PIB de los países miembros (Cuadro XII)⁶² y en ningún caso habría que financiar el 100% de la caída, ya que es difícil de determinar si esa variación es permanente o transitoria.⁶³ Durante toda la década de los años noventa el máximo impacto de la caída de los términos del intercambio alcanzó a US\$6.300 millones en 1999; en ningún otro año de la década la caída representó más de US\$2.400 millones (Cuadro XII). Por otra parte, empezar el camino de la colaboración con objetivos relativamente más modestos permitiría aprender durante el proceso, de manera de encarar en el futuro proyectos más ambiciosos.

⁶² Para obtener el impacto de la variación de los términos del intercambio en función del producto, se multiplicó el cambio en los términos del intercambio por el coeficiente de apertura.

⁶³ Si bien el FMI cuenta con una prestación de este tipo a través de la Facilidad de Financiamiento Compensatorio, el uso de la misma está sujeta a la aprobación del organismo. Esta aprobación depende del hecho de que se considere que la situación de balance de pagos es satisfactoria o si el país tiene un acuerdo con el Fondo. En este último caso, el desembolso se haría *pari-passu* con los desembolsos del acuerdo.

CUADRO XII
IMPACTO DE LA VARIACION DE LOS TERMINOS DEL INTERCAMBIO
(US\$ millones y % del PIB, MERCOSUR, por países)

En US\$ millones										
	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Argentina	-401	1.030	4	301	18	-1.144	2.058	110	-1.350	-1.263
Brasil	-1.598	5.322	1.255	2.697	5.838	4.665	523	3.543	-1.221	-4.998
Paraguay	12	0	-88	119	326	-97	8	124	142	-398
Uruguay	-194	-31	-38	-34	2	140	-28	45	198	-90
Necesidad de Financiación (1)	-2.193	-31	-125	-34	0	-1.241	-28	0	-2.373	-6.351

Como % del PIB										
	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Argentina	-0,28	0,54	0,00	0,13	0,01	-0,44	0,76	0,04	-0,45	-0,45
Brasil	-0,34	1,31	0,32	0,62	1,07	0,66	0,07	0,44	-0,16	-0,67
Paraguay	0,23	0,01	-1,36	1,73	4,15	-1,08	0,09	1,29	1,65	-5,14
Uruguay	-2,09	-0,27	-0,29	-0,24	0,01	0,77	-0,14	0,21	0,89	-0,43
Necesidad de Financiación (1)	-2,71	-0,27	-1,65	-0,24	0,00	-1,52	-0,14	0,00	0,28	-1,54

Nota: (1) Necesidad de financiamiento definida como la suma simple del impacto de la variación de los TI en el PIB (en US\$ millones y %).

Fuente: Cálculos propios en base a IFS/IMF [2001].

El distinto tamaño de los países y en particular el de Brasil es un problema difícil de superar. Téngase en cuenta que el PIB de Brasil representa el 65% del producto regional y su comercio exterior equivale al 60% del de la región. En esa situación, es imposible pensar en un fondo regional que pueda prestar asistencia a Brasil en situaciones desfavorables. Por lo tanto, sería necesario ampliar la cantidad de países que se involucraran en el acuerdo. Una alternativa posible es pensar en un fondo regional que incluya a todos los países de América del Sur (Agosin [2001]). Si el fondo estuviera constituido por el 10% de las reservas existentes a fines del año 2000 en los cuatro países que son socios plenos del MERCOSUR, sus recursos sumarían US\$4.700 millones y US\$5.800 millones en el caso de que se incluyera a los socios no plenos. Esos recursos alcanzarían a cubrir el 70% del impacto de la mayor caída de los términos del intercambio que haya experimentado la región (socios plenos) durante la última década. Por su parte, si el fondo incluyera a todos los países de América del Sur, alcanzaría a US\$ 7.700 millones (Cuadro XIII).

La otra alternativa es dotar de mayores recursos al Banco Interamericano de Desarrollo a través de un aumento de capital y lograr una mayor flexibilidad de sus normas internas, de manera tal que pueda financiar parte de las perturbaciones externas mediante préstamos de emergencia. Esta alternativa parece la más viable teniendo en cuenta la cantidad de recursos involucrados, aunque sigue teniendo el inconveniente de que estos préstamos van a seguir condicionados a la actitud del FMI. Ello no es necesariamente un problema, aunque la experiencia muestra que sí lo ha sido en términos de respuestas rápidas a las crisis. Por ejemplo, nunca ha sido utilizada la Línea de

Créditos Contingentes del FMI para hacer frente a los problemas de liquidez, y ello no ha sido, justamente, por la ausencia de perturbaciones durante los últimos años.⁶⁴

Finalmente, está la posibilidad de la integración hemisférica que incluiría a Estados Unidos. Esta alternativa disminuiría el problema de los recursos, de la misma manera que el eventual aporte de Japón a un fondo asiático o el de Alemania y Francia en el caso de la Unión Europea resolvería y han resuelto, respectivamente, la escasez de recursos en sus correspondientes áreas de influencia. Sin embargo, es difícil pensar que Estados Unidos, a la luz de su reacción negativa con respecto a la creación de un fondo asiático, apoyaría una propuesta de este tipo en América Latina y el Caribe.

CUADRO XIII
RESERVAS TOTALES DE LOS PAISES DE SUDAMERICA (EN MILLONES DE SDRs Y %) (*)

Países	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	1991-2000 (1)
Argentina	4.342	7.418	10.194	9.967	9.765	12.743	16.555	17.592	19.139	19.301	12.702
Bolivia	106	163	194	340	475	697	838	635	674	631	475
Brasil	5.687	16.457	22.383	25.523	33.600	40.689	37.776	30.402	25.463	25.002	26.298
Chile	4.988	6.733	7.084	9.030	9.577	10.381	12.891	11.167	10.539	11.308	9.370
Colombia	4.598	5.651	5.784	5.484	5.626	6.855	7.278	6.157	5.846	6.855	6.013
Guyana	87	137	180	169	181	229	234	196	195	234	184
Paraguay	674	410	461	707	736	731	632	615	714	585	626
Uruguay	314	441	612	723	834	931	1.215	1.535	1.579	1.940	1.012
Venezuela, Rep. Bol.	7.858	7.356	7.111	5.927	4.628	8.599	11.058	8.807	9.287	10.404	8.103
Ecuador	662	647	1.019	1.278	1.109	1.307	1.566	1.165	1.211	756	1.072
MERCOSUR	11.016	24.727	33.649	36.920	44.935	55.093	56.178	50.144	46.895	46.828	40.639
MERCOSUR+2	16.110	31.623	40.927	46.291	54.988	66.171	69.907	61.945	58.108	58.767	50.484
Sudamérica	29.314	45.413	55.021	59.149	66.532	83.161	90.042	78.270	74.648	77.016	65.856
Hemisferio Occidental	46.677	65.053	79.892	72.340	87.892	109.232	126.352	114.863	112.519	120.473	93.529
MERCOSUR (como % de Total SA)	38	54	61	62	68	66	62	64	63	61	62
MERCOSUR+2 (como % de Total SA)	55	70	74	78	83	80	78	79	78	76	75
MERCOSUR+2 (como % de HO)	35	49	51	64	63	61	55	54	52	49	53

Notas: (*) SDRs: *Special Drawing Rights* (Derechos Especiales de Giros).

(1) Promedio simple.

Fuente: Cálculos propios en base a IFS/IMF [2001].

E. Los incentivos para la coordinación

La pregunta que nos hemos hecho en distintas partes de este documento es la capacidad de *enforcement*, es decir, la capacidad de hacer cumplir los acuerdos. Este interrogante se vincula con los incentivos y penalidades. La diferencia con el caso europeo es considerable. En Europa

⁶⁴ Los motivos para la no utilización de esta línea han sido de distinto tipo. Por un lado, las condicionalidades y el costo de la línea y, por el otro, que países con "buena reputación" no han querido utilizar la línea porque no saben quiénes serán sus eventuales "socios" en el acceso. Los dos primeros problemas fueron suavizados a comienzos del año 2001; sin embargo, la línea sigue sin utilizarse.

existen tres tipos de incentivos para el cumplimiento de las metas establecidas en Maastricht y en el posterior Pacto de Estabilidad. En primer lugar, y seguramente el incentivo más importante por las externalidades que genera, es ser visto como un país responsable. En segundo lugar, la eliminación de la volatilidad cambiaria con los principales socios comerciales y, en tercer lugar, la existencia de un sistema de penalidades para los países que incumplan con las metas fiscales. En el caso del MERCOSUR, la calificación de país "responsable" en el manejo de su política macroeconómica no está relacionada, al menos por el momento y por muchos años, con el cumplimiento de los compromisos dentro del área, sino por los acuerdos con los organismos multilaterales de crédito y, en especial, con el Fondo Monetario Internacional.

En cuanto al tema de sanciones, debe tenerse en cuenta el pequeño número de países que conforman el MERCOSUR y la diferencia de tamaño entre ellos. En ese contexto es difícil imaginar sanciones que puedan llegar a que un país quede excluido del acuerdo, como fue en el caso con la conformación de la Unión Europea si no se cumplía con ciertas pautas. La razón es obvia: es imposible imaginarse un MERCOSUR sin Brasil o Argentina, aunque sea por un período de tiempo limitado.

Asimismo, sería conveniente la creación de un grupo de expertos regionales y extrarregionales que debieran evaluar el cumplimiento de los acuerdos alcanzados. Este grupo debiera hacer conocer públicamente su evaluación y recomendaciones. Este sistema de presión (*peer pressure*) debería aumentar los incentivos para el cumplimiento de los acuerdos.

Por otra parte, el aumentar la transparencia de los acuerdos haciendo responsables a los distintos gobiernos por el incumplimiento fue sin duda un elemento importante en el proceso de integración europeo. Sin embargo, la relevancia de la transparencia es menor para la región que para Europa, ya que muchos de los países de la región tienen acuerdos transparentes con el FMI. Por lo tanto, la falta de "atractivo" de la región, los pocos países que la componen y las diferencias de tamaño llevan a pensar que el régimen de sanciones no puede ser excesivamente "duro", lo que claramente conspira contra la conclusión previa respecto de la necesidad de reducir la flexibilidad de las reglas macroeconómicas.⁶⁵

En todo caso, es evidente que el esquema de sanciones e incentivos debe ser diferente del de Europa. Una alternativa, que no resuelve todo el problema, es relacionar el incumplimiento a la imposibilidad de acceder a los fondos regionales mencionados en el apartado anterior o a la obligación de hacer contribuciones adicionales a dichos fondos. Si, como consecuencia de los incumplimientos, los países tienen que hacer contribuciones adicionales o no pueden extraer los recursos en caso de emergencia, el mundo comenzará a percibir que las reglas de convergencia económica fijadas en la región son relevantes y deben ser tenidas en cuenta.

Por otro lado, queda por discutir la existencia de elementos de coordinación "exógenos" a la región y cuál es su papel en el MERCOSUR. El acuerdo de integración de Europa tuvo en sus inicios un elemento de coordinación "exógeno" en el sistema de cambios fijos heredado de Bretton Woods. Cuando veinte años más tarde, en la década de 1970, el acuerdo dejó de ser operativo, los países de la Comunidad decidieron establecer sus propias reglas para disminuir la variabilidad del tipo

⁶⁵ Las dificultades para implementar estas penalidades en el caso reciente de la Unión Europea introduce alguna duda en cuanto a la capacidad de establecer sanciones demasiado duras en general.

de cambio. Sin embargo, la estabilidad cambiaria durante veinte años ayudó a dar los primeros pasos en ese proceso de integración. ¿Hay elementos "exógenos" que ayuden a la coordinación macroeconómica y a la profundización de la integración en el MERCOSUR? Creemos que sí. En primer lugar, en un mundo cada vez más interdependiente hay una pérdida de autonomía relativa por parte de los países. En ese mundo globalizado, las inconductas macroeconómicas tienen costos que van más allá de los de la región. En segundo lugar, existen organismos internacionales que pueden ayudar a establecer ciertas pautas o criterios comunes. Por un lado, existe el Banco Internacional de Pagos que establece una normativa respecto de los sistemas financieros nacionales. Si bien esta normativa puede requerir modificaciones para adaptarla a la realidad de los países de la región, la misma, ya sea en su versión original o la modificada, debiera ser la base de un compromiso dentro del MERCOSUR y de otros acuerdos subregionales. También, estas regulaciones son esenciales para tener un sistema financiero sólido y creíble. Por el otro, todos los países de la región mantienen un estrecho contacto con el Fondo Monetario Internacional y otros organismos de crédito.⁶⁶ Además, sería conveniente que el FMI tome en cuenta la existencia de estos acuerdos regionales para el diseño de los programas en los países. El haber incentivado y luego apoyado la devaluación de Brasil en 1999 sin tomar en cuenta su impacto regional es lo opuesto de lo que debiera hacerse en el futuro.

Considerando que la percepción de los países miembros y de la comunidad financiera internacional es que los incumplimientos con estos organismos tienen un costo mayor que los incumplimientos dentro de la región, parece razonable que los acuerdos partan de criterios establecidos con esos organismos. De esa manera, la comunidad internacional puede ayudar a "coordinar" la macroeconomía del bloque. Más aún, teniendo en cuenta la cantidad de áreas donde es necesario llegar a acuerdos sustantivos, es posible pensar que los Bancos de Desarrollo, y en particular el Banco Interamericano de Desarrollo, elaboren, en conversaciones con los países, una agenda tendiente a la profundización de los acuerdos subregionales. El Banco podría coordinar esa agenda y apoyaría, mediante préstamos de rápido desembolso, las decisiones de los países en esta área.

