

I

EL DESAFÍO DE LA INTEGRACIÓN PROFUNDA

2. COORDINACIÓN MACROECONÓMICA EN EL MERCOSUR: BALANCE Y PERSPECTIVAS*

JOSÉ MARÍA FANELLI

INTRODUCCIÓN

¿Por qué la macroeconomía debe ocupar un sitio en la agenda de la integración regional? Hay tres razones de alta relevancia. La primera es que la inestabilidad macroeconómica puede perjudicar el proceso de integración. Esto es, puede afectar negativamente los flujos de comercio intrarregionales, la capacidad de atraer inversiones al área o retrasar el desarrollo de la infraestructura institucional del acuerdo. Una segunda razón es que la integración genera mayor interdependencia y, por ende, la inestabilidad macroeconómica de un miembro puede generar desequilibrios en el resto. Estos efectos de «derrame» crean incentivos para la coordinación.

La importancia de estas dos razones sería difícil de exagerar en la situación actual. Diez años después del Tratado de Asunción, la inestabilidad y los efectos derrame se han convertido en trabas de significación para el desarrollo del MERCOSUR. Específicamente, desde mediados de 1998, los dos países mayores han estado experimentando desequilibrios fuertes y persistentes que los llevaron a tomar medidas unilaterales que no jugaron a favor del acuerdo. Particular importancia revistieron la mudanza radical de régimen cambiario en Brasil en 1999, seguida de una significativa y persistente depreciación del real, y la propensión de la Argentina a realizar cambios unilaterales en su estructura arancelaria, en función de sus necesidades macroeconómicas. Asimismo, se notó un creciente poder de *lobby* de sectores afectados de una u otra forma por la competencia dentro del bloque, lo que se tradujo en presiones a favor de medidas específicas de protección. La complejidad de este contexto macroeconómico no sólo ha retrasado el perfeccionamiento de la unión aduanera. De hecho ha generado opiniones a favor de un retroceso hacia un área de libre comercio. De esto se sigue que es muy difícil pensar en una profundización en la integración sin dar una respuesta coherente al problema macroeconómico.

*Agradezco a Juan José Pradelli por su asistencia en este trabajo y los comentarios de Mariano Laplane y de los participantes del Workshop de Montevideo de la Red de Investigaciones Económicas del MERCOSUR.

Nótese, no obstante, que el hecho de que la inestabilidad tenga consecuencias negativas sobre la integración y sobre la macroeconomía del resto de los socios no es suficiente para justificar esfuerzos importantes de coordinación regional. Esta última podría limitarse, simplemente, a que cada socio reconociera que sus desequilibrios generan externalidades negativas para el resto y se comprometiera, en consecuencia, a mantener un control estricto sobre las variables fundamentales. Así, la coordinación se restringiría a internalizar los costos del desequilibrio mediante el compromiso de velar por la consistencia de las políticas macroeconómicas nacionales, pero sin implicar una armonización y, menos aún, una armonización de instituciones e instrumentos.

Aun cuando un socio mostrara gran voluntad por internalizar los costos de sus propios desequilibrios, sin embargo, podría ocurrir que no contara con los instrumentos de política necesarios para estabilizar su economía. Por ejemplo, la experiencia reciente de la región muestra que los shocks de origen externo son una causa de inestabilidad de primera importancia y que los instrumentos de política para enfrentarlos son harto limitados. La prueba de ello es que, luego de la crisis rusa, tanto Argentina como Brasil debieron recurrir al auxilio de organismos multilaterales como el FMI. Este hecho, justamente, sugiere una tercera razón para incluir la cuestión macroeconómica en la agenda del acuerdo: la cooperación macroeconómica regional podría permitir ganar control sobre instrumentos de política que no están disponibles en el nivel nacional. Este enfoque implica que el valor añadido del acuerdo regional no sólo se originaría en el comercio sino, también, en la macroeconomía.

La relevancia de investigar esta tercera razón para la coordinación en el caso de Argentina y Brasil es obvia. Ambos se caracterizan por la escasez de instrumentos y las limitaciones para desarrollar instituciones para el manejo macroeconómico que sean a la vez eficientes y creíbles. Las posibles ganancias «puramente» macroeconómicas que podrían obtenerse a través de la coordinación y cooperación regional no han sido, según nuestro punto de vista, lo suficientemente analizadas en la literatura sobre el tema. Esa literatura fue motivada, en primer lugar, a partir de problemas de países con un mayor desarrollo institucional (sobre todo europeos) que, por esa razón, gozan de una mayor autonomía y credibilidad en sus políticas. Este sesgo es típico de la literatura sobre áreas monetarias óptimas (AMO), que es quizá la que más ha influido en nuestra forma de aproximarnos analíticamente a la cuestión de la coordinación. En esa literatura se pone mucho énfasis en el análisis de los costos de perder la autonomía en el manejo de la política monetaria¹. Pero los márgenes para la política monetaria son prácticamente inexistentes en algunos países del MERCOSUR como la Argentina o son

¹ Véase, como un ejemplo de este tipo de aproximación, Frankel y Rose (1996).

muy limitados, como en Brasil. En función de esto, en este trabajo hacemos un esfuerzo por identificar las ganancias concretas que podrían obtenerse a partir de la cooperación en el plano macroeconómico.

Si aceptamos que existen buenas razones para incluir la macroeconomía en la agenda regional, ¿cuál sería el esquema más conveniente para el MERCOSUR? La colaboración macroeconómica regional puede tomar la forma de esquemas laxos de coordinación (por ejemplo, fijación de metas conjuntas para variables fundamentales) hasta marcos más institucionalizados para la cooperación macroeconómica, como la creación de fondos de estabilización regional (del tipo del Fondo Latinoamericano de Reservas) o la formación de una unión monetaria, como en el caso europeo.

Hay tres puntos que son críticos para elaborar una contestación a la pregunta anterior. Primero, esquemas alternativos requieren mecanismos institucionales diferentes y grados variables de sacrificio de la autonomía nacional para el diseño y ejecución de políticas. Segundo, el diseño del mecanismo de coordinación debe tomar en cuenta las características estructurales específicas de los países que conforman el bloque². En particular, es necesario conocer cómo y a través de qué canales específicos se produce la interacción macroeconómica entre los socios. Tercero, la tarea de coordinación tiene una dimensión evolutiva. En consecuencia, es posible que los mecanismos de coordinación que se consideren óptimos para el corto y para el largo plazo difieran. Esto plantea el problema del período de transición hacia el régimen de largo plazo o «permanente».

El análisis de estos tres puntos constituye el núcleo de las cuestiones que nos interesa abordar en este capítulo. Hemos dividido el capítulo en tres secciones y dedicamos una a cada punto. Así, la sección I examina los mecanismos de coordinación y las limitaciones que implican para la autonomía de políticas. También describe el estadio de desarrollo en que se encuentra la coordinación en el MERCOSUR. La sección II presenta los hechos estilizados de la interacción macroeconómica que son relevantes para nuestra discusión. La última sección discute distintas alternativas de coordinación, estudia los procesos de transición hacia una mayor coordinación y presenta algunas reflexiones que cierran el trabajo³.

² En Fanelli (2001) analizamos de manera sistemática cuáles son los elementos de la estructura macroeconómica que deben ser tomados en cuenta, a partir de los análisis de la literatura sobre áreas monetarias, elección de regímenes cambiarios y dolarización. Esos elementos se relacionan, básicamente, con el tamaño de las economías, la estructura del comercio internacional, el nivel de *financiamiento*, los factores que determinan el grado de flexibilidad nominal y la volatilidad de los precios, la simetría de los ciclos y las preferencias de política.

³ Vale la pena aclarar que al diseñar este trabajo hemos decidido poner el énfasis exclusivamente en Brasil y la Argentina pues consideramos que encontrar los medios para una creciente coordinación macroeconómica entre estos dos países es la llave maestra para avanzar en forma decisiva no sólo en la estabilidad sino, también, en el proceso de integración como un todo.

