

CENTRO DE ESTUDIOS MONETARIOS LATINOAMERICANOS

# BOLETÍN

VOLUMEN XLVIII, NÚMERO 1

---

ENERO-MARZO DE 2002

# CENTRO DE ESTUDIOS MONETARIOS LATINOAMERICANOS

## ASAMBLEA

Bancos Centrales Asociados (*vox et votum*) y Miembros Colaboradores (*vox*)

JUNTA DE GOBIERNO, 2001-2003

*Presidente:* Banco de México

*Miembros:* Banco Central de la República Argentina; Banco Central de Brasil; Banco de la República (Colombia); Banco Central de la República Dominicana; Banco Central de Trinidad y Tabago; Banco Central de Venezuela.

## AUDITORÍA EXTERNA

Banco de México

## PERSONAL DIRECTIVO

*Director general*  
Kenneth Coates

*Subdirector general*  
Carlos-Alberto R. Queiroz

*Directora de Capacitación*  
Jimena Carretero Gordon

*Directora de Estudios*  
Flavia Rodríguez Torres

*Director de Relaciones internacionales*  
Juan-Manuel Rodríguez Sierra

---

*Boletín* es una publicación del Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, Durango nº 54, México, D. F., 06700. Aparece al fin de cada trimestre. ISSN 0186 7229.

# CEMLA BOLETÍN

## ÍNDICE

- 1 **Áreas monetarias óptimas y monedas clave**  
Ronald McKinnon
- 16 **El objetivo de inflación en el contexto de los programas de ajuste apoyados por el FMI**  
Mario I. Blejer  
Alfredo M. Leone  
Pau Rabanal  
Ger Schwartz
- 30 **El Mercosur diez años después: ¿proceso de aprendizaje o *déjà vu*?**  
Roberto Bouzas
- 45 **El nuevo Acuerdo de Capitales de Basilea y los países en desarrollo: temas, implicaciones y propuestas de política**  
Stephany Griffith-Jones  
Stephen Spratt
- 50 **Autoridades de los bancos centrales latinoamericanos y otras instituciones miembros del CEMLA**
- 54 **Actividades del CEMLA durante diciembre de 2001-febrero de 2002**
- 55 **Premio de Banca Central "Rodrigo Gómez": convocatoria para 2003**

*Los trabajos firmados son responsabilidad exclusiva de los autores y no coinciden necesariamente con el criterio del CEMLA.*

---

VOLUMEN XLVIII

NÚMERO 1

ENERO-MARZO DE 2002

---

# Áreas monetarias óptimas y monedas clave\*

Ronald McKinnon

## I. Introducción

A cuarenta años de que Robert Mundell diera a conocer su celebrada teoría de áreas monetarias óptimas (OCA), el consenso analítico basado en su aclamado estudio de 1961 ya se desintegró. Parte del problema surge de una aparente contradicción en el propio trabajo de Robert Mundell. Para contrarrestar choques macroeconómicos asimétricos, su artículo de 1961 se sustenta en formar áreas monetarias más pequeñas y más homogéneas en lugar de hacerlas más grandes y más heterogéneas. Sin embargo, en un artículo poco conocido, publicado en 1973, intitulado “Argumentos poco comunes para monedas poco comunes” Mundell sostuvo que la tenencia de activos para repartir el riesgo internacional está mejor respaldada por una moneda que se usa en un área amplia, en la que los países o las regiones pudieran ser, y tal vez sería mejor que fueran, bastante diferentes.

Después de revisar ambos enfoques, me concentraré en ampliar el argumento de Mundell a favor del reparto del riesgo internacional mediante choques de oferta (choques a la productividad, a los términos de intercambio, etc.). Para tratar clases específicas de activos financieros –dinero, bonos y acciones– examinaré la forma en la que la naturaleza del régimen cambiario y el riesgo monetario que lleva asociado, afecta *ex ante* a los incentivos de la diversificación de la cartera a nivel internacional.

A lo largo y ancho de naciones o regiones, mi discusión sobre la teoría de OCA se desarrollará por lo menos en cuatro niveles, que son:

- i) el debate que existe desde hace mucho tiempo en torno al dominio óptimo de los tipos de cambio fijos en comparación con la práctica de mantenerlos flexibles cuando a todas las monedas se les da un trato simétrico;
- ii) el papel asimétrico de una moneda clave en la tarea de asegurar la estabilidad cambiaria dentro de un área monetaria óptima;
- iii) el debate subordinado acerca de si se necesita una unión monetaria completa (como en Europa continental) para asegurar un óptimo dominio interno dentro del área monetaria;
- iv) el aun más subordinado e importante aspecto concerniente a decidir si un grupo de economías con vínculos comerciales estrechos (como en Asia oriental) salen ganando si se vinculan colectivamente a una moneda de fuera del área como, por ejemplo, el dólar de Estados Unidos.