Temas que deberían formar parte de esa agenda son, por ejemplo, la adopción de estándares comunes, similares reglas fitosanitarias con aceptación de las decisiones de los otros países, una ley de competencia común para la región, la coordinación de incentivos regionales, un mínimo marco institucional para la resolución de conflictos, la adopción y el cumplimiento de un arancel externo común, la eliminación de subsidios para las ventas en el mercado ampliado, y la creación de organismos técnicos regionales independientes que facilitarían el arbitraje de intereses nacionales diferentes.⁶⁷ Asimismo, se debería apoyar la introducción de reformas estructurales que ayuden a la estabilidad en el mediano y largo plazo y, por ende, a la coordinación macroeconómica. Ejemplos de estas reformas son la independencia de los bancos centrales de los países miembros, leyes que fijen un máximo al aumento del gasto público, distribución de gastos e ingresos entre la nación y los gobiernos subnacionales de una forma transparente y de manera que aumente los incentivos para comportarse en forma responsable, y una mayor flexibilidad en el mercado laboral.

⁶⁶ Durante la última década Argentina tuvo acuerdos con el Fondo en forma casi permanente; Brasil, durante dieciocho meses a partir de enero de 1992 y, luego, desde diciembre de 1998 hasta la fecha; Uruguay, desde enero de 1991 hasta junio de 1993 y desde marzo de 1996 en forma casi ininterrumpida hasta la fecha; por su parte, Paraguay es el único país que no registra acuerdos con el FMI en los últimos años.

⁶⁷ La creación durante 2002 de una Secretaría Técnica es un paso en el sentido correcto. La falta de financiamiento de la misma debe ser revertida si los países están dispuestos a fortalecer su compromiso con el proceso de integración.

La coordinación "exógena" a la región puede generar reacciones encontradas. Sin embargo, es una manera de generar los incentivos que el proceso de integración requiere. Por otro lado, debe tenerse en cuenta que los países se comprometen de manera voluntaria a metas macroeconómicas y a ciertas reformas con los organismos internacionales de crédito. De lo que se trata es de aprovechar esa realidad para profundizar la integración. Además, la región tendría un poder de negociación mucho mayor actuando y proponiendo en forma conjunta en estos organismos.

F. Consideraciones finales

La coordinación macroeconómica es imprescindible para pensar en formas superiores de integración, como es el caso de una unión monetaria. Es también conveniente cuando existe un alto grado de interdependencia, por más que no se pretenda avanzar en formas ulteriores de integración. Distintas formas de coordinación macroeconómica en el MERCOSUR hubiesen ayudado a profundizar el proceso de integración durante los años noventa. El hecho de que no se haya avanzado en esa dirección no se explica por dificultades de orden técnico, ya que en ese campo se lograron avances importantes en el año 2000. La dificultad ha sido la voluntad de acordar y posteriormente cumplir ese compromiso. Desde ya que no se trata sólo de ausencia de voluntad política, sino también de factores tales como: (1) la falta de reputación del socio, lo que no sólo no genera ganancias en el corto plazo asociadas con la coordinación, sino que además, en situaciones de turbulencia, puede afectar el acceso al financiamiento privado externo a la región, un tema especialmente relevante dada la magnitud de los desequilibrios en cuenta corriente que han mantenido los países de la región; (2) la envergadura de las perturbaciones externas sin mecanismos regionales de compensación; (3) el no querer perder autonomía en el diseño de la política económica en un contexto donde persiste la asincronía del ciclo entre países; (4) relacionado con el punto precedente, el todavía escaso impacto en el nivel macroeconómico de la interdependencia comercial; y (5) la permanente desconfianza de que el socio realmente considerara al acuerdo regional como un elemento imprescindible en el diseño de su política económica interna y en su estrategia de inserción internacional, lo que redujo las posibilidades del juego cooperativo.

En ese contexto, es evidente que no había demasiados incentivos para la coordinación macroeconómica. Teniendo en cuenta los problemas de inestabilidad regional y la alta tasa de descuento asociada con los beneficios de esquemas asociativos en el mediano plazo, era y es necesario, si se quiere profundizar la integración, crear otros mecanismos que aumenten los incentivos para la coordinación. Es decir, hay que agregar elementos que fortalezcan la indispensable "voluntad política". Consultas frecuentes entre las autoridades de los distintos países y ciertos acuerdos, inicialmente muy flexibles, respecto a la variabilidad cambiaria dentro de la región, podrían ayudar a crear el necesario clima de confianza. La formación de un grupo de reconocidas figuras que evalúe los compromisos públicos y haga recomendaciones también podría cumplir un papel de cierta importancia. Asimismo, la existencia de fondos regionales cuyo acceso podría restringirse en función del cumplimiento de lo acordado parece ser un mecanismo a explorar. Sin embargo, estos fondos regionales difícilmente tengan en sus comienzos demasiada relevancia. Si se quiere que tengan más recursos, más cobertura y diversifiquen el riesgo en mayor medida, debieran incluir a más países que los del MERCOSUR, pero en ese caso no pueden ser utilizados como incentivos negativos o positivos para el bloque.

Otra alternativa, complementaria de la anterior, es la utilización de los acuerdos de los países con los organismos internacionales de crédito como un mecanismo de coordinación. El FMI en el

ámbito macroeconómico y el Banco de Pagos Internacionales en el ámbito del sistema financiero pueden cumplir este papel de coordinación. Sin embargo, el objetivo de aumentar los incentivos para la integración subregional debiera tener características algo distintas. Para ello, sería necesario crear incentivos para llevar adelante programas que profundicen estos acuerdos y para realizar reformas estructurales que ayuden a la estabilidad de la región. Teniendo en cuenta su compromiso con la integración, ésta podría ser una tarea que lleve adelante el BID. Debe tenerse en cuenta que ello no contraría la necesidad de buscar acuerdos de libre comercio dentro del hemisferio o con la Unión Europea. Los acuerdos subregionales debieran ir más allá de un acuerdo de libre comercio y, en la medida en que logren este objetivo, favorecerán la integración regional.

En cualquier caso, la experiencia europea nos muestra que la integración es un proceso iterativo. La creciente integración comercial aumentó la demanda de coordinación macroeconómica, pero, a su vez, el aumento del comercio se vio favorecido por los acuerdos que limitaron la variabilidad cambiaria. Por su parte, los acuerdos que se fueron logrando en las distintas áreas con una creciente confianza entre los principales actores fueron reduciendo las posibilidades de soluciones no cooperativas. O sea, la coordinación macroeconómica, principalmente dirigida a evitar la volatilidad de los socios, fue parte esencial de los avances y esa coordinación se fue logrando de forma gradual. Por lo tanto, la profundización de la integración requiere pensar la interdependencia y la coordinación macroeconómica como cuestiones complementarias y no como tareas secuenciales. Por ello, las reformas estructurales que ayudan a la estabilidad de cada uno de los países y de la región en general no son sustitutas del diálogo, de los acuerdos parciales entre las partes y de la convergencia macroeconómica que muestre en hechos concretos el compromiso de la región con la estabilidad. Para todo ello, es imprescindible que los socios muestren la decisión irrevocable de profundizar la integración.

Finalmente, la magnitud y la volatilidad de las perturbaciones externas, en especial en los mercados de capitales, requieren mecanismos internacionales que permitan compensar, al menos parcialmente, estas perturbaciones. Sin fondos de desembolso automático de los organismos internacionales en caso de fuertes perturbaciones externas y sin una política de préstamos contracíclica de los bancos de desarrollo es difícil pensar en coordinar políticas económicas, pero es también difícil lograr un contexto de estabilidad macroeconómica en la región, el que es absolutamente imprescindible para cualquier proceso de integración. Los fondos regionales pueden ayudar, pero no reemplazar el papel de los organismos multilaterales de crédito.

V. MEDIDAS COMPENSATORIAS PARA REDUCIR EL EFECTO DE LA VARIABILIDAD DEL TIPO DE CAMBIO

Del análisis de las secciones previas se desprende que la única manera de eliminar la variabilidad del tipo de cambio es través de una unión monetaria y que el MERCOSUR estuvo muy lejos de encontrar una solución de ese tipo durante los años noventa y, por cierto, en la actualidad. Por su parte, la coordinación macro puede ayudar a reducir las oscilaciones e incluso evitar una gran volatilidad, pero el resultado no está garantizado. Además, la región ha mostrado pocos avances en este campo durante la última década. Teniendo en cuenta el impacto que las modificaciones cambiarias tienen sobre la economía y sobre la economía política del proceso de integración, es conveniente analizar la introducción de medidas compensatorias, ya sea de carácter arancelario o cambiario, por períodos limitados de tiempo. Si bien el tema ya ha sido discutido (Ferrer y Lavagna [1991] y Díaz Bonilla [1999]), nuestra propuesta tiene diferencias importantes con las opiniones previas.

De hecho, hubo mecanismos de "compensación" en situaciones extremas, tales como la introducción de un derecho de estadística por parte de Argentina en 1992 y las medidas restrictivas a las importaciones de Brasil en 1997. La escasa protesta de los socios ante esas medidas unilaterales fue una manera de "coordinación incipiente" (Heymann y Navajas [1998]). Sin embargo, estas medidas de tipo general no fueron las únicas. En cada momento de un considerable desalineamiento cambiario hubo presiones y medidas proteccionistas particulares, medidas que fueron especialmente importantes en el período 1999-2001, o sea, después de la devaluación del real de enero de 1999. Estas acciones fueron las que crearon tensiones políticas en el interior del MERCOSUR. Por lo tanto, se trata de evitar que los cambios bruscos en las paridades cambiarias alteren significativamente las "reglas del juego" en el corto plazo y den lugar a restricciones comerciales o a medidas compensatorias poco transparentes. Es decir, el objetivo es encontrar un mecanismo de compensación y que el mismo sea transparente.

Una alternativa es compensar exactamente la variabilidad cambiaria entre los países miembros mediante un tipo de cambio particular o mediante aranceles de importación o reintegros a la exportación. Esta metodología no es conveniente por varios motivos que se discuten a continuación y que sirven para modelar nuestra propuesta.

Lo que no se puede hacer para evitar el efecto de la devaluación de un socio es compensar el ajuste cambiario de manera tal que el socio quede en una peor situación que el resto del mundo. Por lo tanto, cualquier medida compensatoria tiene que tener como límite al arancel externo común.

Por otra parte, no tiene sentido que si un país miembro aprecia su moneda respecto del resto del mundo, incluyendo a los países de la región, los únicos que tengan que compensar esa apreciación sean los países del bloque.

Para ilustrar el tema supongamos dos países, A y B, donde el tipo de cambio es expresado inicialmente como:

$$P_B * TC_A / TC_B * (1 + t_{AB}) = P_{RM} * TC_A / TC_{RM} * (1 + t_{ARM}) = P_A \quad (1)$$

donde,

P_i = Precio en el país i
 TC_i = Tipo de cambio en el país i
 P_{RM} = Índice de precios de "Resto del Mundo"
 TC_{RM} = Tipo de cambio del país i con el "Resto del Mundo"⁶⁸
 t_{ij} = Arancel de importación del país i respecto del país j

Expresando (1) en términos reales:

$$TCR_A / TCR_B * (1 + t_{AB}) = TCR_A / TCR_{RM} * (1 + t_{ARM}) \quad (2)$$

La igualdad supone que, dado que el arancel que enfrentan ambos países que exportan al país A es igual antes de un acuerdo comercial, los precios corregidos por el tipo de cambio son iguales en los dos países (país B y el resto del mundo).

Si el país A forma una zona de libre comercio con B, ello significa que desaparece el arancel de importación (t_{AB}). Esa es la preferencia que tiene ahora el país B respecto del resto del mundo (RM) para exportar al país A. Esta preferencia se altera en la medida en que el TC del país B se modifique respecto del resto del mundo.

Por lo tanto, cualquier medida compensatoria debe considerar las variaciones del tipo de cambio *vis-à-vis* el resto del mundo. La idea subyacente es mantener la preferencia original, considerando en forma conjunta el diferencial arancelario y el tipo de cambio respecto del resto del mundo. En otras palabras, con la eliminación inicial de los aranceles intrarregionales, los países de la región tienen una preferencia dado el tipo de cambio inicial dentro de la región *vis-à-vis* el resto del mundo. Si un país de la región (supongamos, B) deprecia su moneda respecto del resto del mundo (incluyendo la región), ello mejora su ventaja relativa inicial *vis-à-vis* el resto del mundo en relación con los otros países miembros.⁶⁹ En ese contexto, la compensación evitaría una mejora adicional a la establecida inicialmente por ser miembro de la región. De la misma manera, si un país aprecia su moneda respecto de los países de la región y del resto del mundo en una magnitud similar, se mantiene la preferencia original y, por lo tanto, no habría necesidad de compensaciones.⁷⁰

Por lo tanto, si se aprecia TCR_A/TCR_B respecto del tipo de cambio inicial, que por el momento podemos definir como normal entre ambos países, en mayor proporción que TCR_A/TCR_{RM} respecto a su valor normal, cabrían medidas compensatorias del país A. Alternativamente, cuando TCR_B/TCR_A se aprecia más que TCR_B/TCR_{RM} , en ambos casos respecto a su valor normal, el país B podría aplicar medidas compensatorias. En otras palabras, en la medida en que:

$$[(TCR_A / TCR_B) - (TCR_A / TCR_B)^n] > X \quad (3)$$

⁶⁸ Los índices "Resto del Mundo" fueron calculados como promedios ponderados de los principales socios comerciales de Brasil y Argentina en la década de los años noventa.

⁶⁹ En (2) habrá una disminución en TCR_A/TCR_B y ninguna modificación en TCR_A/TCR_{RM} . El tipo de cambio está definido en términos reales y se refiere a la cantidad de moneda local necesaria para comprar una unidad de moneda extranjera.