I. EL PROBLEMA DE LA COORDINACIÓN Y LA EXPERIENCIA DEL MERCOSUR

Instituciones, coordinación y autonomía

La realización de una tarea conjunta requiere *coordinar* las acciones de los agentes, y la coordinación, a su vez, supone organizar un esquema de *incentivos* y de transmisión de *información*. Esto implica que la tarea de coordinación es inseparable de la tarea de construir instituciones. Las instituciones son formas de organizar la información y los incentivos.

Participar en una institución supone la sujeción a reglas y, por ende, la pérdida de autonomía en la decisión. En el caso de las instituciones para la coordinación regional, existen diferentes formas institucionales posibles con grados variables de renuncia a la autonomía. En buena medida, la intensidad del matiz está definida por la presencia o no (y por la firmeza de) los mecanismos de *enforcement* acordados entre las partes. Esto es, mecanismos que imponen costos o «castigos» creíbles por desviarse de las metas pautadas o utilizar los instrumentos de política de forma contradictoria con ellas.

Un país que renuncia al manejo de ciertos instrumentos y toma compromisos comprometiendo su autonomía necesita garantías institucionales fuertes. Hay tres elementos que cabe mencionar en relación con esto. Primero, parte importante de los beneficios de la coordinación serán generados y percibidos de forma conjunta por los socios. Por lo tanto, es necesario definir *ex ante* cómo se repartirán esos beneficios. Segundo, no es posible descartar que alguno de los socios se comporte de manera oportunista. La estabilidad del bloque tiene una cierta característica de bien público y, por ende, no se pueden descartar conductas de *free riding*. En consecuencia, se requiere del diseño de mecanismos para limitar al máximo la probabilidad de que eso ocurra. Un tercer elemento que torna imprescindible las instituciones comunes es que el diseño y el manejo de los instrumentos de política debe realizarse de manera compartida y tomando como marco de referencia todo el espacio regional. Por ejemplo, es obvio que si dos países de tamaño similar deciden realizar una unión monetaria, la lógica de las circunstancias los llevará a discutir previamente las características de la institución que actuará como Banco Central de la región en términos de división del poder de decisión, atribuciones, asignación del señoría, acciones ante escenarios de crisis, etc. En suma, mecanismos de *enforcement*, institucionalidad y autonomía están íntimamente correlacionados porque el *enforcement* necesita de instituciones y está en la naturaleza de las instituciones imponer restricciones a los grados de libertad para decidir sobre los miembros que la componen.

Para ser eficaces, los mecanismos de *enforcement* y las reglas institucionales compartidas deben ser *creíbles*. En este aspecto, los países de la región

presentan diferencias con los países desarrollados que deben ser tenidas en cuenta. En el caso específico de la coordinación en el MERCOSUR, hay dos diferencias que vale la pena remarcar.

La primera es que los países de la región tienen una credibilidad muy débil cuando actúan de manera autónoma. Una causa importante de ello es que construir reputación les resulta muy «caro» debido a que, por una parte, necesitan revertir una historia de inestabilidad institucional signada por cambios abruptos de régimen y, por otra, enfrentan una tasa de descuento intertemporal muy alta debido a la recurrencia de dificultades financieras. Y sin reputación, la discrecionalidad macroeconómica es poco creíble. En función de esto, el proyecto de desarrollar instituciones macroeconómicas creíbles a partir de la cooperación regional podría mostrar un alto ratio beneficios/costos. Los beneficios potenciales en términos de credibilidad serían altos mientras que los costos no lo serían tanto; para un país con baja credibilidad de sus políticas macroeconómicas, los costos de perder autonomía son menores en la medida en que su capacidad para actuar discrecionalmente tiene límites estrechos.

La segunda diferencia es que las economías de la región son volátiles (IDB, 1995). Y en una economía volátil donde los shocks no esperados pueden ser de magnitud, la flexibilidad tiene premio. Este hecho tiende a acotar los beneficios netos que brinda la credibilidad basada en reglas. Las reglas de juego compartidas, al restringir la autonomía y la flexibilidad de respuesta, podrían resultar muy rígidas en ciertas situaciones de mercado desequilibrio. Por ejemplo, luego de ocurrido un shock externo de magnitud (variaciones bruscas —positivas o negativas— de los términos del intercambio o de los flujos de capital). En tales circunstancias, el valor de las conductas oportunistas aumentaría.

Estas dos diferencias que caracterizan a los países de la región nos advierten sobre la necesidad de evitar el voluntarismo al interpretar los términos del *trade off* entre autonomía y credibilidad y nos sugiere, al mismo tiempo, un criterio para evaluar la bondad de un determinado mecanismo de coordinación: habremos encontrado un mecanismo más eficiente de manejo macroeconómico a nivel regional que a nivel nacional si, dado el grado de credibilidad, podemos obtener mayor flexibilidad de respuesta ante shocks o si, dado el nivel de flexibilidad, el mecanismo aporta mayor credibilidad.

La experiencia de coordinación en el MERCOSUR

En esta perspectiva, ¿dónde se ubica lo realizado en el plano de la coordinación en el MERCOSUR en estos diez años? ¿Cuánto se avanzó en términos de mecanismos de información y de incentivos? Una cuestión importante a tener en cuenta es que la idea de la coordinación macroeconómica es constitutiva del MERCOSUR. En su artículo 1 el Tratado establece que los paí-

ses signatarios realizarán esfuerzos en ese sentido. Esta visión fue complementada y enriquecida por la práctica posterior. Tres pasos importantes fueron: (1) el Acta de Ushuaia de 1998 en la que se declaró que, con el objeto de seguir avanzando en la construcción de la unión aduanera, era necesario definir un marco para la disciplina fiscal y la inversión; trabajar en pos de la armonización macroeconómica y avanzar en aquellos aspectos que fueran relevantes para el establecimiento de una moneda única en el MERCOSUR; (2) la reunión presidencial de junio de 1999 en la que se acordó la estandarización estadística de indicadores; (3) la reunión de Florianópolis en 2001, donde fueron establecidas metas macroeconómicas para la inflación, el déficit fiscal y la deuda pública. También se estableció un sistema para la corrección de desvíos, aunque el mismo presenta la debilidad de no contar con un mecanismo de *enforcement* que genere incentivos fuertes para su cumplimiento. Específicamente, las metas acordadas fueron:

- *Inflación*: Un máximo de 5% para el período de transición 2002/2005 y luego buscar la convergencia en el 3%.
- *Déficit*: Un máximo de 3,5% del PBI para el período de transición hasta 2003 y luego 3%.
- *Deuda pública*: Tendencia declinante respecto del PBI desde 2005 y luego buscar la convergencia hacia el 40% del PBI.

En términos de nuestra discusión anterior, estos hechos indican que los países del MERCOSUR han realizado esfuerzos por sistematizar y uniformar la información pero han avanzado muy poco en la cuestión de los incentivos. Organizar mecanismos de incentivo implica comprometer la autonomía y desarrollar reglas de *enforcement* y los países más grandes del acuerdo no mostraron suficiente voluntad en tal sentido. Ante la ocurrencia de un shock significativo en 1998 optaron por la flexibilidad más que por la institucionalidad. Esta opción, obviamente, abrió el camino para conductas oportunistas y presiones sectoriales sobre los gobiernos que llevaron a la actual situación de debilitamiento del espíritu de integración.

En definitiva, está claro que las preferencias reveladas por los países del MERCOSUR están mucho más cerca de la «convergencia laxa» sin institucionalidad y con amplio margen de flexibilidad que de una visión más constructivista e institucional. Además, en los hechos, los márgenes de flexibilidad han sido utilizados con liberalidad. Al punto que, invocando razones macroeconómicas, se avanzó sobre los acuerdos en el área comercial afectando, de esa forma, el «núcleo duro» de sustentación del MERCOSUR. Un hecho que agregó incertidumbre fue que los países no sólo utilizaron su discrecionalidad en la coyuntura. También se han reservado un cierto margen de discrecionalidad respecto de los objetivos estratégicos. No hay claras señales de qué régimen macroeconómico imaginan como óptimo para el MERCOSUR. En la práctica, Brasil ha estado utilizando toda la libertad

que le confiere su régimen de flotación y en la Argentina hubo propuestas concretas de dolarización unilateral. El efecto negativo de estos hechos sobre la voluntad de cooperación regional fue sólo en parte mitigado por la fijación de las pautas para la convergencia macroeconómica antes mencionadas. En realidad, éste no deja de ser un hecho importante. Pero constituyó una señal débil, dado el contexto de turbulencias por el que atraviesa el área.