⁷⁰ En (2) habrá un aumento de igual magnitud en TCR_A/TCR_B y en TCR_A/TCR_{RM} .

donde, X indica la amplitud de la banda donde no habrá compensación; sólo habrá medidas compensatorias si además:

$$[(TCR_A/TCR_B) - (TCR_A/TCR_B)^n] - [(TCR_A/TCR_{RM}) - (TCR_A/TCR_{RM})^n] < 0 \quad (4)$$

Si el tipo de cambio "normal" es constante, por ejemplo, porque se lo define como igual al vigente al inicio del acuerdo comercial, lo relevante en las expresiones (3) y (4) es el tipo de cambio actual respecto del socio y del resto del mundo. Sin embargo, la definición de paridades cambiarias "normales" requiere alguna discusión. Una posibilidad es considerar que la idea de normalidad cambia con el tiempo, de manera tal que en cada momento el tipo de cambio "normal" es un promedio del vigente en los últimos años. De esa manera, la "normalidad" va cambiando de la mano de un promedio móvil de los tipos de cambio, tanto el bilateral dentro del bloque como respecto del resto del mundo. Esta alternativa tiene más sentido, ya sea porque la idea de "normalidad" cambiaria se va modificando a través del tiempo, atendiendo a los cambios en las situaciones de los países, como por el hecho de que las compensaciones entre los países de un bloque comercial no debieran ser permanentes aunque haya una diferencia en el tipo de cambio con respecto al vigente al inicio del acuerdo.

Teniendo en cuenta que la medida compensatoria tiene por objeto evitar o disminuir el efecto de fuertes variaciones cambiarias, esa medida sólo se aplicaría en casos de considerable divergencia respecto de los valores "normales". Esto significa que la compensación sólo operaría cuando la variabilidad de los tipos de cambio supere cierto límite, por ejemplo, el 10% respecto de los valores históricos.⁷¹ Por otra parte, la compensación comenzaría a funcionar sólo después de varios meses de divergencia (por ejemplo, tres meses). En esos casos, y por la diferencia entre la desviación y la banda adoptada (por ejemplo, del 10%), debiera adoptarse en forma transitoria un arancel a las importaciones que nunca puede exceder el arancel externo común del producto en cuestión. A título de ilustración, supongamos que el tipo de cambio del país B se devalúa en un 25% respecto de A y en la misma proporción en relación con su valor normal, y que el tipo de cambio de A respecto del resto del mundo es igual a su valor normal. Supongamos también que el arancel externo común sea del 10%. En ese caso, considerando la banda del 10%, la compensación debiera ser del 15%, pero dado que la medida compensatoria no puede exceder el valor del arancel externo común, la misma sería del 10%.

Como se dijo previamente, no es posible pensar en estas compensaciones en forma permanente. Ello significa que, en la medida en que se avanza en la coordinación macroeconómica, estos mecanismos debieran dejar de utilizarse, por más que se mantenga la disparidad cambiaria con respecto a la "normalidad" por un período largo de tiempo. En principio, habría que pensar que la compensación se debería mantener por un período máximo de tiempo (por ejemplo, un año) y luego disminuirse gradualmente hasta su desaparición, independientemente que se mantenga la diferencia que dio origen a la medida. El mecanismo establecido básicamente tiene como objetivo evitar el impacto de grandes variaciones en los precios relativos en cortos períodos de tiempo, es decir, un cambio brusco en la idea de normalidad que, como ya fue mencionado, además de sus impactos económicos afecta la economía política del proceso de integración.

⁷¹ Eso implica que en la expresión (3) X es igual a 0,1.

El otro tema que debe analizarse es cómo debe definirse el tipo de cambio respecto del resto del mundo. Cada uno de los países exporta a distintos países del mundo e importa desde distintas regiones, por lo que la construcción de un tipo de cambio real para cada país debiera reconocer distintas ponderaciones de acuerdo con el destino y el origen del comercio. El problema que crea la existencia de "distintas canastas" en la definición y estimación del tipo de cambio real efectivo es que la variación del tipo de cambio respecto del resto del mundo puede ser distinta para cada país, lo que complica la comparación. Por ello, nos ha parecido conveniente definir un tipo de cambio del bloque respecto del resto del mundo, lo que permite manejarse con una canasta de monedas común, o sea con iguales ponderaciones. Esa canasta puede ser construida otorgándole una ponderación al tipo de cambio de los distintos países igual al promedio simple de la proporción del comercio de esos países respecto de cada uno de los integrantes del bloque. El detalle de la metodología utilizada para construir la canasta de monedas para Argentina y Brasil se detalla en el Anexo I.

Para ilustrar el sistema de compensaciones propuesto en el Anexo II se analiza qué es lo que hubiese pasado en el MERCOSUR y, en particular entre Argentina y Brasil, si se hubiese aplicado un mecanismo de este tipo durante el período de vigencia del Tratado de Asunción. Tal como se desprende del análisis, el sistema sólo hubiese generado mecanismos de compensación entre Argentina y Brasil en dos oportunidades hasta junio de 2002. La primera de estas compensaciones hubiese operado a partir de abril de 1999 como resultado de la devaluación de Brasil en enero de ese año. La medida hubiese estado vigente por el monto máximo del arancel externo común hasta marzo de 2000 y a partir de ese momento hubiese comenzado a disminuir hasta su desaparición en un período máximo de ocho trimestres. La segunda de estas compensaciones hubiese operado desde junio de 2002 como consecuencia de la devaluación del tipo de cambio de Argentina.

Es necesario hacer un comentario acerca de los países de menor tamaño relativo dentro del bloque, es decir, Paraguay y Uruguay. Creemos que estos países debieran poder usar el mecanismo compensador para protegerse en términos relativos de la devaluación de los países de mayor tamaño relativo. Sin embargo, no nos parece conveniente que el mecanismo opere en sentido inverso, es decir, que los países de mayor tamaño relativo usen este mecanismo para compensar devaluaciones de los países de menor tamaño. La razón es que el mecanismo compensatorio no es fácil de administrar y sólo debiera ser utilizado en situaciones donde hay desequilibrios importantes. Difícilmente pueda pensarse que una devaluación de Paraguay o Uruguay pudiera afectar en forma importante el mercado de Argentina o Brasil. En todo caso, si se estableciera una compensación, la banda a partir de la cual podría operar debería ser sustancialmente mayor.

¿Cuáles son los inconvenientes asociados a esta propuesta? Básicamente creemos que dos. En primer lugar, las variaciones en el tipo de cambio real pueden deberse a cambios en el tipo de cambio de equilibrio o a fuertes desvíos de la posición de equilibrio. Si las variaciones responden a desvíos transitorios de la posición de equilibrio, el mecanismo de compensación ayudará a suavizar estos cambios y, al mismo tiempo, evitará o reducirá las tensiones políticas resultantes de fuertes alteraciones en el tipo de cambio real. Alternativamente, si los cambios responden a variaciones en el tipo de cambio de equilibrio (por encima de la banda del 10%), la introducción de un mecanismo de compensación estaría reduciendo el necesario ajuste de la economía. Sin embargo, caben los siguientes comentarios: (a) la economía no se estaría ajustando a la nueva situación de equilibrio sólo en lo que respecta al tipo de cambio real con los socios del acuerdo; (b) la compensación sólo se aplica cuando las variaciones son superiores al 10% real y por el

valor en exceso de ese porcentaje; (c) la compensación tiene un límite máximo equivalente al arancel externo común; y (d) las compensaciones son transitorias y disminuyen gradualmente hasta su desaparición. Por lo tanto, la objeción de que se evita un ajuste necesario del tipo de cambio real sólo es parcialmente válida. De cualquier manera, es cierto que la introducción del mecanismo de compensación podría tener ciertos costos económicos pero, aún en ese caso, hay que tener en cuenta que estos costos deben compararse con la ventaja de hacer el ajuste algo más gradual, evitando afectar la economía política del proceso de integración.

En síntesis, la primera objeción respecto a que se estaría evitando variaciones del tipo de cambio real de equilibrio es sólo parcialmente cierta. Además, los cambios que muestra el tipo de cambio bilateral de la región parecen mostrar que una parte importante de estas variaciones difícilmente se expliquen por cambios en la paridad de equilibrio.

La segunda objeción a un mecanismo con estas características es la posibilidad de realizar operaciones de triangulación. Sin embargo, la triangulación sólo es posible vía los países que forman parte del acuerdo y, por ende, sólo sería posible en la medida en que estos países no apliquen medidas compensatorias. En el caso que nos ocupa, estimaciones preliminares muestran que Paraguay y Uruguay hubiesen puesto en marcha una compensación similar a la de Argentina en abril de 1999 y que también hubiesen compensado en junio de 2002 ante la devaluación de Argentina.⁷² Por lo tanto, en estos casos no hubiese habido posibilidades de "triangulación". En el caso eventual que alguno de los socios no aplicara medidas compensatorias, debe tenerse en cuenta que la medida es transitoria, lo que seguramente disminuirá la "triangulación" dado los costos involucrados en el proceso. Por último, un comentario respecto a una alternativa a estas medidas compensatorias: el establecimiento de cláusulas de salvaguardia que permitan, ante la aparición de daños a la producción local, la introducción de derechos por un período de tiempo. Esta alternativa tiene la desventaja de que es menos transparente y que puede demorar un período excesivo en implementarse. Sin embargo, tiene la ventaja de evitar el avance en mecanismos de compensación generales cuando puede haber sectores que no se vean afectados por la devaluación. Por lo tanto, nuestra opinión es que los mecanismos de salvaguardia podrían ser un mecanismo alternativo al aquí propuesto, pero que requerirían transparencia y celeridad en la implementación.

En síntesis, en esta sección hemos desarrollado un mecanismo compensatorio ante variaciones del tipo de cambio entre los países miembros de una zona de libre comercio que sólo se aplicaría en la medida en que el tipo de cambio fuera considerablemente distinto del "normal", y en la medida en que ello implicase un verdadero cambio en las ventajas regionales en relación con el resto del mundo. El mecanismo compensador tomaría en cuenta el tamaño de los países y se aplicaría sólo en forma temporaria. Su ventaja es la transparencia, a diferencia de prácticas proteccionistas que introducen claras distorsiones y favorecen a los sectores con más acceso a las decisiones políticas y económicas. Claro está que nada asegura que la puesta en marcha de este mecanismo elimine las presiones sectoriales. Si ese fuese el caso el mecanismo perdería su razón de ser. Por lo tanto, debiera quedar claro que esta compensación sustituye todo otro mecanismo de protección dentro de la región. Por último, establecer estos mecanismos de compensación tiene como principal objetivo reducir las presiones políticas dentro del bloque para que los países puedan progresar hacia formas más avanzadas de integración. Si no hay decisión de profundizar la integración, estos mecanismos perderían, en gran parte, su razón de ser.

⁷² La posterior devaluación del tipo de cambio en Uruguay hubiese eliminado la necesidad de compensación.

VI. CONCLUSIONES

En este documento se ha discutido el impacto negativo que la inestabilidad cambiaria ha tenido sobre el proceso de integración en el MERCOSUR. Esta inestabilidad no sólo afecta negativamente el volumen de comercio, sino que además genera resistencias políticas que debilitan la capacidad de los gobiernos para adoptar actitudes colaborativas dentro del bloque. Por lo tanto, es casi imposible pensar en una profundización de cualquier acuerdo de integración sin reducir el grado de variabilidad del tipo de cambio entre los países miembros. El grado de coordinación macroeconómica asociado con ese objetivo genera beneficios netos positivos en la medida en que exista la voluntad política de avanzar hacia formas superiores de integración. Si ese no fuera el caso, no tiene demasiado sentido incurrir en costos asociados con esa coordinación, como los resultantes de limitar la autonomía de los países en el diseño de su política económica. La voluntad política de profundizar el MERCOSUR ha estado, por lo general, presente en las declaraciones de los distintos gobiernos durante la última década. Sin embargo, no siempre esa voluntad política se manifestó en acciones concretas.

Nos hemos preguntado qué es lo que podría haberse hecho para reducir la variabilidad del tipo de cambio o, al menos, su efecto sobre los países miembros y en qué medida las lecciones del pasado pueden servir para diseñar mejores políticas en el futuro.

Si bien una unión monetaria hubiese "solucionado" el problema de la variabilidad cambiaria, nuestro análisis muestra que no hubo, ni hay, condiciones para su formación en la región. Las principales razones son tres y, de acuerdo con su importancia relativa, ellas son: ausencia de voluntad política para profundizar la integración, ausencia de un banco central con suficiente reputación y, finalmente, una relativamente baja interdependencia comercial, en especial para el socio mayor del acuerdo. Sin embargo, debe reconocerse que la existencia de *shocks* financieros similares y la mayor integración comercial durante los años noventa, han aumentado la correlación de los ciclos entre los países miembros, aunque esta correlación no es todavía demasiado significativa. Si bien se puede afirmar que la propia unión monetaria, al aumentar el comercio, crea las razones para su propia existencia y que las uniones monetarias han sido en todos los casos frutos de una decisión política, el intentar la creación de una moneda única sin que se den ciertas condiciones básicas puede ser extremadamente peligroso, especialmente si los costos "de salida" son poco significativos. En esas circunstancias, es probable que alguno de los países decida abandonar la unión monetaria si cree que los costos de corto plazo son elevados.