II. TIPO DE CAMBIO REAL, PRECIOS Y COORDINACIÓN

Los esquemas de coordinación macroeconómica no pueden diseñarse en el vacío. Por lo tanto, para avanzar en el análisis de propuestas concretas debemos tomar en cuenta las características macroeconómicas de Brasil y Argentina. En este décimo aniversario, el comportamiento del tipo de cambio bilateral y la diferencia de regímenes cambiarios ocupan el centro de la escena en las discusiones sobre coordinación. Por ello hemos elegido privilegiar el análisis de los hechos estilizados relacionados con esas cuestiones⁴.

Una forma sencilla de ilustrar el rol crítico que le cabe a la dinámica de precios nominales y al tipo de cambio real en la coordinación es observar qué ocurriría si dos países deciden realizar una unión monetaria. Una unión monetaria implica fijar el valor del tipo de cambio nominal bilateral. Por lo tanto, el día «D» en que comenzara la unión también se fijaría la relación entre los índices de precios de los países miembros, de lo cual resultaría un determinado valor para el tipo de cambio real.

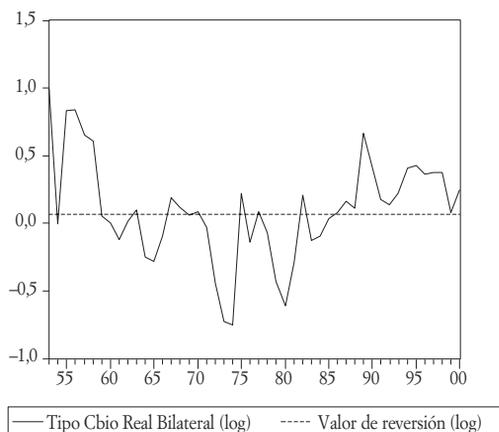
Obviamente, podría ocurrir que el tipo de cambio real del día D fuera de desequilibrio. Bajo tales circunstancias, serían necesarios ajustes posteriores a la unificación. Cuanto mayor fuera la flexibilidad de los precios locales en cada país, menos costoso en términos de ajuste de cantidades (desempleo, caída de ingresos) sería el movimiento hacia el equilibrio. Está claro, por otra parte, que un esquema de coordinación que no implicara la fijación del tipo nominal bilateral agregaría flexibilidad al ajuste. Aunque también le agregaría incertidumbre en la medida en que nada garantizaría que el ajuste del tipo de cambio nominal se produjera en el sentido y en la magnitud que la corrección del tipo de cambio real requiriese. Esto sugiere que hay tres puntos que deben ser considerados al evaluar la factibilidad de una unión monetaria: el comportamiento del tipo de cambio real bilateral, su valor de equilibrio y la dinámica de precios nominales.

Hemos estudiado en detalle los hechos estilizados respecto de cómo se comportan los precios y el tipo de cambio real en otro trabajo (Fanelli, 2001)

⁴ Los trabajos que se compilan en Fanelli (ed., 2001) hacen un análisis más detallado de los rasgos estructurales de las economías del MERCOSUR y enfatizan otras cuestiones importantes para la coordinación como las características del comercio intrarregional.

y no lo repetiremos aquí. Nos interesa avanzar en la dirección del análisis de propuestas concretas más que en volver sobre el diagnóstico. En función de ello, recurriremos a una serie de gráficos que serán suficientes para ilustrar los puntos que queremos remarcar. El gráfico 1 muestra la evolución del tipo de cambio real bilateral entre la Argentina y Brasil en los últimos casi cincuenta años, calculado en base a precios mayoristas. Cuando la línea que representa el tipo de cambio real sube en el gráfico significa que la Argentina gana competitividad en precio y Brasil la pierde. La línea recta representa el tipo de cambio real de «equilibrio» o promedio hacia el cual tiende el tipo de cambio bilateral según el modelo estimado para la serie. El análisis de series de tiempo indica que el proceso de reversión al promedio completa la mitad del camino en aproximadamente un año. Así, como se observa a simple vista en el gráfico, a pesar de que existen importantes fluctuaciones, los desvíos «revierten» luego de un lapso. Esto significa que el tipo de cambio real no sigue un camino aleatorio. Ésta es una buena noticia para la posibilidad de coordinarse macroeconómicamente. Si el tipo de cambio real bilateral siguiera un camino aleatorio sin tender a ningún valor determinado en el largo plazo y el tipo de cambio nominal bilateral fuera fijo o se buscara coordinar su fluctuación dentro de ciertos márgenes, ello sería inconsistente con la estabilidad de precios domésticos en cada país.

GRÁFICO 1. *Evolución del tipo de cambio real bilateral*



Es útil notar que los desvíos más importantes hasta los noventa corresponden a *shocks* inducidos sobre el tipo de cambio bilateral por la Argentina (el período anterior al «Rodrigazo» de 1975, la «Tablita» a fines de los setenta, la hiperinflación de 1989/90). Luego de implementada la convertibilidad,

en cambio, ese papel le corresponde a Brasil. Un hecho interesante es que en el 2000, luego de las fuertes devaluaciones nominales de Brasil, el tipo de cambio bilateral no muestra un comportamiento excesivamente fuera de línea con la pauta histórica.

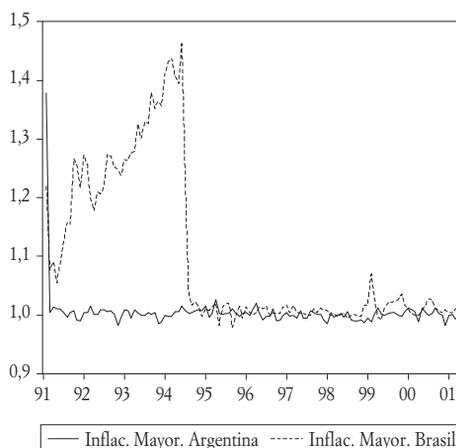
Una primera conclusión que extraemos de estos hechos estilizados es que, al menos a largo plazo, no hay nada inconsistente en asumir que Brasil y Argentina podrían mantener una relación constante (i.e. «cointegrada») entre los precios de sus bienes transables en el marco de una unión monetaria o de un esquema de coordinación fuerte. Un avance sistemático en la integración profunda, por otra parte, facilitaría las condiciones para un mayor arbitraje de precios entre ambos países. Asimismo, las fuerzas endógenas de la integración espacial podrían llevar a una mayor correlación del ciclo, creando las condiciones para una coordinación macroeconómica más fuerte. En el MERCOSUR, de hecho, el aumento de la interdependencia comercial y del comercio intraindustrial, y el comovimiento en los flujos de capital hacia los países emergentes parecen haber incrementado la correlación de los ciclos. Este hecho estilizado ha sido constatado en diferentes trabajos (Giambiagi, 1999, Devlin *et al.*, 2000) y es consistente con la eventual adopción a largo plazo de una política monetaria común.

Más allá de la importancia crítica que tienen las transformaciones en el plano real, no debemos olvidar que la dinámica de comportamiento de las variables nominales es también vital para evaluar las condiciones de la coordinación macroeconómica. Específicamente, la dinámica de los precios nominales plantea dos cuestiones diferentes que podríamos llamar el problema de la «convergencia nominal mutua» y el problema de la «convergencia nominal extrazona». El primero se refiere a la relación que guardan los movimientos de precios nominales entre cada uno de los países candidatos a coordinarse y el segundo a cómo se comportan los precios nominales de los países del acuerdo tomados en conjunto (por ejemplo, los países de una unión monetaria) en relación con el resto del mundo. Para evaluar este segundo punto, obviamente, es necesario definir «resto del mundo». Siguiendo lo que es normal en la literatura, en este trabajo se asume que el MERCOSUR debe tomar como patrón internacional de referencia a sus socios comerciales. Por lo tanto, para calcular índices representativos del resto del mundo tomaremos como base la participación de los socios extrazona en las exportaciones e importaciones del MERCOSUR. Específicamente, los ponderadores que utilizamos en las simulaciones para este trabajo asignan al área del dólar una participación aproximada del 55%, al área del euro un 32% y a la del yen un 13%⁵.