Las condiciones básicas para tomar la decisión de avanzar en la creación de una moneda común están relacionadas con la adopción de medidas que muestren el compromiso político de las partes con el proceso de integración y que impliquen ciertas formas de cesión de soberanía. Además de medidas en el ámbito comercial e institucional se requiere de mecanismos de coordinación macroeconómica más laxos que una unión monetaria, pero que ayuden a reducir la variabilidad cambiaria y que vayan creando la confianza asociada con el juego cooperativo. Tal como muestra la experiencia europea, la coordinación macroeconómica es complementaria de la mayor integración comercial y financiera.

La ausencia de una voluntad política para profundizar la integración durante la década de los años noventa se manifestó, entre otras cosas, en ausencia de mecanismos de coordinación. En

ese contexto, la variabilidad cambiaria de la región generó disputas comerciales y políticas que conspiraron contra el proceso de integración. Hoy es más evidente que nunca que sin estabilidad no puede haber coordinación y que el logro y el mantenimiento de esa estabilidad requiere de la conquista de ciertos objetivos mínimos en términos de inflación, deuda pública, déficit fiscal, endeudamiento de corto plazo y solvencia del sistema financiero. Para el alcance de esos objetivos, cada uno de los países seguramente requerirá de ciertas reformas estructurales, algunas de las cuales dependerán de la realidad institucional de cada uno de ellos. La mayor estabilidad permitirá, con el paso del tiempo, acotar la variabilidad cambiaria.

Para asegurar la estabilidad y reducir la volatilidad cambiaria se requiere de la existencia de ciertos fondos que permitan compensar la magnitud de las perturbaciones externas, en especial de tipo financiero, a que está expuesta la región. Fondos de desembolso automático de los organismos internacionales en caso de fuertes perturbaciones, la creación de fondos regionales e incluso la posible existencia de ciertos fondos de estabilización nacionales, son imprescindibles para asegurar la estabilidad de la región. Además, en la medida en que se generen incentivos externos, provenientes de los organismos internacionales, para acordar y cumplir lo acordado en distintos ámbitos del proceso de integración, se estarán sentando las bases para una cooperación macroeconómica más intensa entre los países.

Teniendo en cuenta las dificultades para reducir la variabilidad del tipo de cambio, quizás el principal problema de la región fue la ausencia de mecanismos que permitiesen compensar, al menos parcialmente, esa variabilidad cambiaria. Esta es una lección que debiera ser aprendida por otros acuerdos: sin mecanismos compensadores de grandes variaciones del tipo de cambio intrarregional es difícil profundizar la integración. Por lo tanto, mientras se avanza en ciertas políticas de coordinación que permitan reducir las variaciones del tipo de cambio, es conveniente que los países acuerden un criterio transparente de compensación, como el discutido en la última sección de este documento.

ANEXO I

METODOLOGÍA PARA LA ELABORACIÓN DEL TIPO DE CAMBIO "REGIONAL"

En este Anexo se detalla como fueron construidos distintos indicadores utilizados en este documento.

Indicadores

Canasta de Monedas

Para construir el tipo de cambio real de Argentina y Brasil con el "Resto del Mundo" se utilizó el siguiente procedimiento:

- Se seleccionaron los principales socios comerciales de ambos países, excluidos ellos mismos y los demás miembros del MERCOSUR, en función de la proporción de las exportaciones e importaciones hacia y desde esos mercados en su comercio total. Los países seleccionados representan en promedio casi el 79 por ciento del comercio total combinado de Argentina y Brasil.
- Se estableció la participación del país seleccionado en el comercio de Brasil y Argentina durante la última década. La ponderación final se obtuvo mediante el promedio simple de los valores calculados para cada país.
- Se construyó el tipo de cambio real del país A respecto del "Resto del Mundo" a través de la siguiente fórmula:

$$TC_{A/RN} = \frac{TC_{A/us}}{P_A} / \left\{ \left(\frac{\alpha}{\varpi} \right) \left(\frac{TC_{w/us}}{P_a} \right) + \left(\frac{\beta}{\varpi} \right) \left(\frac{TC_{f/us}}{P_f} \right) + \dots + \left(\frac{\chi}{\varpi} \right) \left(\frac{TC_{n/us}}{P_n} \right) + \left(\frac{\delta}{\varpi} \right) \left(\frac{1}{P_{us}} \right) \right\}$$

donde,

α, β, δ y χ = ponderación promedio del país i para el comercio total combinado de Argentina y Brasil

ϖ = $1 - (\sum \alpha + \beta + \dots + \chi + \delta)$

P_i = Índice de precios al consumidor del país i

TC_i = Tipo de cambio nominal respecto del dólar del país i

En el caso de Estados Unidos, se utilizó la expresión $\left(\frac{1}{P_{us}} \right)$ dado que el dólar es utilizado como *numeraire* en las demás expresiones, por lo que el tipo de cambio es igual a 1.

Los precios y las ponderaciones utilizadas se describen a continuación.

Matriz de Ponderación	
País	Ponderación
Estados Unidos	34,3
Alemania	10,9
Chile	3,3
Italia	6,7
España	3,0
Holanda	5,9
Japón	8,9
Francia	4,4
México	2,8
Reino Unido	4,0
Corea del Sur	2,6
Bélgica	2,0
Arabia Saudita	2,8
Canadá	2,7
Venezuela	2,3
Suiza	1,9
Suecia	1,5

ANEXO II

EL FUNCIONAMIENTO DEL SISTEMA DE COMPENSACIÓN DURANTE EL PERÍODO 1991-2002

Como se mencionó en el texto, uno de los problemas para establecer un mecanismo compensador es la necesidad de establecer un tipo de cambio "normal" entre Argentina y Brasil, sobre el cual se analizarían las desviaciones. Para el caso particular del tipo de cambio entre Argentina-Brasil, si se definiera como tipo de cambio "normal" el promedio del tipo de cambio de los diez años previos, la dificultad está en que los años anteriores al inicio del MERCOSUR (1989-1990) difícilmente puedan ser considerados como normales. En ese período, como consecuencia de la hiperinflación, el tipo de cambio real de Argentina fue especialmente elevado, al extremo de tomar un promedio de diez años como idea de normalidad, el tipo de cambio "normal" resultante entre Argentina y Brasil durante los años noventa siempre hubiese sido mayor que el observado, es decir, el tipo de cambio real en Argentina siempre hubiese estado apreciado respecto de esta noción de "normalidad". Esta situación se mantiene aún si se elimina el período 1989-1990. Esta realidad nos llevó a intentar con un promedio móvil de sólo cinco años que, por lo tanto, recoge en menor medida la "anormalidad" de la década de 1980.⁷³ El Gráfico 16 muestra el tipo de cambio bilateral calculado de esa manera y el observado. Tal como allí puede verse, Argentina apreció su tipo de cambio respecto de la normalidad desde el inicio de la convertibilidad hasta 1995 y nuevamente a partir de fines de 1998 y particularmente luego de la devaluación de Brasil. Entre ambos períodos, Brasil habría apreciado por encima de la "normalidad", es decir, por sobre el promedio móvil de los cinco años previos.

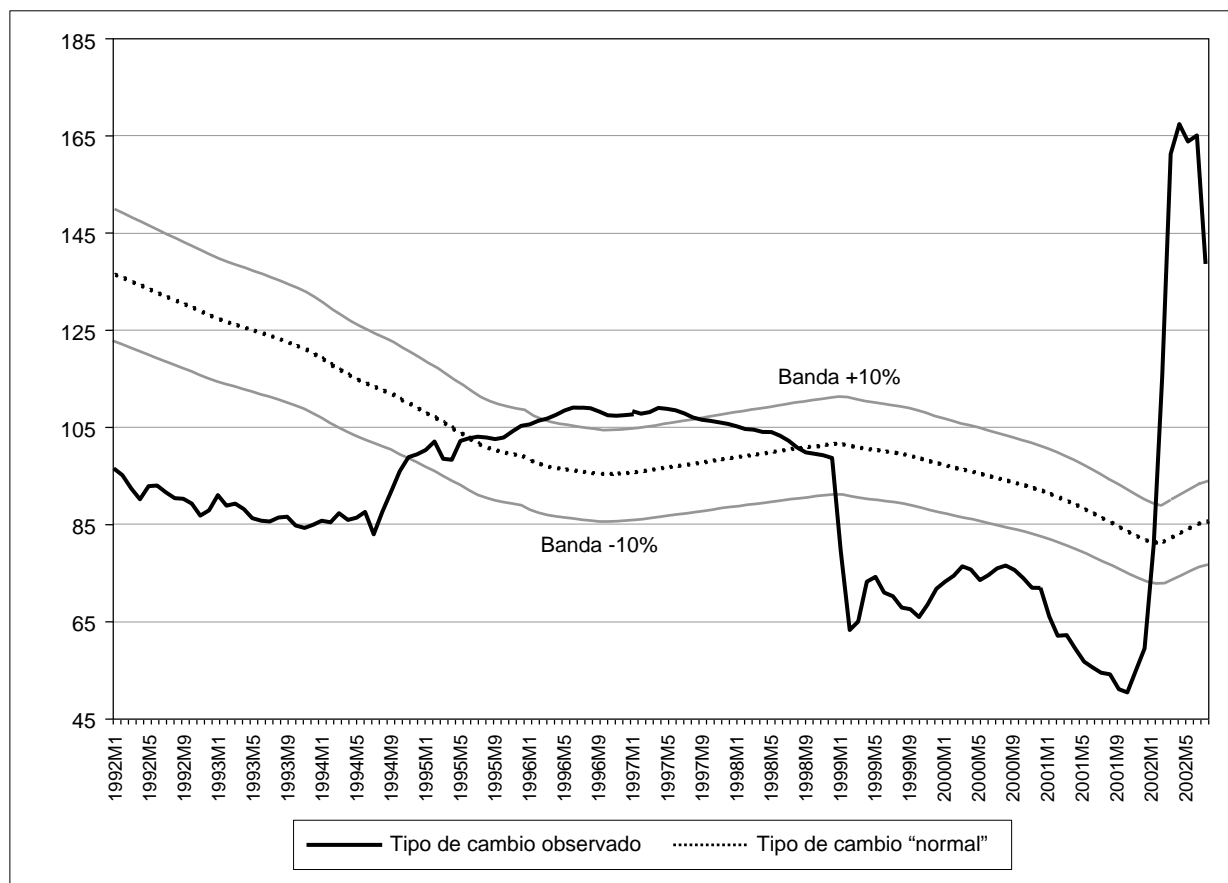
Cuando se establece una banda del 10% por arriba y por debajo del tipo de cambio normal, los períodos que aparecen con un desvío superior al 10% por más de tres meses son aquéllos donde el peso habría estado apreciado respecto del real, con la única excepción del período julio 1996 - junio 1997, en el que la apreciación del real respecto de su valor "normal" es superior al 10%, y los meses que siguen a la devaluación argentina del año 2002 (Gráfico 16). ¿Significa ello que en esos períodos debieran haberse introducido mecanismos compensadores? No necesariamente. Tomemos por ejemplo el primer período, o sea, el que va de enero de 1991 hasta junio de 1995, o sea, el período en el que la apreciación del peso habría sido superior al tipo de cambio "normal" en más del 10%. En el Cuadro XIV, la columna 5 muestra la diferencia entre el tipo de cambio observado y el tipo de cambio normal (expresión 2) y la columna 6 muestra la diferencia entre los valores observados y los "normales" en relación con el resto del mundo. Por último, la columna 7 muestra la diferencia entre ambos, es decir, la apreciación del peso respecto del real menos la apreciación respecto del resto del mundo (expresión 3). Un valor positivo indica una menor apreciación del peso respecto del real (que con relación al resto del mundo). En ese caso no debería corresponder ninguna compensación. Claramente eso es lo que pasó en el período 1991-1995. En todo ese lapso la apreciación del peso respecto del resto del mundo fue mayor que la apreciación respecto del real (Gráfico 17a y Cuadro XIV), por lo que no puede decirse que Brasil hubiese ganado competitividad respecto del resto del mundo en relación con Argentina. De la misma manera, la apreciación del real respecto del peso en el período abril 1996 - junio 1997 fue inferior que la apreciación del real respecto del resto del mundo, por lo tanto, tampoco hubiesen

⁷³ En todos los casos hemos eliminado el período 1989-1990.

correspondido medidas compensatorias (Gráfico 17b y 18b). En el único período en el que el mecanismo de compensación hubiese debido funcionar es a partir de enero de 1999 y hasta fines de 2001, período en el cual el desvío respecto del tipo de cambio "normal" fue superior al 10% y el peso no mostraba apreciación respecto del resto del mundo (Gráficos 17a y 18a y Cuadro XIV).⁷⁴ En otras palabras, es claro que durante ese período el real se devaluó respecto del peso y del resto del mundo, de manera que el margen de preferencia dentro del bloque aumentó. La medida compensatoria hubiese comenzado a operar a partir de abril de 1999 y hubiese estado en plena vigencia hasta marzo de 2000, a partir de ese momento hubiese disminuido 12,5% por trimestre hasta su desaparición en ocho trimestres.

Asimismo, al menos a partir de junio de 2002, la devaluación argentina hubiese generado compensaciones equivalentes al total del arancel externo común.