⁵ Estas ponderaciones se basan en promedios para el período 1994/99. El objetivo de estos guarismos es primariamente heurístico y, aunque perfectibles, se considera que dan una imagen bastante aproximada de la realidad.

Comencemos por ver qué ocurre con la «convergencia nominal mutua» entre los socios potenciales de la unión monetaria. El gráfico 2 muestra la dinámica de variación de precios de Argentina y Brasil desde enero de 1991 en adelante.

GRÁFICO 2. *Evolución de la inflación en Argentina y Brasil*



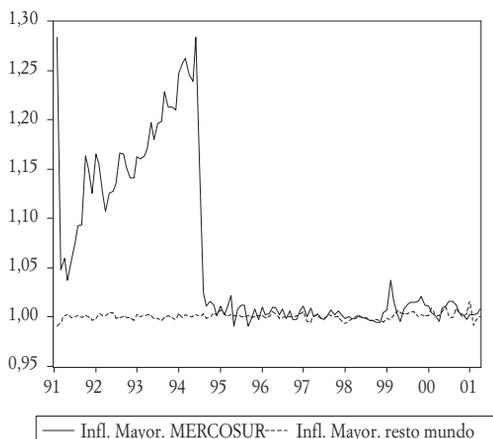
Puede observarse que durante la década pasada la región hizo un fuerte avance en el sentido de reducir el ritmo de crecimiento de sus precios. Los dos grandes puntos de corte son, en Argentina, la implementación de la convertibilidad y, en Brasil, el plan real. En este último caso, el cambio de régimen de 1999 vuelve a aumentar la tasa de inflación pero no se retorna a la situación de alta inflación previa a 1994. Este hecho implica que parte del camino de convergencia mutua ya se realizó en la región y que es Brasil el país que aún debe realizar un esfuerzo importante. Dada la baja tasa de inflación observada en la Argentina, parece ser Brasil el país que tiene que acercarse a la Argentina y no a la inversa. Sin embargo, no debemos olvidar que la Argentina muestra hoy un sesgo deflacionario. Esto sugiere que es muy posible que este último país muestre un sendero hacia aumentos moderados en su tasa de inflación si es que logra superar la fuerte crisis por la que pasa en la actualidad.

El logro de la convergencia nominal mutua o intrazona es un objetivo prioritario del período de transición para los países que pretenden compartir la moneda o, al menos, esquemas fuertes de coordinación. Sin esa convergencia previa, la formación de una unión monetaria o intentos de acotar las fluctuaciones nominales de los tipos bilaterales podrían traducirse en desequilibrios de magnitud en los tipos de cambio real. Sin embargo, el proceso de

convergencia no debería ser forzado. La experiencia macroeconómica de los países de la región muestra repetidas instancias en las que una cierta convergencia nominal tuvo lugar pero de manera ficticia. Este tipo de convergencia es acompañada, típicamente, por apreciación de la moneda y crecientes desequilibrios externos, como ocurrió luego del período de creciente convergencia nominal entre Brasil y Argentina en el período 1994/1999. Para evitar el peligro de una convergencia forzada que a la postre resulte insostenible, el mejor reaseguro es que las variables macroeconómicas fundamentales estén alineadas correctamente con el objetivo de la convergencia nominal. Esto requiere fijar pautas para esas variables y alinear en consecuencia la política macroeconómica nacional. Este hecho es claro en la lógica con que se diseñó el acuerdo de Maastricht. Previo a la integración monetaria se fijaron límites para la inflación, el déficit, la deuda pública y las tasas de interés.

A diferencia de la convergencia dentro de la unión, lograr la convergencia nominal extrazona es un objetivo importante pero no necesario. Este segundo tipo de convergencia supone colocar la tasa de inflación promedio de la región en niveles similares al promedio ponderado de aumento de los precios en la economía de los socios comerciales extrazona. Para verificar en qué estado se encuentra el MERCOSUR, el gráfico 3 compara la inflación promedio de los socios extrazona con la inflación promedio de Argentina y Brasil, asignando a este último país una ponderación de 60% en el índice.

GRÁFICO 3. Evolución de la inflación: MERCOSUR y resto del mundo



Como puede observarse, durante la década hubo un significativo acercamiento entre las tasas de inflación nominal del MERCOSUR y las del resto del mundo. En realidad, en la Argentina la convergencia fue completa. Si

realizamos un test de diferencia de medias para todo el período de la década del noventa, no podemos rechazar la hipótesis nula de que la inflación promedio en la Argentina y en el resto del mundo (definido como ya se explicó) son iguales. De manera interesante, sí es posible rechazar con comodidad la hipótesis de que las varianzas de las tasas de inflación son iguales. Esto indica que la Argentina logró la convergencia nominal extrazona pero que su economía es aún muy volátil. De hecho, la presencia de una inestabilidad latente (que la diferencia de varianzas pone de manifiesto) es evidente en la situación actual. En los últimos tiempos la Argentina ha mostrado un sesgo deflacionario.

Brasil, por su parte, aún tiene un camino por recorrer en cuanto al esfuerzo de desinflación. El cambio de régimen de 1999 de hecho significó un retroceso en cuanto a la convergencia nominal con el resto de los socios. Brasil, sin embargo, no ha dejado de lado el objetivo de convergencia. Ha instaurado un sistema de *inflation targeting* orientado a tal efecto y, en el marco de los acuerdos de Florianópolis, estableció metas para las tasas de inflación que reafirmaron su voluntad en este sentido.

En síntesis, aunque la convergencia nominal dista de ser un hecho y la situación actual no alienta el optimismo, lo cierto es que el movimiento general de la última década y la dirección de las metas consensuadas en el MERCOSUR recientemente no son inconsistentes con el camino previo que debe recorrerse para aumentar el nivel de coordinación de políticas o, eventualmente, formar una unión monetaria.

¿Tiene sentido desde el punto de vista empírico tomar un patrón internacional de comparación extrazona como el planteado? Los gráficos 4 y 5 aportan evidencia en relación con esto. Ellos comparan la tasa de devalua-

GRÁFICO 4. *Brasil y canasta de monedas. Devaluación observada y regla de PPC*

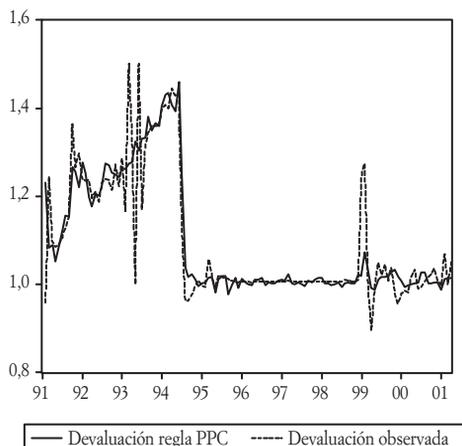
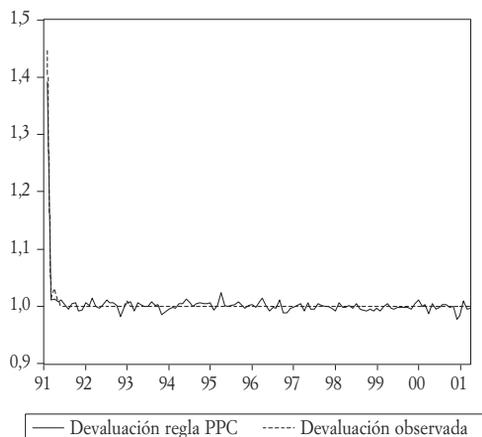


GRÁFICO 5. Argentina y canasta de monedas. Devaluación observada y regla de PPC



ción observada con la tasa de devaluación que se hubiera requerido de haberse seguido una regla de *crawling peg* pasivo basado en la regla de la paridad relativa del poder de compra (PPC): depreciación igual a la diferencia entre las tasas de inflación. El índice de precios extrazona utilizado es el mismo al que ya se hizo referencia más arriba.

Tanto la Argentina como Brasil, con regímenes cambiarios muy diferentes, muestran tasas nominales de devaluación promedio en la década casi idénticas a las que se hubieran requerido según la regla de PPC. Los tests de diferencia de medias avalan la consistencia de esta hipótesis. Esto, *a priori*, implica que esta canasta es un buen patrón de referencia.

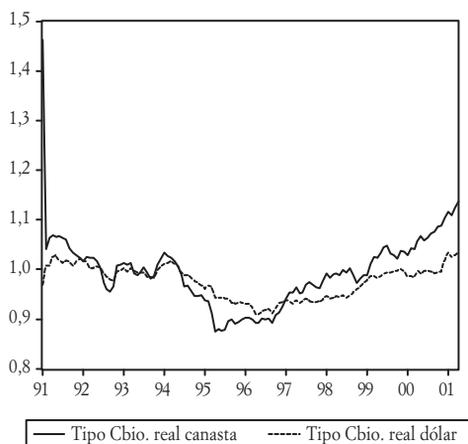
Para mostrar las implicancias que estos hechos estilizados tienen para el problema de la coordinación supongamos que los países del MERCOSUR se proponen establecer una unión monetaria y crean una nueva moneda, digamos el *merco*. Para que esta opción tenga sentido, en forma previa debería haberse producido la convergencia mutua. De lo contrario, se necesitarían ajustes de magnitud con posterioridad a la unión que podrían hacerla inviable. Asumamos entonces que tal convergencia se produjo. Para la elección del régimen cambiario se abrirían tres opciones. El *merco* podría tener una paridad nominal fija en relación con la canasta de monedas, flotar libremente o hacerlo dentro de una banda. La alternativa elegida no sería independiente de en qué grado se hubiera logrado además de la convergencia mutua la extrazona. Como la convergencia de Argentina con el resto del mundo ya se dio en la segunda mitad de los noventa, la convergencia extrazona implica que Brasil, Uruguay y Paraguay convergen a la tasa de inflación de la Argentina.

Si tanto la convergencia mutua como la extrazona se hubieran producido, las autoridades de la unión monetaria podrían decidir establecer un

régimen de paridad fija. A partir del día D el valor de la canasta en mercados sería siempre constante. Supongamos uno a uno. Para la Argentina esto implica abandonar la paridad con el dólar a favor de pegarse a la canasta o, si ya estuviera en vigencia la «canasta Cavallo», cambiar los ponderadores de su canasta. Para Brasil significa abandonar el tipo de cambio flotante.

Hay una forma simple de evaluar qué ocurriría con un esquema de esta naturaleza en la región. Como la Argentina tiene inflación de nivel internacional, se puede simular qué le hubiera pasado a la Argentina en los noventa si, en vez de atarse al dólar, hubiera establecido una paridad fija con la canasta que estamos utilizando. El resultado de tal simulación puede verse en el gráfico 6. La evolución del tipo de cambio real presenta diferencias. Nótese en particular la fuerte apreciación que sufrió la moneda convertible argentina durante los últimos años. Si la Argentina hubiera mantenido una paridad-canasta, su moneda se hubiera apreciado menos en relación a la brasileña desde 1999. Asimismo, podría interpretarse que parte de la depreciación brasileña en relación al dólar se explica por la necesidad de compensar la pérdida de competitividad precio que implica la revaluación del dólar en relación a la canasta de monedas representativa de su comercio.

GRÁFICO 6. *Evolución del tipo de cambio real de Argentina. Canasta vs. dólar*



Una solución que otorga algo más de flexibilidad es un sistema de flotación entre bandas. El día D las autoridades de la unión fijarían el centro de la banda en el valor de la canasta y márgenes de flotación alrededor del mismo. La ventaja más interesante de esta alternativa es que otorga algún margen de autonomía para manejar fluctuaciones en los movimientos de capital (Williamson, 2001).

Si se dejara flotar al merco, el valor de la canasta en mercos sería variable a partir del día D. Su valor dependería del valor de mercado del merco en relación a las otras monedas. En este contexto, los países del MERCOSUR recuperarían cierta autonomía para hacer política monetaria. Como los estudios (Fanelli, 2001) indican que los precios nacionales se mueven con inercia, un problema que se plantearía es que las fluctuaciones nominales del merco tenderían a reflejarse en variaciones del tipo de cambio real del MERCOSUR. Las fluctuaciones nominales se reflejarían en variaciones reales. Éste no es un hecho menor pues la volatilidad de las condiciones financieras que enfrentan los países emergentes tienden a reflejarse en fluctuaciones del tipo de cambio nominal. Esta opción se justificaría, entonces, si hubiera un cierto convencimiento de que se ganarían importantes grados de libertad al recuperar la política monetaria.

Nótese que un escenario con flotación se hace más atractivo si se produce la convergencia mutua pero no la extrazona. En este caso, el tipo de cambio de la unión podría flotar para permitir que el mercado refleje las diferencias en las tasas de inflación. Asimismo, la falta de convergencia extrazona haría impracticable la fijación del tipo de cambio. En este escenario, también podría adoptarse un esquema de *crawling peg* de forma tal que la tasa de devaluación del merco reflejara la diferencia con las tasas de inflación en el resto del mundo. Una solución de compromiso entre flotación y *crawling* sería la de permitir una banda de flotación para el valor de la moneda única pero dentro de márgenes cuyo centro sería corregido con la regla del *crawling peg*. Esto implicaría la adopción del esquema bautizado como BBC (Basket, Band and Crawling) por Williamson (2001) y que él recomienda para países de las características del MERCOSUR.

Esta clasificación de alternativas para una unión monetaria puede rápidamente generalizarse para esquemas más blandos de coordinación que no impliquen la adopción de una moneda única. Como ello es bastante intuitivo, pasaremos directamente a la sección siguiente donde discutimos las diferentes alternativas.

III. PROPUESTAS DE COORDINACIÓN, OBJETIVOS ESTRATÉGICOS Y PERÍODO DE TRANSICIÓN

Las alternativas

¿Cómo generar escenarios de coordinación creciente a partir de la situación actual? ¿Qué régimen de coordinación debería proponerse como meta el MERCOSUR? ¿Qué condiciones deberían cumplirse durante el período de transición? Las alternativas que se barajan en la actualidad pueden discutirse en base a tres propuestas básicas: la dolarización, la convergencia débil y la unión monetaria.

En la primera sección hicimos hincapié en que la coordinación necesaria de instituciones para organizar los incentivos y la información. Quienes proponen la dolarización implícitamente asumen que los países de la región no tienen capacidad suficiente para desarrollar instituciones y herramientas eficientes para el manejo macroeconómico y que ello le quita credibilidad a las políticas monetarias, fiscales y cambiarias. La dolarización, en este sentido, puede considerarse una forma de adquirir credibilidad «barata» en términos de demandas de construcción institucional. Al adoptar la moneda del país grande, el país pequeño aprovecha las «externalidades» que generan las instituciones más desarrolladas de ese país.

Las bajas demandas de construcción institucional de la dolarización, sin embargo, son engañosas. Si el país que se dolariza deseara recuperar parte del señoría que perdería junto con su moneda o contar con el apoyo del país central para operaciones de préstamos de última instancia, serían necesarios mecanismos institucionales de alta complejidad. La experiencia reciente demuestra que los Estados Unidos no están interesados en comprometerse en semejante ejercicio de construcción institucional.