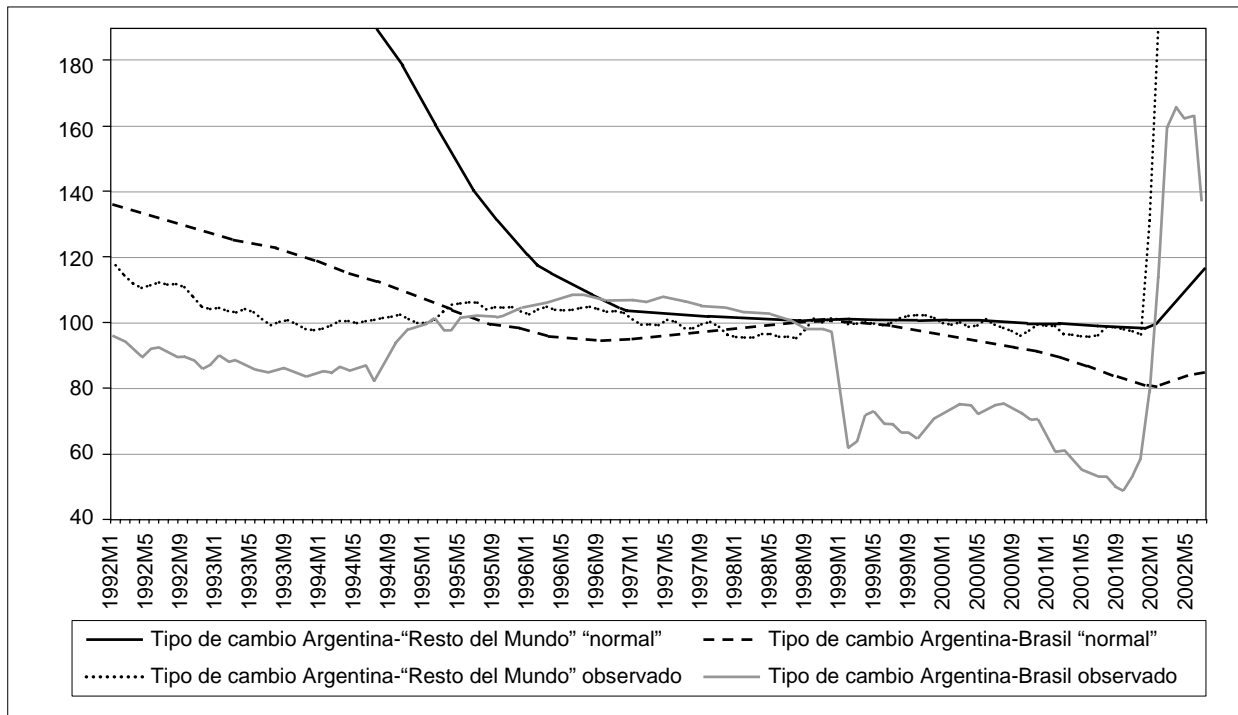
GRÁFICO 16
TIPO DE CAMBIO REAL ARGENTINA-BRASIL OBSERVADO Y "NORMAL"
(PROMEDIO MOVIL 60 MESES)



Fuente: Cálculos propios en base a IMF/IFS [2002].

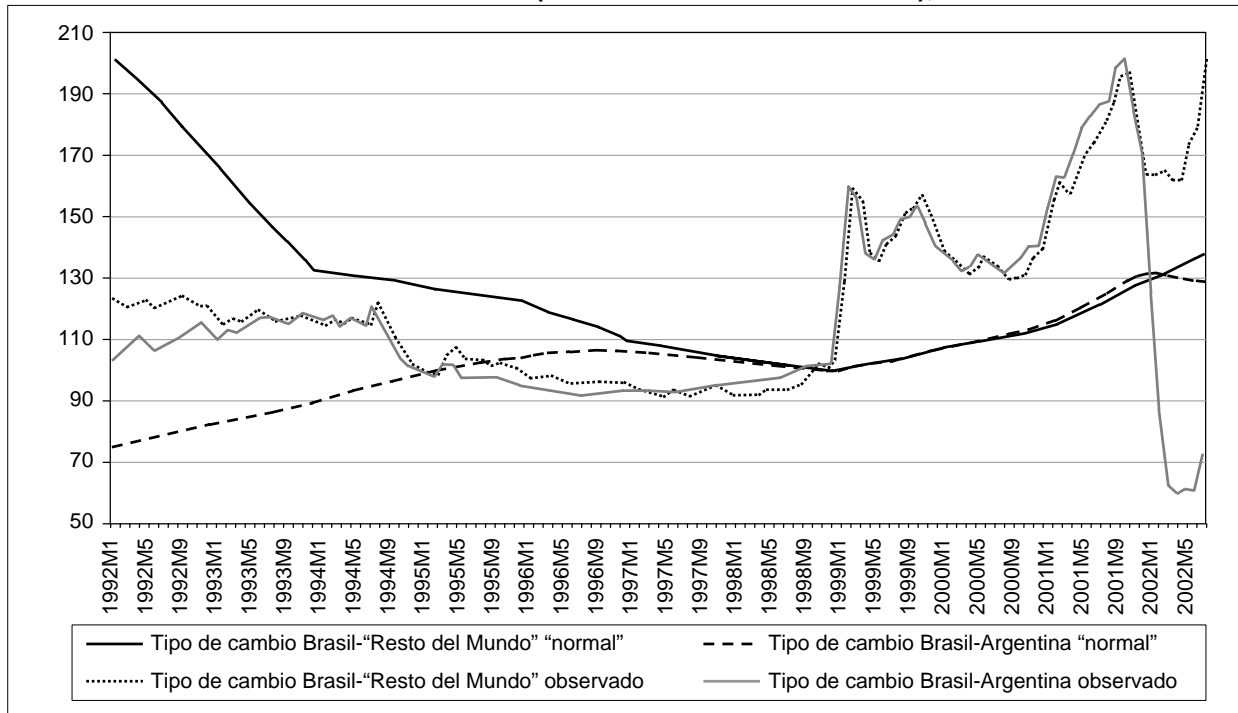
⁷⁴ Es conveniente enfatizar que este no es un juicio respecto a la competitividad del peso respecto del mundo. De acuerdo con nuestra definición de normalidad, se puede decir que el peso no mostraba -respecto de los últimos cinco años- una apreciación en relación con el resto del mundo. A diferencia de ello, la devaluación del real había cambiado la idea de normalidad, en el sentido de que había aumentado el margen de preferencia dentro del MERCOSUR a favor de Brasil.

GRÁFICO 17A
TIPOS DE CAMBIO REAL ARGENTINA-BRASIL Y ARGENTINA-"RESTO DEL MUNDO".
OBSERVADO Y "NORMAL" (PROMEDIO MOVIL 60 MESES), 1992-2002



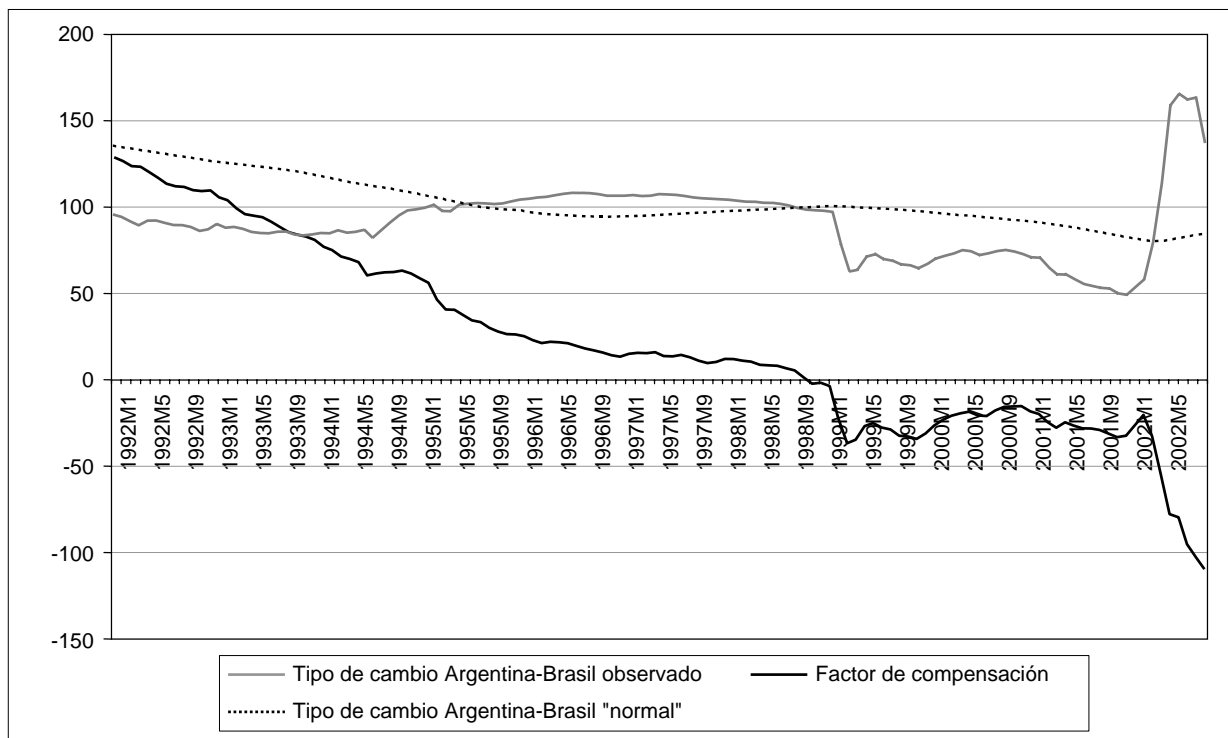
Fuente: Cálculos propios en base a IMF/IFS [2002].

GRÁFICO 17B
TIPOS DE CAMBIO REAL BRASIL-ARGENTINA Y BRASIL-"RESTO DEL MUNDO".
OBSERVADO Y "NORMAL" (PROMEDIO MOVIL 60 MESES), 1992-2002



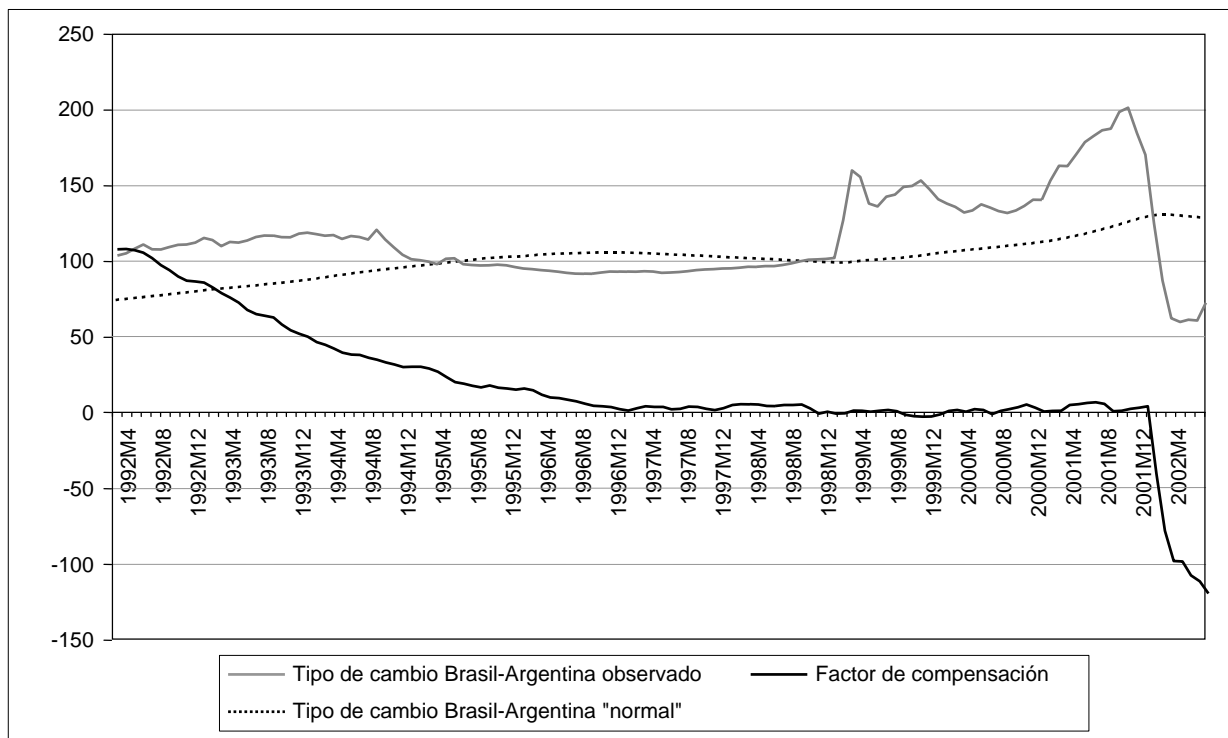
Fuente: Cálculos propios en base a IMF/IFS [2002].

GRÁFICO 18A
TIPO DE CAMBIO DE REAL ARGENTINA-BRASIL Y FACTOR DE COMPENSACION



Fuente: Cálculos propios en base a IMF/IFS [2002].

GRÁFICO 18B
TIPO DE CAMBIO DE REAL BRASIL-ARGENTINA Y FACTOR DE COMPENSACION



Fuente: Cálculos propios en base a IMF/IFS [2002].

CUADRO XIV
TIPOS DE CAMBIO REAL Y FACTOR DE COMPENSACION

Años - Meses	Tipo de cambio AR/BR observado	Tipo de cambio AR/BR "normal"	AR/BR - Prom. Móvil	Tipo de cambio AR/"Resto del mundo" observado	Tipo de cambio AR/"Resto del mundo" "normal"	AR/"Resto del mundo"- Prom. Móvil	Factor de compensación	Tipo de cambio BR/AR observado	Tipo de cambio BR/AR "normal"	BR/AR - Prom. móvil	Tipo de cambio BR-"Resto del mundo" observado	Tipo de cambio BR-"Resto del mundo" "normal"	BR/"Resto del mundo"- Prom. móvil	Factor de compensación
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
1992M1	96,22	136,15	-39,93	117,69	286,14	-168,46	128,53	103,93	74,62	29,31	122,31	201,16	-78,85	108,16
1992M2	94,82	135,40	-40,58	114,55	283,70	-169,15	128,57	105,46	75,18	30,27	120,80	198,76	-77,95	108,23
1992M3	92,07	134,59	-42,52	112,05	281,06	-169,01	126,49	108,62	75,81	32,81	121,71	196,36	-74,66	107,46
1992M4	89,86	133,82	-43,96	110,70	278,24	-167,54	123,58	111,28	76,44	34,85	123,19	194,19	-71,00	105,85
1992M5	92,57	133,05	-40,48	111,46	275,15	-163,69	123,21	108,03	77,04	30,99	120,41	191,56	-71,15	102,14
1992M6	92,71	132,23	-39,52	112,31	271,86	-159,55	120,03	107,86	77,66	30,20	121,14	188,57	-67,43	97,63
1992M7	91,33	131,49	-40,16	111,75	268,76	-157,01	116,86	109,49	78,26	31,23	122,35	185,37	-63,01	94,25
1992M8	90,08	130,71	-40,63	111,85	265,76	-153,91	113,28	111,01	78,89	32,12	124,17	182,11	-57,94	90,06
1992M9	89,95	129,97	-40,02	110,90	262,73	-151,83	111,81	111,17	79,50	31,67	123,29	178,93	-55,64	87,30
1992M10	88,99	129,24	-40,25	107,89	259,57	-151,67	111,43	112,37	80,12	32,25	121,24	175,78	-54,53	86,79
1992M11	86,53	128,42	-41,89	104,90	256,35	-151,45	109,56	115,56	80,82	34,75	121,22	172,62	-51,40	86,15
1992M12	87,64	127,61	-39,98	104,23	253,21	-148,98	109,00	114,11	81,50	32,61	118,93	169,29	-50,36	82,97
1993M1	90,69	126,92	-36,22	104,49	250,08	-145,59	109,37	110,26	82,08	28,18	115,21	166,12	-50,91	79,10
1993M2	88,56	126,27	-37,71	103,63	246,81	-143,18	105,47	112,92	82,65	30,27	117,02	162,95	-45,93	76,20
1993M3	88,95	125,75	-36,80	103,18	243,78	-140,60	103,80	112,42	83,14	29,28	116,00	159,64	-43,64	72,93
1993M4	87,87	125,19	-37,32	104,18	240,63	-136,46	99,14	113,81	83,66	30,14	118,56	156,47	-37,91	68,05
1993M5	86,00	124,60	-38,60	103,29	237,61	-134,32	95,72	116,27	84,22	32,05	120,10	153,26	-33,16	65,21
1993M6	85,43	124,00	-38,57	101,11	234,52	-133,41	94,83	117,05	84,80	32,25	118,35	150,35	-32,00	64,25
1993M7	85,33	123,43	-38,10	99,28	231,40	-132,12	94,01	117,20	85,36	31,84	116,35	147,52	-31,17	63,01
1993M8	86,13	122,79	-36,67	100,31	228,21	-127,90	91,24	116,11	85,96	30,15	116,47	144,61	-28,14	58,29
1993M9	86,25	122,14	-35,89	100,78	225,03	-124,25	88,36	115,94	86,56	29,38	116,84	141,94	-25,10	54,48
1993M10	84,45	121,45	-36,99	99,61	221,87	-122,26	85,27	118,41	87,21	31,20	117,95	139,04	-21,09	52,29
1993M11	83,99	120,67	-36,68	98,09	218,70	-120,61	83,93	119,06	87,92	31,14	116,78	135,97	-19,19	50,32
1993M12	84,67	119,69	-35,01	97,84	215,47	-117,63	82,61	118,10	88,73	29,37	115,55	132,94	-17,39	46,77
1994M1	85,45	118,63	-33,19	98,17	212,12	-113,95	80,76	117,03	89,56	27,48	114,89	132,45	-17,56	45,03
1994M2	85,14	117,43	-32,29	99,20	208,34	-109,14	76,85	117,46	90,46	27,00	116,52	132,03	-15,52	42,52
1994M3	87,03	116,43	-29,41	100,55	204,93	-104,39	74,98	114,91	91,24	23,67	115,53	131,61	-16,08	39,75
1994M4	85,67	115,38	-29,71	100,56	201,61	-101,05	71,34	116,73	92,06	24,67	117,38	131,25	-13,87	38,54
1994M5	86,05	114,47	-28,42	99,93	198,22	-98,29	69,88	116,21	92,82	23,39	116,13	130,89	-14,75	38,15
1994M6	87,26	113,66	-26,41	100,46	194,73	-94,27	67,87	114,60	93,49	21,11	115,13	130,51	-15,38	36,49
1994M7	82,67	112,89	-30,22	100,85	191,29	-90,45	60,23	120,96	94,22	26,74	121,99	130,31	-8,32	35,06
1994M8	87,30	112,17	-24,87	101,54	187,74	-86,20	61,33	114,55	94,85	19,69	116,31	129,99	-13,69	33,38
1994M9	91,49	111,39	-19,89	101,92	183,95	-82,03	62,14	109,30	95,47	13,83	111,40	129,58	-18,18	32,01
1994M10	95,69	110,32	-14,63	102,56	179,41	-76,86	62,23	104,50	96,17	8,33	107,17	129,09	-21,92	30,25
1994M11	98,55	109,46	-10,91	101,24	175,23	-73,99	63,08	101,47	96,75	4,72	102,73	128,53	-25,80	30,53
1994M12	99,15	108,51	-9,36	100,02	170,67	-70,65	61,29	100,85	97,36	3,49	100,88	127,96	-27,08	30,57
1995M1	100,00	107,50	-7,50	100,00	166,20	-66,20	58,70	100,00	97,99	2,01	100,00	127,39	-27,39	29,39
1995M2	101,74	106,49	-4,75	100,96	161,63	-60,67	55,93	98,29	98,60	-0,32	99,23	126,82	-27,59	27,28
1995M3	98,18	105,43	-7,25	103,43	157,02	-53,59	46,34	101,85	99,27	2,58	105,34	126,40	-21,06	23,64
1995M4	98,02	104,31	-6,29	105,56	152,37	-46,81	40,51	102,02	99,96	2,06	107,70	126,04	-18,35	20,41
1995M5	101,85	103,35	-1,50	105,93	147,87	-41,94	40,43	98,19	100,55	-2,37	104,01	125,63	-21,62	19,25
1995M6	102,42	102,21	0,22	106,29	143,28	-36,99	37,21	97,64	101,21	-3,57	103,78	125,22	-21,44	17,87
1995M7	102,73	101,09	1,63	106,22	138,89	-32,67	34,31	97,34	101,85	-4,50	103,40	124,83	-21,42	16,92
1995M8	102,56	100,39	2,18	104,16	135,28	-31,12	33,30	97,50	102,32	-4,82	101,56	124,41	-22,85	18,03

CUADRO XIII (continuación)

Años - Meses	Tipo de cambio AR/BR observado	Tipo de cambio AR/BR "normal"	AR/BR - Prom. Móvil	Tipo de cambio AR/"Resto del mundo" observado	Tipo de cambio AR/"Resto del mundo" "normal"	AR/ "Resto del mundo"- Prom. Móvil	Factor de compen- sación	Tipo de cambio BR/AR observado	Tipo de cambio BR/AR "normal"	BR/AR -Prom. móvil	Tipo de cambio BR-"Resto del mundo" observado	Tipo de cambio BR-"Resto del mundo" "normal"	BR/ "Resto del mundo"- Prom. móvil	Factor de compen- sación
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
1995M9	102,21	99,83	2,39	104,77	132,21	-27,44	29,83	97,83	102,72	-4,89	102,50	124,03	-21,53	16,64
1995M10	102,55	99,41	3,14	104,64	129,22	-24,58	27,72	97,51	103,04	-5,53	102,04	123,65	-21,61	16,07
1995M11	103,86	99,04	4,82	104,82	126,20	-21,38	26,20	96,28	103,32	-7,04	100,92	123,26	-22,34	15,30
1995M12	104,94	98,73	6,21	103,49	123,29	-19,80	26,01	95,29	103,57	-8,28	98,62	122,85	-24,23	15,96
1996M1	105,27	97,70	7,57	102,66	120,14	-17,47	25,04	95,00	104,15	-9,16	97,53	121,57	-24,04	14,88
1996M2	106,05	97,02	9,03	104,04	117,80	-13,76	22,78	94,30	104,59	-10,29	98,11	120,42	-22,31	12,02
1996M3	106,44	96,50	9,94	104,95	116,18	-11,23	21,17	93,95	104,94	-10,99	98,60	119,62	-21,02	10,03
1996M4	107,28	96,17	11,11	103,97	114,69	-10,72	21,83	93,21	105,18	-11,97	96,91	118,70	-21,78	9,82
1996M5	108,13	95,91	12,22	103,87	113,24	-9,37	21,59	92,48	105,38	-12,90	96,06	117,73	-21,67	8,77
1996M6	108,76	95,67	13,09	103,99	111,93	-7,94	21,03	91,95	105,56	-13,61	95,61	116,85	-21,24	7,63
1996M7	108,76	95,45	13,32	104,53	110,67	-6,15	19,46	91,94	105,73	-13,78	96,10	116,00	-19,89	6,11
1996M8	108,63	95,20	13,43	104,92	109,43	-4,51	17,94	92,06	105,91	-13,85	96,59	115,19	-18,60	4,74
1996M9	107,96	94,98	12,98	104,23	108,17	-3,93	16,91	92,62	106,08	-13,45	96,54	114,31	-17,77	4,32
1996M10	107,15	95,01	12,13	103,39	106,90	-3,51	15,64	93,33	106,05	-12,72	96,49	113,08	-16,59	3,87
1996M11	107,09	95,07	12,02	103,57	105,59	-2,02	14,03	93,38	106,00	-12,62	96,71	111,76	-15,05	2,43
1996M12	107,19	95,21	11,98	103,01	104,17	-1,16	13,14	93,30	105,87	-12,57	96,10	110,21	-14,10	1,53
1997M1	107,37	95,39	11,97	101,02	103,90	-2,87	14,85	93,14	105,69	-12,55	94,09	109,74	-15,64	3,09
1997M2	106,84	95,59	11,24	99,43	103,64	-4,22	15,46	93,60	105,49	-11,89	93,07	109,28	-16,21	4,32
1997M3	107,16	95,84	11,31	99,50	103,44	-3,93	15,25	93,32	105,24	-11,92	92,86	108,79	-15,94	4,02
1997M4	108,03	96,15	11,88	99,29	103,25	-3,96	15,84	92,57	104,93	-12,36	91,91	108,27	-16,37	4,01
1997M5	107,81	96,40	11,41	100,89	103,07	-2,18	13,59	92,76	104,67	-11,92	93,58	107,83	-14,24	2,32
1997M6	107,51	96,65	10,86	100,31	102,87	-2,56	13,42	93,01	104,42	-11,41	93,30	107,36	-14,06	2,65
1997M7	106,90	96,91	10,00	98,38	102,65	-4,26	14,26	93,54	104,16	-10,62	92,03	106,86	-14,83	4,21
1997M8	106,00	97,17	8,83	98,38	102,42	-4,05	12,87	94,34	103,88	-9,54	92,81	106,33	-13,53	3,98
1997M9	105,56	97,43	8,13	99,52	102,23	-2,71	10,84	94,73	103,61	-8,87	94,28	105,85	-11,57	2,70
1997M10	105,34	97,70	7,64	100,30	102,11	-1,81	9,45	94,93	103,32	-8,39	95,21	105,42	-10,20	1,82
1997M11	105,04	98,01	7,03	98,84	102,00	-3,16	10,19	95,20	102,98	-7,77	94,10	104,96	-10,86	3,09
1997M12	104,71	98,30	6,42	96,36	101,87	-5,52	11,94	95,50	102,67	-7,17	92,02	104,52	-12,50	5,33
1998M1	104,20	98,52	5,68	95,67	101,73	-6,06	11,74	95,97	102,43	-6,46	91,81	104,13	-12,31	5,85
1998M2	103,67	98,77	4,89	95,56	101,59	-6,03	10,93	96,46	102,15	-5,69	92,18	103,71	-11,53	5,84
1998M3	103,56	99,02	4,54	95,61	101,47	-5,85	10,39	96,56	101,89	-5,33	92,33	103,32	-10,99	5,66
1998M4	103,11	99,27	3,84	96,64	101,34	-4,70	8,53	96,99	101,61	-4,62	93,73	102,90	-9,17	4,55
1998M5	103,04	99,56	3,49	96,58	101,23	-4,64	8,13	97,05	101,29	-4,24	93,73	102,46	-8,73	4,49
1998M6	102,33	99,84	2,49	95,74	101,14	-5,40	7,89	97,72	100,97	-3,24	93,56	102,05	-8,49	5,24
1998M7	101,28	100,10	1,18	95,74	101,08	-5,34	6,52	98,73	100,66	-1,93	94,53	101,69	-7,16	5,23
1998M8	99,86	100,33	-0,48	95,34	101,00	-5,66	5,18	100,14	100,39	-0,25	95,48	101,34	-5,86	5,61
1998M9	98,87	100,54	-1,67	97,89	100,95	-3,06	1,39	101,14	100,15	0,99	99,00	101,04	-2,04	3,03
1998M10	98,61	100,78	-2,17	101,31	100,98	0,33	-2,50	101,41	99,86	1,54	102,73	100,79	1,95	-0,40
1998M11	98,29	101,02	-2,73	100,14	101,01	-0,87	-1,85	101,74	99,57	2,16	101,88	100,54	1,34	0,82
1998M12	97,69	101,23	-3,54	101,39	101,07	0,32	-3,86	102,36	99,31	3,05	103,79	100,34	3,44	-0,40
1999M1	78,59	101,12	-22,53	101,05	101,12	-0,06	-22,46	127,24	99,48	27,76	128,58	100,57	28,01	-0,25
1999M2	62,43	100,74	-38,31	99,64	101,13	-1,49	-36,82	160,18	100,19	59,99	159,61	101,29	58,32	1,67
1999M3	64,16	100,36	-36,20	99,74	101,11	-1,37	-34,83	155,87	100,88	54,99	155,46	101,95	53,51	1,48
1999M4	72,32	100,14	-27,82	100,20	101,11	-0,91	-26,91	138,28	101,24	37,05	138,56	102,31	36,25	0,79
1999M5	73,34	99,93	-26,59	99,78	101,10	-1,32	-25,26	136,36	101,57	34,78	136,06	102,64	33,42	1,37