En este tipo de relación líder-seguidor, por ende, la única opción a la vez practicable e institucionalmente «barata» es la dolarización unilateral. Esta opción tiene costos muy significativos. En primer lugar, la pérdida de autonomía es máxima. Dado que los Estados Unidos no forman un área óptima con la región, esta falta de autonomía sería ciertamente costosa. Ante la ocurrencia de un shock idiosincrásico, la capacidad de respuesta sería muy limitada. En este sentido, el espíritu que anima la dolarización es la antítesis del enfoque de AMO. Mientras este último asigna un lugar de privilegio al análisis de costos y beneficios de una pérdida de autonomía monetaria, los partidarios de la dolarización tienden a minimizar esos costos. Un segundo factor que agregaría costos a la dolarización es que, como ya lo mencionamos, las economías de la región son muy volátiles. Y, en contextos volátiles, la renuncia a la flexibilidad tiene, *ceteris paribus*, un costo mayor. En tercer lugar, la dolarización unilateral es un voto por la no coordinación regional. Por lo tanto, si existieran oportunidades de aumentar la eficiencia a partir del manejo coordinado de la macroeconomía del área, la pérdida de tales oportunidades sería un costo adicional. Por otra parte, la dolarización aislada de un miembro sería percibida por el resto como una actitud unilateral, reñida con la construcción de una visión regional compartida. Esto afectaría al proceso de integración en general y no sólo la coordinación macroeconómica. En este sentido, es posible que la única forma de dolarización unilateral «aceptable» fuera una forzada por una crisis, del tipo de la ecuatoriana. Esta alternativa, obviamente, no es muy tentadora.

Quienes consideran difícil (o, incluso, imposible) la construcción de instituciones regionales sólidas pero rechazan la dolarización suelen expresar preferencia por una alternativa que también es barata institucionalmente pero que deja un amplio margen de discrecionalidad a los gobiernos: la

«convergencia laxa o débil» que busca la coordinación sin *enforcement*. En este enfoque, los países del acuerdo se limitan a expresar la voluntad de trabajar para una convergencia en la dinámica de comportamiento de las variables macroeconómicas fundamentales. La demanda de construcción institucional y cooperación es mínima y puede limitarse a compromisos de información, estandarización estadística y consultas mutuas. Un paso adicional es acordar valores concretos para las variables fundamentales intentando acercarse a los valores observados en los países desarrollados (especialmente en lo referido a inflación y tasas de interés). En buena medida, los intentos del MERCOSUR hasta ahora y, especialmente lo acordado en Florianópolis, están en esta línea.

Esta estrategia tiene dos problemas básicos. Primero, la falta de mecanismos de *enforcement* le quita credibilidad a las metas acordadas. Segundo, el esquema no implica compromiso explícito con ningún régimen particular como meta a largo plazo. Como consecuencia, es difícil que los compromisos que se asuman sean percibidos como una restricción fuerte por el sector privado y los gobiernos y es muy probable, por ende, que las metas acordadas no sean de alta relevancia para el conjunto de información que los agentes utilizan en la formación de sus expectativas. Si el objetivo es utilizar la coordinación macroeconómica regional como un elemento independiente de generación de credibilidad y certidumbre que coadyuve a asentar la estabilidad macroeconómica del área, los compromisos fuertes de *enforcement* y la explicitación del régimen-meta que se busca instaurar son clave. En la sección I enfatizamos que llenar estas condiciones supone un esfuerzo sostenido de construcción institucional y la disposición a renunciar a parte de la autonomía de política en pos de la estabilidad del conjunto.

De hecho el MERCOSUR ya se ha planteado la unión monetaria como su objetivo estratégico en el Acta de Ushuaia de 1998. Sin embargo, es poco relevante lo que se ha avanzado en ese sentido. Una de las razones es que no hubo progresos en lo institucional, en particular en lo relacionado con el *enforcement*. El objetivo central de este capítulo, sin embargo, no es evaluar la capacidad o la voluntad política del MERCOSUR para la construcción institucional⁶ sino analizar las condiciones objetivas para (y la conveniencia de) adoptar determinados esquemas de coordinación macroeconómica. En función de ello, queremos terminar este trabajo realizando un ejercicio que muestre qué sería necesario hacer para ir más allá de la convergencia débil y poner al MERCOSUR en la ruta de acceso a una eventual unión monetaria.

Hay dos conjuntos de restricciones que hemos tenido particularmente en cuenta al elaborar el ejercicio. En primer lugar, las que impone el contexto internacional. Los tres factores más destacados en este sentido son: la globalización financiera, la existencia de tipos de cambio flexibles entre los blo-

⁶ Véase Bouzas y Tussie en este volumen, pp. 181 y 205 respectivamente.

ques de países desarrollados y la falta de avance en las nuevas instituciones multilaterales (en particular el proteccionismo que sobrevive al margen de la OMC y el estado indeterminado de la «nueva arquitectura financiera internacional»⁷). En segundo lugar, las que se originan en el hecho de ser el MERCOSUR un bloque regional formado por economías de ingreso medio caracterizadas por el subdesarrollo y la incompletitud de sus estructuras de mercado.

Unión Monetaria, objetivos estratégicos y período de transición

Si el MERCOSUR se propusiera activar los objetivos estratégicos del Acta de Ushuaia, la transición hacia la unión monetaria debería cumplir con los siguientes cuatro objetivos.

- a) Expresar la voluntad de avanzar de manera rápida y decidida hacia la coordinación en el plano macroeconómico

Desde la perspectiva del MERCOSUR, la globalización financiera aparece como una complicada combinación de oportunidades y amenazas. Las amenazas se relacionan con la volatilidad de los flujos de capital hacia los países emergentes y la debilidad de los mecanismos multilaterales que deberían coadyuvar a manejar esa volatilidad. La nueva arquitectura financiera internacional está aún lejos en el horizonte. En este contexto, el peso del ajuste ante desequilibrios en los mercados de capital emergentes tiende a caer sobre los países receptores. Los países del MERCOSUR no son una excepción a esta regla. Por ende, parece razonable que exploren iniciativas regionales que les permitan manejar los desequilibrios con mayor eficacia⁸.

Por otra parte, formar un espacio económico común en un marco de globalización y desregulación como el actual requiere coordinarse en la macroeconomía desde el principio. Una forma de ver que esta sugerencia tiene sentido es preguntarse por la génesis y las consecuencias de las dificultades actuales del MERCOSUR. ¿Empezó la misma por razones endógenas al MERCOSUR o, por el contrario, fue más bien el efecto contagio de la crisis rusa el disparador? ¿Podría explicarse la actual coyuntura sin referencia a ese shock exógeno? Si la Argentina y Brasil hubieran avanzado en mecanismos de coordinación, ¿no es posible imaginar que las autoridades hubieran tenido más grados de libertad para manejar las consecuencias de la crisis sobre el comercio?

⁷ Sobre este punto ver, por ejemplo, Ocampo (1999).

⁸ Agosín (2001) discute las posibilidades que se abren en este sentido a nivel regional en América Latina.

Obviamente, lo anterior no implica desconocer el papel clave de los errores domésticos de política en las dificultades presentes. Pero si se hubieran establecido compromisos regionales más firmes y serios de convergencia en las variables fundamentales (sobre todo fiscales), ¿no habría habido una oportunidad de evitar los excesos más groseros en las políticas domésticas?

En síntesis: hay buenos argumentos para sostener que es necesario avanzar rápidamente en la macroeconomía porque los países del MERCOSUR están condenados por la geografía a comerciar y por la globalización financiera a coordinarse macroeconómicamente.

- b) Diseñar el proceso de convergencia nominal tomando como patrón de referencia una canasta de monedas y desarrollar mecanismos de *enforcement*

Vimos que una condición necesaria para la viabilidad de una unión monetaria es lograr la convergencia mutua de las tasas de inflación y que también sería muy deseable lograr la convergencia extrazona.

Para realizar la convergencia extrazona en un mundo de tipos de cambio flexibles, el patrón de medida más razonable es una canasta que refleje las ponderaciones del comercio de la región. Más abajo proponemos un mecanismo para contar con esa canasta en el MERCOSUR desde ahora. El propósito fundamental es dar señales de largo plazo que permitan «anclar» las expectativas del sector privado.