CUADRO XIII (continuación)

Años - Meses	Tipo de cambio AR/BR observado	Tipo de cambio AR/BR "normal"	AR/BR - Prom. Móvil	Tipo de cambio AR/"Resto del mundo" observado	Tipo de cambio AR/"Resto del mundo" "normal"	AR/ "Resto del mundo"- Prom. Móvil	Factor de compen- sación	Tipo de cambio BR/AR observado	Tipo de cambio BR/AR "normal"	BR/AR -Prom. móvil	Tipo de cambio BR-"Resto del mundo" observado	Tipo de cambio BR-"Resto del mundo" "normal"	BR/ "Resto del mundo"- Prom. móvil	Factor de compen- sación
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
1999M6	70,06	99,64	-29,58	99,30	101,08	-1,78	-27,80	142,74	102,04	40,70	141,74	103,08	38,66	2,03
1999M7	69,35	99,42	-30,07	100,01	101,07	-1,06	-29,01	144,20	102,43	41,77	144,22	103,45	40,76	1,01
1999M8	67,00	99,08	-32,07	101,44	101,07	0,37	-32,45	149,24	103,01	46,24	151,40	104,04	47,36	-1,12
1999M9	66,71	97,03	-30,32	102,13	99,35	2,78	-33,10	149,90	101,97	47,93	153,09	102,95	50,14	-2,21
1999M10	65,09	96,53	-31,44	102,40	99,35	3,05	-34,49	153,64	102,77	50,87	157,32	103,77	53,55	-2,68
1999M11	67,64	96,02	-28,38	102,32	99,37	2,95	-31,34	147,84	103,53	44,31	151,27	104,57	46,70	-2,39
1999M12	70,90	95,56	-24,66	101,48	99,39	2,09	-26,75	141,04	104,19	36,85	143,13	105,26	37,87	-1,02
2000M1	72,29	95,11	-22,81	99,94	99,39	0,55	-23,37	138,32	104,82	33,50	138,24	105,89	32,36	1,15
2000M2	73,53	94,64	-21,11	99,43	99,36	0,07	-21,18	136,00	105,44	30,56	135,23	106,48	28,75	1,81
2000M3	75,49	94,27	-18,78	100,18	99,31	0,87	-19,65	132,46	105,94	26,52	132,71	106,93	25,78	0,74
2000M4	74,77	93,89	-19,12	98,86	99,20	-0,34	-18,78	133,74	106,46	27,28	132,21	107,33	24,88	2,39
2000M5	72,61	93,41	-20,80	99,22	99,09	0,13	-20,93	137,71	107,11	30,61	136,64	107,86	28,78	1,83
2000M6	73,70	92,94	-19,24	101,10	99,01	2,10	-21,34	135,69	107,73	27,96	137,18	108,41	28,77	-0,81
2000M7	75,02	92,49	-17,47	99,49	98,89	0,60	-18,07	133,30	108,32	24,98	132,63	108,89	23,74	1,24
2000M8	75,69	92,05	-16,36	98,47	98,80	-0,33	-16,03	132,13	108,89	23,24	130,11	109,36	20,75	2,49
2000M9	74,72	91,59	-16,88	97,57	98,68	-1,11	-15,76	133,84	109,48	24,36	130,59	109,82	20,77	3,59
2000M10	73,09	91,11	-18,02	96,07	98,54	-2,48	-15,54	136,82	110,12	26,69	131,43	110,30	21,13	5,56
2000M11	71,09	90,57	-19,48	97,61	98,42	-0,82	-18,66	140,66	110,85	29,81	137,30	110,90	26,40	3,41
2000M12	71,09	90,02	-18,93	99,43	98,36	1,07	-20,00	140,67	111,60	29,08	139,87	111,57	28,29	0,79
2001M1	65,20	89,36	-24,17	99,12	98,30	0,82	-24,99	153,38	112,55	40,83	152,04	112,47	39,57	1,26
2001M2	61,24	88,63	-27,38	99,05	98,22	0,83	-28,22	163,28	113,68	49,60	161,74	113,51	48,23	1,37
2001M3	61,37	87,89	-26,52	96,58	98,08	-1,50	-25,01	162,94	114,81	48,13	157,37	114,47	42,89	5,23
2001M4	58,59	87,09	-28,50	96,36	97,96	-1,60	-26,91	170,68	116,08	54,60	164,47	115,58	48,89	5,71
2001M5	55,89	86,23	-30,34	95,90	97,83	-1,92	-28,42	178,91	117,50	61,41	171,58	116,82	54,76	6,65
2001M6	54,70	85,35	-30,64	95,73	97,69	-1,96	-28,69	182,80	118,99	63,81	175,00	118,12	56,88	6,93
2001M7	53,59	84,44	-30,85	96,24	97,55	-1,31	-29,54	186,61	120,54	66,06	179,59	119,49	60,11	5,96
2001M8	53,28	83,54	-30,25	98,85	97,45	1,39	-31,65	187,67	122,11	65,56	185,51	120,95	64,57	1,00
2001M9	50,28	82,59	-32,31	98,65	97,36	1,29	-33,60	198,90	123,85	75,05	196,22	122,58	73,64	1,41
2001M10	49,61	81,65	-32,03	98,05	97,28	0,77	-32,80	201,56	125,63	75,93	197,62	124,24	73,38	2,55
2001M11	54,08	80,78	-26,70	97,40	97,17	0,23	-26,93	184,92	127,13	57,79	180,11	125,61	54,51	3,28
2001M12	58,61	79,98	-21,37	96,43	97,07	-0,64	-20,73	170,62	128,39	42,23	164,53	126,73	37,80	4,43
2002M1	79,95	79,53	0,42	131,28	97,56	33,72	-33,29	125,07	128,92	-3,85	164,19	127,88	36,32	-40,16
2002M2	114,38	79,66	34,72	189,28	99,04	90,25	-55,53	87,43	128,82	-41,39	165,49	129,06	36,42	-77,81
2002M3	160,13	80,52	79,60	259,63	101,66	157,97	-78,36	62,45	128,31	-65,86	162,14	130,20	31,94	-97,80
2002M4	166,27	81,48	84,79	269,41	104,45	164,96	-80,17	60,14	127,78	-67,64	162,03	131,35	30,68	-98,32
2002M5	162,72	82,38	80,34	283,58	107,44	176,14	-95,79	61,45	127,27	-65,81	174,27	132,67	41,60	-107,41
2002M6	163,94	83,30	80,64	294,73	110,63	184,10	-103,46	61,00	126,74	-65,74	179,78	134,09	45,69	-111,43
2002M7	137,57	83,81	53,76	277,55	113,57	163,99	-110,23	72,69	126,40	-53,71	201,76	135,89	65,87	-119,58

BIBLIOGRAFIA

- AGOSIN, M. "Fortalecimiento de la cooperación financiera regional", *Revista de la CEPAL N° 73*. Abril, 2001.
- ALLEN, M.; C. ROSENBERG; C. KELLER; B. SETSER Y N. ROUBINI. *A Balance Sheet Approach to Financial Crisis*. IMF. Diciembre, 2002.
- ARORA, V. "Exchange Arrangements for Selected Western Hemisphere Countries", (mimeo). Fondo Monetario Internacional. 1999.
- ARTETA, G. "Exchange Rates Regimes and Financial Dollarization: Does Flexibility Reduce Bank Currency Mismatches?", (mimeo). University of California at Berkeley. Abril, 2002.
- BAYOUMI, T. Y P. MAURO. "The Suitability of ASEAN for Regional Currency Arrangement", *World Economy* 24(7). Julio, 2002.
- _____ Y B. EICHENGREEN. "Exchange Rate Volatility and Intervention: Implications of the Theory of Optimum Currency Areas". International Monetary Fund and CEPR. 1997.
- _____ Y B. EICHENGREEN. "One Money or Many: Analyzing the Prospects for Monetary Unification in Various Parts of the World", *Princeton University Studies in International Finance* N° 76. 1994.
- _____ Y P. R. MASSON. *Fiscal Flows in the United States and Canada: Lessons for Monetary Union in Europe*. Washington, D.C.: Fondo Monetario Internacional. Noviembre, 1991 (procesado 1995).
- BEVILAQUA, A. M.; M. CATENA Y E. TALVI. "Integration, Interdependence, and Regional Goods: an Application to MERCOSUR", *Economía* N° 2, pp. 153-207. 2001.
- BANCO INTERAMERICANO DE DESARROLLO - BID. "Nota Periódica sobre Integración y Comercio en América". Departamento de Integración y Programas Regionales, ITD, STA e INTAL. 2001.
- BOUZAS, R. "El MERCOSUR diez años después. ¿Proceso de aprendizaje o deja vu?", *Desarrollo Económico* N° 162, Vol. 41. Julio-Septiembre, 2001.
- BRODA, C. *Terms of trade and Exchange Rate Regimes in Developing Countries*. Nueva York: Federal Reserve Bank. 2002.
- BRODER, G. E. "EMU-Acceleration or Collapse?" Honorary President's Opening Address, *The European Finance Convention and Ecu Week*, Special Issue, pp. 9-13. 1992.
- CALDERÓN, C.; A. CHONG Y E. STEIN. "Trade Intensity and Business Cycle Synchronization: Are Developing Countries any Different?". Banco Central de Chile y Banco Interamericano de Desarrollo. Enero, 2003.

CALVO, G. "Globalization Hazard and Weak Government in Emerging markets", (mimeo). BID. 2002.

_____ ; A. IZQUIERDO Y E. TALVI. "Sudden Stops, the Real Exchange Rate and Fiscal Sustainability: Argentina's Lessons", documento preparado para el seminario *The Resurgence of acro Crises: Cause and Implications for Latin America*. Asamblea Anual de Gobernadores, Banco Interamericano de Desarrollo. Fortaleza, Brasil. Marzo, 2002.

_____ Y C. REINHART. "Fear of Floating", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 117, N° 2, pp. 379-408. 2002.

_____ ; L. LEIDERMAN Y C. REINHART. "Capital Inflows and Real Exchange Appreciation in Latin America: The Role of External factors", *IMF Staff Papers* 40(1). 1993.

CARRERA, J.; F. STURZENEGGER Y E. LEVY YEYATI. "El Futuro de la Integración Macroeconómica", en J. Carrera y F. Sturzenegger (eds.), *Coordinación de Políticas Macroeconómicas en el MERCOSUR*. Fondo de Cultura Económica. Octubre, 2000.

COMISIÓN ECONÓMICA PARA AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE - CEPAL. *Policies to Improve Linkages with the Global Economy*. FCE-ECLAC. Santiago. 1999.

_____ . *Open Regionalism in Latin America and the Caribbean. Economic Integration as a Contribution to Changing Production Patterns with Social Equity*. FCE-ECLA, Santiago. 1998.

_____ . *Coordinación de Políticas Macroeconómicas*. CEPAL, Santiago. 1992.

CHUDNOVSKY, D. "La Inversión Extranjera Directa en el MERCOSUR: Un Análisis Comparativo", *El Boom de la Inversión Extranjera Directa en el MERCOSUR*. Siglo XXI. 2001.

COMISIÓN DE LAS COMUNIDADES EUROPEAS - CCE. "One Market, One Money: An Evaluation of the Potential Benefits and Costs of Forming an Economic and Monetary Union", *European Economy*, N° 44. 1990.

CORSETTI, G. Y P. PESENTI. "Stability, Asymmetry, and Discontinuity: The Launch of European monetary Union", *Brooking Papers on Economic Activity*. 1999.

DE GREGORIO, J. Y. R. VALDÉS. "Crisis Transmission: Evidence from the Debt, Tequila, and Asian Flu Crises Source", *World Bank Economic Review*, Vol. 15, N° 2. 2001.

DEVLIN, R. *Debt and Crisis in Latin America. The supply Side of the story*. Princeton University Press. 1989.

_____ Y A. ESTEVADEORDAL. "What's New in the New Regionalism in the Americas?", *INTAL-ITD-STA Working Paper* N° 6. Buenos Aires: BID-INTAL. 2001.

_____ ; A. ESTEVADEORDAL; P. GIORDANO; J. MONTEAGUDO Y R. SÁENZ. "Estabilidad macroeconómica, comercio e integración", *Integración & Comercio* N° 13, Año 5. Buenos Aires: BID-INTAL. Enero-Abril, 2001.

DÍAZ BONILLA, E. "Integration with Divergent Macroeconomic Policies: The Case of MERCOSUR", preparado para Inter-American Dialogue meeting on alternative responses to Brazil's financial crisis. IFPRI/Fundación Andina. Febrero, 1999.

DORNBUSCH, R. "Real and Monetary Aspects of the Effects of Exchange Rate Changes", R. Z. Aliber (ed.), *National Monetary Policies and the International Financial System*. University of Chicago Press, 1974. También en *Revista Española de Economía*. Septiembre-Diciembre, 1976.

_____ ; Y. PARK Y S. CLAESSENS. "Contagion: Understanding how it spreads", *World Bank Research Observer*, N° 2. Agosto, 2000.

DREZE, J. Y C. B. BEAN. "European Unemployment: Lessons from a Multicountry Econometric Study", *Scandinavian Journal of Economics*. Junio, 1990.

EICHENGREEN, B. *Toward a New International Financial Architecture - A Practical Post-Asia Agenda*. Institute for International Economics. Washington, D.C. 1999.

_____ . "Does MERCOSUR Need a Single Currency?", Paper C98-103. Center for International and Development Economics Research. University of California, Berkeley. 1998a.

_____ . *European Monetary Unification: A Tour d'Horizon*. University of California, Berkeley. 1998b.

_____ . *Free Trade and Macroeconomic Policy, in Trade: Towards Open Regionalism*, Burky, Shahid, J. y G. J. Perry (eds.). The World Bank. 1997.

_____ . "European Monetary Unification", *Journal of Economic Literature*. Septiembre, 1993a.

_____ . "Labor Market and European Monetary Unification", en P. Masson y M. Taylor (eds.), *Policy Issues in the Implementation of a Currency Union*. 1993b.

_____ . *Should the Maastricht Treaty be Saved?*, Princeton Studies in International Finance, N° 74. International Finance Section, Princeton University. 1992.

_____ Y A. TAYLOR. "The Monetary Consequences of a Free Trade Area of the Americas", preparado para la Conferencia BID-INTAL/Harvard University, *FTAA and Beyond: Prospects for Integration in the Americas*, Punta del Este, Uruguay. Diciembre, 2002.

_____ ; R. HAUSMANN Y U. PANIZZA. "Original Sin: The Pain, the Mystery, and the Road to Redemption", documento preparado para la conferencia *Currency and Maturity Matchmaking: Redeeming Debt from Original Sin*, Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, D.C. Noviembre, 2002.

_____ Y F. GHIRONI. "European Monetary Unification and International Monetary Cooperation", (mimeo). Diciembre, 1996. Versión completa en Barry Eichengreen (ed.), *Transatlantic Economic Relations in the Post-Cold War Era*, Council on Foreign Relations Press, 1998.

- EICHENGREEN, B. ; G. HALE Y A. MODY. "Flight to Quality", ponencia presentada en la conferencia *International Financial Contagion: How it Spreads and How it Can Be Stopped*. Banco Mundial, Asian Development Bank y Fondo Monetario Internacional. 2000.
- ESTEVADEORDAL, A.; B. FRANTZ Y R. SAEZ. *Exchange rate Volatility and International Trade in Developing Countries*. BID. 2001.
- FANELLI, J. M. *Coordinación de políticas macroeconómicas en el MERCOSUR*. Siglo XXI de Argentina Editores y Red MERCOSUR. 2001.
- _____ Y D. HEYMANN,. "Monetary dilemmas: Argentina in MERCOSUR", (mimeo). 2002.
- FEENSTRA, R. C. *World Trade Flows, 1980-1997*. University of California, Davis. 2000.
[Http://www.internationaldata.org](http://www.internationaldata.org)
- FERNÁNDEZ-ARIAS, E.; U. PANIZZA Y E. STEIN. *Trade Agreements, Exchange Rate Disagreements*. BID. 2002.
- FERRER, A. Y R. LAVAGNA. "Mercosul e a coordenacao de políticas economicas", *Revista Brasileira de Comercio Exterior*, N° 31. Abril-Junio, 1991.
- FFRENCH- DAVIS, R. Y G. LARRAÍN. "How optimal are the extremes? Latin American exchange rate policies during the Asian crisis", documento presentado en la Conferencia de ECLAC *Toward Regional Currency Areas*, Santiago, Chile. Marzo, 2002.
- FORBES, KR. Y R. RIGOBON. "Contagion in Latin America: Definitions, Measurement, and Policy Implications", *NBER Working Paper N° 7.885*. Septiembre, 2000.
- FRANKEL, J. "No Single Currency Regime is Right for All Countries or at all Times", *NBER Working Paper N° 7.338*. Septiembre, 1999.
- _____ Y A. ROSE. "The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria", *Economic Journal*, Vol. 108, N° 449, pp. 1.009-1.025. Julio, 1998.
- _____ Y SH. WEI. "Regionalization of World Trade Currencies: Economies and Politics", en Jeffrey Frankel (ed.), *The Regionalization of the World Economy*. Chicago: University of Chicago Press. 1998.
- FROOT, K.; P. O'CONNELL Y M. SEASHOLES. "The Portfolio Flows of International Investors", *Journal of Financial Economics*, Vol. 59, N° 2. Febrero, 2001.
- FROOT, K.Y K. ROGOFF. "Perspectives on PPP and Long-run Real Exchange Rate", en G. Grossman y K. Rogoff (eds.), *Handbook of International Economics*, Vol. III, Cap. 33, pp.1.647-1.688. 1995.
- GHYMERS, C. "La problemática de la coordinación de políticas económicas", CEPAL, *Serie Macroeconomía del Desarrollo*. 2001.
- GIAMBIAGI, F. "A Moeda Comun como Base do Crecimiento de Brasil e Argentina", (mimeo). 2001.

- GIORDANO, P. Y J. MONTEAGUDO. *Exchange Rate Instability, Trade and Regional Integration*. BID. 2002.
- GIOVANNINI, A. Y C. MAYER. *European Financial Integration*. Cambridge: University of Cambridge Press. 1992.
- GOLDSTEIN, M. "The Asian Financial Crisis: Causes, Cures, and Systemic Implications, Policy Analyses", en *International Economics* N° 55. Washington, D.C.: Institute for International Economics. 2002.
- GOODHART, CH. "The Political Economy of Monetary Union", en *Peter Kenen Understanding Interdependence*. Princeton University Press. 1995.
- GRIFFITH-JONES, S. *Reforms of the International Financial Architecture: Views, Priorities and Concerns of Governments and the Private Sector in the Western Hemisphere and Eastern Europe*. Institute of Development Studies, University of Sussex. 2001.
- HERNÁNDEZ, L. Y MELLADO P. "¿Incrementan los acuerdos de integración regional la interdependencia financiera?" (mimeo). BID. 2002.
- HEYMANN, D. "Regional Interdependencies and Macroeconomic Crises, Notes on MERCOSUR", *Serie Estudios y Perspectivas* N° 5. ECLAC, Buenos Aires Office. 2001.
- _____ Y F. NAVAJAS. "Coordinación de políticas macroeconómicas en el MERCOSUR", en J. Carrera y F. Sturzenegger, *Coordinación de Políticas Macroeconómicas en el MERCOSUR*, Cap. 3. FCE-Fundación Gobierno y Sociedad. 2000.
- _____ . "Coordinación de Políticas Macroeconómicas en MERCOSUR: Algunas Reflexiones", en *CEPAL, Ensayos sobre la inserción regional de la Argentina*, Documento de Trabajo N° 81. Buenos Aires: CEPAL. 1998.
- _____ . *Coordinación de Políticas Macroeconómicas: Aspectos conceptuales vinculados con el MERCOSUR*. Documento de Trabajo 45. Buenos Aires: CEPAL. 1991.
- INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFÍA E ESTATÍSTICA - IBGE. Brasil. 2001. [Http://www.ibge.gov.br](http://www.ibge.gov.br)
- INTERNATIONAL MONETARY FUND - IMF. *International Financial Statistics Database*, (IFS). 2001 y 2002.
- _____ . *World Economic Outlook Database*, (WEO). 2001y 2002.
- _____ . *Direction of Trade Statistics Database*, (DOTS). 2002.
- INSTITUTO NACIONAL DE ESTADÍSTICA Y CENSOS, ARGENTINA - INDEC. 2001. [Http://www.indec.gov.ar/](http://www.indec.gov.ar/)
- IPES. "Beyond Borders. The New Regionalism in Latin America". *Economic and Social Progress in Latin America*, Capítulo 7. Inter-American Development Bank. John Hopkins University Press. Report. 2002.

- KENEN, P. "The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View", en R. Mundell y A. Swoboda (eds.), *Monetary Problems of the International Economy*, pp. 41-60. Chicago: University of Chicago Press. 1969.
- KRUGMAN, P. Currency Crisis, Introduction. 2002. "Labor Markets and European Monetary Unification", en P. Masson y M. Taylor, *Policy Issues in the Operation of Currency Unions*, 1993, pp. 130-162.
- _____. "Lessons of Massachusetts for EMU", en Giavazzi y F. Torres (eds.), *The Transition to Economic and Monetary Union in Europe*, pp. 241-261.. Nueva York: Cambridge University Press. 1993.
- LAVAGNA, R. Y F. GIAMBIAGI. *Hacia la creación de la moneda común. Una propuesta de convergencia coordinada de políticas macroeconómicas en el MERCOSUR*, Enoikos, VII, 15. 2000.
- LAYARD, R.; S. NICKELL Y R. JACKMAN. *Unemployment: Macroeconomic Performance and the Labor Market*. Oxford y Nueva York: Oxford University Press. 1991.
- LÓPEZ-CÓRDOVA, E. Y C. MEISSNER. *Exchange Rate Regimes and International Trade: Evidence from the Classical Gold Standard Era*. 2003.
- MACHINEA, J. L. "Reestructuración de la Deuda: Nuevas Propuestas para Viejos Problemas", (mimeo).CEPAL. 2003.
- _____. *Currency Crises: A Practitioner's View*. Brookings Trade Forum. Washington, D.C.: Brookings Institution Press. Mayo, 2002.
- _____. Y J. MONTEAGUDO. "Coordinación de políticas macroeconómicas en Latinoamérica: evidencia y propuestas", (mimeo). Departamento de Integración y Programas Regionales, BID. 2002.
- MCKENZIE, M. D. "The Impact of Exchange Rate Volatility on International Trade Flows", *Journal of Economics Surveys*. N° 13 (1). Febrero, 1999.
- MCKINNON, R. I. "Optimum Currency Areas", *American Economic Review*, pp. 717-725. Septiembre, 1963.
- MICCO A.; E. STEIN Y G. ORDÓÑEZ. "The Currency Union effects on Trade: Early Evidence from the European Union", (mimeo). Departamento de Investigación, BID. 2002.
- MISTRY, P. "Coping with Financial Crisis: Are Regional Arrangements the Missing Link?", en *UNCTAD, International Monetary and Financial Issues for the 1990s*, Vol. 10. Ginebra. 1999.
- MORGAN, J. P. Database. 2002. [Http://www.morganmarkets.com](http://www.morganmarkets.com)
- MUNDELL, R. *A Theory of Optimum Currency Areas*. AER. 1961.

OBSTFELD, M. *International Macroeconomics: Beyond the Mundell-Fleming Model*. University of California, Berkeley. 2000.

_____ Y G. PERI. "Regional Non-Adjustment and Fiscal Policy", *Economic Policy*. Abril, 1998.

OCAMPO, J. "Reforming the International Financial Architecture: Consensus and Divergences", CEPAL, *Serie Temas de Coyuntura* N° 1. 1999.

PAGÉS-SERRA, C. Y G. MARQUEZ. *Ties That Bind: Employment Protection and Labor Market Outcomes in Latin America*. BID. 1998.

ROGOFF, K. "The Purchasing Power Parity Puzzle", en *Journal of Economic Literature*, Vol. XXXIV, N° 2, pp. 647-668. The American Economic Association, USA. Junio, 1996.

ROSE, A. "One Money, One Market: Estimating The Effect of Common Currencies on Trade", *Economic Policy*. 2000.

TALVI, E. Y C. VEGH. "Tax Base Variability and Procyclical Fiscal Policy", *NBER Working Paper* N° 749. Enero, 2000.

VON HAGEN, J. "Fiscal Arrangements in a Monetary Union- Evidence from the US", en D. E. Fair y C. de Boissieu (eds.), *Fiscal Policy, Taxation and the Financial System in an Increasingly Integrated Europe*, pp. 337-359. Dordrecht and Boston, Kluwer. 1992.

WILLIAMSON, J. "Exchange Rate Regimens for Emerging Markets: Reviving the Intermediate Option", Policy analysis in *International Economics* N° 60, Institute for International Economics, Washington, D.C. 2000.

WORLD BANK. *World Bank Indicators Database*, World Development Indicators. 2001 y 2002.

ZAHLER, R. "Estrategias para una cooperación/unión monetaria", *Integración & Comercio*, N° 13, Año 5. Buenos Aires: BID-INTAL. Enero-Abril, 2001.

_____ Y C. BUDNEVICH. "Integración Financiera y coordinación macroeconómica en el MERCOSUR", en J. Carrera y F. Sturzenegger (eds.), *Coordinación de Políticas Macroeconómicas en el MERCOSUR*, Cap. 74. 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 Marzo, 2003.

Rueda de Negocios

PUBLICACIONES DE INTAL/ITD

DOCUMENTOS DE TRABAJO - INICIATIVA ESPECIAL DE COMERCIO E INTEGRACIÓN (IECI)

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. La inserción del MERCOSUR al mundo globalizado (español). Juan Ignacio García Pelufo. INTAL-ITD DT-IECI-06B. 2003.

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 Zabludovsky K. INTAL-ITD-STA DT-IECI-01. 2003.

DOCUMENTOS DE TRABAJO

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 Esteveordal, 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 Esteveordal. 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 Ballester. INTAL-ITD DT-01. 1998.

DOCUMENTOS DE DIVULGACIÓN

The Trade and Cooperation Nexus: How does Mercosur-EU Process Measure Up? (inglés).
Robert Devlin, Antoni Esteveordal and 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). 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).

Malcom 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 Cambor. 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. (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 Área 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).

Iniciativa Especial de Comercio e Integración