Para el logro de la convergencia mutua dentro de la región es clave alinear y hacer consistente el comportamiento de las variables fundamentales de cada país. Y ya argumentamos que es difícil que ello ocurra sin definir mecanismos de *enforcement*. La regla general debería ser desarrollar mecanismos de *enforcement* que, cuando un país necesita corregir un desvío de las metas o, simplemente, ajustar su economía ante un desequilibrio:

- a) permitan razonable flexibilidad y garanticen un máximo de cooperación regional cuando el desequilibrio se origina en un shock externo. Esa cooperación se haría por la vía de fondos de reserva y otros mecanismos de contingencia a diseñar;
- b) supongan una sustancial rigidez y alto grado de exigencia en el ajuste cuando se trate de manejar las consecuencias de desarreglos fiscales o financieros de origen estrictamente nacional. En este caso, la institución regional encargada de la macroeconomía podría desarrollar un sistema (reservado) de «avisos de peligro inminente» que darían derecho a los miembros a pedir reuniones (reservadas) de consulta y a exigir la presentación de iniciativas concretas de corrección. Ante situaciones de fuerte desequilibrio con origen en

desarreglos domésticos, el mecanismo institucional podría actuar coordinándose con la condicionalidad establecida por las instituciones multilaterales.

Así, los recursos financieros e institucionales de apoyo que la región pudiera poner al servicio de sus miembros, sobre todo en el caso (a) constituyen la «zanahoria» y la presión sobre las políticas de mala calidad que implica el punto (b) actuarían como medio de castigo. Un mecanismo de esta índole permitiría coordinar el esfuerzo regional con el multilateral coadyuvando a suavizar los shocks de origen externo. Este mecanismo sería muy eficiente, sobre todo, cuando los shocks fueran idiosincrásicos y no correlacionados o se correlacionaran negativamente con los shocks que afectan a otros socios regionales.

En el caso de shocks con correlación positiva entre los miembros originados, por ejemplo, en contagios, los mecanismos de nivel regional serían menos efectivos. Pero la existencia de mecanismos aceitados de cooperación y consulta quizá permitiría negociar de manera más eficiente en el contexto internacional. Esto último sobre todo ocurriría si se tiene éxito en coadyuvar a que las políticas domésticas de calidad dudosa sean menos frecuentes y si la instancia regional fuera percibida por el resto de la comunidad internacional como un primer filtro para evitar las conductas oportunistas y el *moral hazard* en los mercados internacionales.

c) Crear mercados

Mencionamos como una restricción del MERCOSUR que las economías regionales presentan importantes fallas de mercado, con mercados faltantes e incompletos. Por la vía de aumentar la escala y reducir los costos de transacción, el proceso de integración puede constituir una oportunidad para desarrollar mercados nuevos. La forma más importante de aprovechar las oportunidades para crear mercados en el ámbito regional, obviamente, es el avance decidido en la integración profunda de los mercados de bienes y servicios. Estas cuestiones se tratan en otros capítulos de este libro.

El punto que queremos enfatizar aquí es que mercados más completos permiten un mejor manejo macroeconómico. Por ejemplo, cuanto menor es el ratio entre la escala de los movimientos de capital y la de los mercados financieros domésticos, más probable es que las autoridades posean *leverage* suficiente para suavizar las fluctuaciones en las condiciones financieras externas. Es por esta razón que un punto destacado de la agenda macroeconómica debería ser «completar» y desarrollar la estructura de mercados financieros y de capital a partir de la integración de los mercados regionales. Por otra parte, podrían aparecer círculos virtuosos

entre creación de mercados y macroeconomía. Una estructura de mercados más completa ayuda a la macroeconomía. Pero si la coordinación macroeconómica mejora la estabilidad ello propiciaría la aparición de mercados que hoy no existen debido al alto grado de incertidumbre, como los de financiamiento privado de largo plazo y los de instrumentos derivados.

d) Crear instituciones para la armonización, la coordinación y la cooperación

El MERCOSUR no tiene países desarrollados entre sus miembros ni cuenta con socios que tengan la credibilidad macroeconómica de Alemania. Por lo tanto debe desarrollar instituciones sustitutas y mecanismos que hagan creíble el proceso de coordinación y sean capaces de generar y enviar señales claras al sector privado regional y al resto del mundo. Hoy, la opción elegida por los países del MERCOSUR es la de convergencia en base a armonizar la evolución de las variables fundamentales. Pero este esquema no es satisfactorio. No posee suficiente credibilidad y no implica ningún intento por explotar cooperativamente eventuales oportunidades de acción conjunta en el nivel regional. La dirección en la que hay que moverse para eliminar esas limitaciones parece clara: desarrollar las instituciones comunitarias para el manejo de la macroeconomía. Como ello supone renuncia a autonomía de políticas, para que la estrategia funcione es necesario definir claramente sobre qué bases operará la coordinación y cuáles son los parámetros fundamentales de la armonización macroeconómica. Asimismo es necesario definir con precisión las condiciones para acceder a los beneficios. Esto implica negociaciones de nivel profesional y político muy superior a lo que hasta ahora fue el caso.

¿Cómo comenzar a trabajar mancomunadamente en la dirección marcada en los puntos (a)/(d)? Un primer paso que daría gran credibilidad al proceso sería la creación de una institución para la cooperación y la coordinación macroeconómica en el MERCOSUR. Esta institución constituiría una especie de proto Banco Central del MERCOSUR. Las funciones básicas serían:

I. *Actuar como institución de diseño, implementación y monitoreo de los compromisos de armonización, coordinación y cooperación macroeconómica acordados en el marco regional*

Las primeras tareas serían: reafirmar los compromisos de Florianópolis; comenzar a diseñar mecanismos de incentivo para el *enforcement*; y definir el régimen macroeconómico que el MERCOSUR se propone como meta de largo plazo.

II. *Actuar como fondo de reserva a la manera del Fondo Latinoamericano de Reserva*

La conformación de este fondo tendría dos propósitos; primero, constituirse en el primer intento concreto de cooperación para explotar ventajas de manejo macroeconómico disponibles a nivel regional; segundo, enviar una señal de que el MERCOSUR puede (y tiene voluntad política de) constituirse en un bloque constitutivo de la arquitectura financiera internacional. Las reservas se constituirían con aportes proporcionales al PBI de cada uno de los países del acuerdo. Sus funciones de apoyo a los países miembro serían similares a las del fondo mencionado, aunque en un comienzo serían más limitadas y se concentrarían en contribuir a un mejor manejo de la liquidez. Es necesario, en este sentido, comenzar a desarrollar mecanismos que permitan ahorrar y optimizar el uso de las reservas. La experiencia de Argentina con la convertibilidad y la de Corea luego de su crisis están demostrando que la inestabilidad de los flujos financieros internacionales puede obligar a los países emergentes a acumular montos muy elevados de reservas internacionales (Yung Chul Park, 2000).

III. *Coadyuvar a la armonización de regulaciones y desarrollo de mercados financieros*

Se comenzaría inmediatamente a especificar el régimen normativo y de regulación prudencial que constituirá el régimen permanente para el sistema integrado de mercados de capital y bancario del MERCOSUR. Esta institución podría, eventualmente, emitir certificados de adaptación a las «normas MERCOSUR» para las entidades financieras que lo soliciten. También podría haber certificados para emisiones de bonos y acciones. Las instituciones que tuvieran el certificado estarían facultadas para realizar ciertas actividades de intermediación específicas a definir tomando como base de operación todo el ámbito del MERCOSUR. Deberían aceptar, para ello, someterse a ciertas normas de transparencia y supervisión.

IV. *Crear el mercado, instrumento financiero atado a la canasta de monedas*

Este instrumento financiero no tendría todas las características típicas ni cumpliría todas las funciones de una moneda. Esas funciones se irían agregando en la medida que se avance en la coordinación y la armonización macroeconómica y financiera. Su principal rol en el momento actual sería actuar como instrumento de señalización para la coordinación de expectativas del sector privado y facilitar el uso del fondo de reservas.

Para crear el mercado se necesitarían los pasos siguientes. Se constituiría un Fondo de Reserva del MERCOSUR de un tamaño, digamos, cuatro veces el tamaño del Fondo Latinoamericano. El aporte se podría realizar utilizando reservas existentes en los actuales Bancos Centrales. Esto no implicaría un debilitamiento del respaldo a la moneda nacional pues a cambio de esas divisas el Banco Central recibiría un certificado de participación en la Reserva que podría contabilizar como reservas internacionales. La composición de las mismas se establecería de forma de reproducir, exactamente, los ponderadores de la canasta. En el ejemplo que manejamos en este trabajo: 55% de dólares, 13% de yenes y 32% de euros.

Nótese que la evolución del valor del fondo de reservas, por definición, reproduciría el valor de la canasta. Por lo tanto, si se emitiera una cantidad dada de certificados de participación, el valor de ese certificado de participación en el fondo se valorizaría exactamente como la canasta de monedas. Si una unidad de certificado de participación recibe el nombre de «mercado», la cotización del mercado por definición guarda una relación constante con el valor de canasta de monedas.

Esta cotización del mercado estaría dando una señal clara a los mercados respecto de qué ocurre con el tipo real de cambio de cada país, dada la inflación doméstica, la de los socios comerciales y la política cambiaria. Así, por ejemplo, cuando un país considerara que ya realizó la convergencia de precios y que el tipo de cambio real observado en ese momento es razonable, podría establecer una paridad fija entre el mercado y su moneda. O podría fijar una banda de flotación durante un período alrededor de esa paridad fija, que constituiría el centro de la banda. Obviamente, un país que hizo la convergencia al tipo de cambio real pero que no logró la convergencia nominal podría decidir devaluar su moneda en relación al mercado siguiendo una regla de *crawling peg*.

Si todos los países del acuerdo terminaran por fijar su paridad con el mercado, se llegaría naturalmente a la unión monetaria y no habría problemas en convertir al mercado en la moneda única. En este sentido, cada país podría decidir cuándo es el día D en que se pasa de flotar libremente o de flotar con banda a una paridad fija. Podría ocurrir, no obstante, que un país, en forma oportunista, tratara de elegir un día D en el cual su moneda está muy depreciada, de forma de entrar con «ventaja de tipo de cambio real» a la unión monetaria. Para evitar esto habría que seguir con las políticas de convergencia en base a armonización de las variables fundamentales. Asimismo, se podría establecer que para conseguir los beneficios plenos de la unión monetaria, los demás países no deben expresar desacuerdo con la paridad. Así, en realidad, el país pertenecería en sentido estricto a la unión monetaria cuando se comprometiera formalmente a no variar nunca más su paridad con el mercado y, además, contara con la aprobación del resto para hacerlo.

El mercado también podría cumplir un rol en cuanto al desarrollo financiero. Por una parte, se podría generar de manera gradual una demanda de

transacciones permitiendo que el mismo se utilizara en la liquidación de operaciones de comercio exterior. Por otra, se podría dar lugar a que las entidades de intermediación financiera que tuvieran el certificado de cumplir con normas MERCOSUR pudieran realizar operaciones de crédito denominadas en mercos. De esta forma el merco iría adquiriendo la propiedad de ser depósito de valor y podría ser utilizado en operaciones de *hedging*.

IV. REFLEXIONES FINALES

La pregunta respecto de cuál es la mejor estrategia para el manejo de los problemas macroeconómicos del bloque no puede contestarse haciendo abstracción de la marcha general del proceso de integración. La respuesta será diferente de acuerdo a las metas que se busquen para el MERCOSUR en tanto acuerdo de integración regional. En este sentido, sería ingenuo ignorar el hecho de que el MERCOSUR enfrenta hoy fuertes desafíos y que diferentes rumbos son posibles a partir del presente.

Desde la perspectiva macroeconómica, algunos de esos rumbos posibles no son excesivamente demandantes en términos de coordinación. Si el impulso que dio origen al MERCOSUR se diluye en una mera zona de libre comercio es porque hubo desinterés o falta de habilidad para resolver los problemas que plantea la formación de una unión aduanera. En un escenario de estas características el problema de la estabilidad macroeconómica devendría en un problema a resolver, básicamente y en primer lugar, en el ámbito estrictamente nacional. Obviamente, no estamos diciendo que una zona de libre comercio invalidaría totalmente la posibilidad de explotar oportunidades conjuntas de mejoramiento en el plano macroeconómico. Pero la acortaría significativamente.

La cuestión de la coordinación sólo adquiere sentido pleno y alta relevancia en la perspectiva futura del MERCOSUR si los estados que lo componen se mueven con decisión y firmeza hacia la integración profunda. Nosotros creemos que en el escenario actual ésa es la mejor opción que tienen los países de la región para crecer e integrarse en la economía globalizada⁹. Por ello consideramos que la mejor apuesta sería la de moverse en la dirección que hemos explicitado en el punto anterior. Esto implica una actitud mucho más activa que la observada desde la crisis rusa en adelante. Aun cuando el actual esquema de convergencia laxa marca un movimiento en la dirección correcta

⁹ En este trabajo, se asume que el MERCOSUR tiene dos metas centrales a cumplir:

(a) *acelerar el crecimiento económico y,*

(b) *optimizar la inserción de los socios en la economía globalizada.*

En el capítulo introductorio a este libro se analiza por qué son éstos los objetivos centrales del MERCOSUR.

y un paso adelante en relación al pasado inmediato, el mismo resulta débil y no aporta mucho en términos de credibilidad. Es una opción que no denota un gran espíritu emprendedor por parte de las autoridades de la región; si hubiera ganancias de eficiencia en el manejo macroeconómico a realizar a nivel regional, un esquema de este tipo no parece el más apropiado para aprovecharlas.

Desde nuestro punto de vista, para progresar en la tarea de la coordinación, las palabras clave son cooperación, coordinación y armonización. La cooperación es necesaria para construir las instituciones que hagan posible explotar las oportunidades y establecer mecanismos de *enforcement* que tornen creíbles los compromisos. La coordinación es crítica para el diseño y la eficiencia en la implementación de políticas que tienen a la región como ámbito. La armonización de regulaciones y de metas para las variables macroeconómicas fundamentales facilita la coordinación y la cooperación y desalienta conductas oportunistas.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Agosín, Manuel (2001), «Fortalecimiento de la cooperación financiera regional», *Revista de la Cepal*, núm. 73.
- Devlin, R. A. Estevadeordal, P. Giordano, J. Monteagudo y R. Saez (2000), «Macroeconomic Stability, Trade and Integration», Trabajo presentado en el Policy Forum Macroeconomic Policy Coordination and Monetary Cooperation in MERCOSUR, Río de Janeiro, Octubre.
- Fanelli, José María (Ed.) (2001), *La coordinación macroeconómica en el MERCOSUR*, Siglo XXI de Argentina Editores.
- Fanelli, José María (2001), «Coordinación macroeconómica en el MERCOSUR. Marco analítico y hechos estilizados». J. M. Fanelli, en, (Ed.), *La coordinación macroeconómica en el MERCOSUR*, Siglo XXI de Argentina Editores.
- Frankel, J. A. y A. K. Rose (1996), «The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria», Working Paper 5700, NBER Working Paper Series, Cambridge, MA, Agosto.
- Giambiagi, Fabio (1999), «MERCOSUR: Why does Monetary Union Make Sense in the Long Term?», *Ensaio BNDES*, núm. 12.
- Inter-American Development Bank (1995), *Economic and Social Progress in Latin America, 1995*, Washington D.C.: Inter-American Development Bank.
- Ocampo, José Antonio (1999), *La reforma del sistema financiero internacional. Un debate en marcha*, Santiago de Chile, Fondo de Cultura Económica.
- Williamson, John (2001), «Exchange Rate Policy in Latin America: The Costs of the Conventional Wisdom», trabajo presentado en la conferencia «A Broad Agenda of Crisis Prevention and Response: Addressing Global Economic Imbalances», Santiago de Chile, Cepal.
- Yung Chul Park (2000), «Beyond the Chiang Mai Initiative: Rationale and Need for a Regional Monetary Arrangement in East Asia», Trabajo presentado en el seminario «Regional Cooperation: The Way Forward», Honolulu, Mayo.