Para abarcar los cuatro niveles de análisis es sumamente deseable contar con un modelo algebraico general. Se recomienda leer los trabajos de Devereux y Ching [2000a y 2000b] con el noble espíritu de ofrecer un modelo de este tipo. Aparte de esos, mi trabajo trata aspectos de cada uno de los niveles, y propiciará un marco analítico taxonómico para mostrar la forma en que están interrelacionados. Sin embargo, primero permítanme reexaminar los dos modelos de Mundell.

## II. El modelo del Mundell joven, con expectativas estacionarias

Al igual que la mayoría de los macroeconomistas del período de posguerra que tenían una forma-

\* Traduce y publica el CEMLA, con la debida autorización, el presente artículo de R. McKinnon, catedrático de la Universidad de Stanford, así como profesor William Eberle de Economía Internacional. El autor expresa su agradecimiento a Klaus Desmet y a Margaret McKinnon por su valiosa ayuda en la preparación de este trabajo. mckinnon@stanford.edu y <http://www.stanford.edu/~mckinnon/>.

ción keynesiana, Mundell, en 1961, creía que las políticas fiscales y monetarias nacionales podían manejar exitosamente la demanda agregada para contrarrestar los choques del sector privado tanto de oferta como en el de la demanda, lo que Willem Buiter [1999, p. 49] llamó la “falacia de la sintonización” (*fine tuning falacy*). El supuesto de expectativas estacionarias apuntalaba esta creencia. Como estrategia del modelo se supuso que las personas se comportaban de forma que pareciera que el nivel de precios interno actual, así como la tasa de interés y el tipo de cambio (aún cuando el tipo de cambio flotara) nacionales corrientes no permanecerían así indefinidamente. No solo en su teoría de las áreas monetarias óptimas, sino también en el modelo Mundell-Fleming [Mundell 1963] de su libro de texto, las expectativas estacionarias sustentan la forma en la que las políticas fiscales y monetarias funcionan en una economía abierta. En varios de los ensayos que Mundell escribió hasta 1968, y que tuvieron gran influencia él demostró la forma en que el principio de la clasificación efectiva de mercado podía asignar óptimamente los instrumentos monetarios, fiscales o cambiarios a fin de mantener el pleno empleo a la vez de equilibrar los pagos internacionales. Él suponía que los agentes del sector privado no trataban de anticipar los movimientos futuros del nivel de precios, de las tasas de interés, del tipo de cambio o de la política gubernamental en sí misma.

Además de las expectativas estacionarias, Mundell [1961] afirmaba que la movilidad de la fuerza laboral estaba restringida a dominios bastante pequeños en el ámbito nacional, e incluso regional. Y estos empequeñecidos dominios podrían muy bien experimentar choques macroeconómicos de forma diferente –“asimétricamente” en la jerga de la literatura actual– a la de sus vecinos. En estas circunstancias especiales, Mundell ilustró las ventajas de la flexibilidad cambiaria en lo que ahora se ha convertido el paradigma común de los libros de texto:

Considérese un modelo simple de dos entidades (regiones o países), inicialmente con pleno empleo y equilibrio de balanza de pagos, y obsérvese lo que pasa cuando el equilibrio es perturbado por un cambio en la demanda de los bienes de la entidad B hacia los bienes de la entidad A. Supóngase que los salarios y precios monetarios no pueden reducirse en el corto plazo sin causar desempleo, y que las autoridades monetarias actúan para prevenir la inflación...

La existencia de más de una (óptima) área monetaria en el mundo implica tipos de cambio variables.... Si la demanda varía de los productos del país B a los productos del país A, una depreciación en el país B o una apreciación en el país A corregirá el desequilibrio externo y también aliviará el desempleo en el país B y restringirá la inflación en el país A. Este es el caso más favorable pa-

ra tipos de cambio flexibles basados en monedas nacionales.

[Robert Mundell, 1961. pp. 510-11]

De verdad, Mundell defendía cuidadosamente su argumento dando ejemplos de países que no eran áreas monetarias óptimas –como cuando los choques principales en los términos de intercambio ocurrían a lo largo de las regiones dentro de un solo país– más que entre países. Y el también se preocupó por la “balcanización” monetaria entre muchos dominios monetarios pequeños que podrían destruir las propiedades de liquidez de las monedas involucradas. No obstante, la profesión económica, abrazó entusiastamente el deliciosamente simple paradigma anterior, a menudo sin las advertencias del propio Mundell. Los libros de texto tomaban a las naciones estado existentes como si fueran áreas monetarias naturales y argumentaban que una política monetaria tipo talla única a lo largo de las naciones estado, no puede ser óptima cuando: *i)* los mercados laborales están algo segmentados internacionalmente, y *ii)* cuando la composición de la producción varía de un país a otro; llevando a los países a experimentar diferenciadamente choques en los términos de intercambio.

Siguiendo a Mundell, McKinnon [1963] formuló la hipótesis de que “la apertura” entre socios comerciales potenciales de área monetaria militaría a favor de tener un tipo de cambio fijo entre ellos. Argumentó que cuanto más abierta esté la economía, menos sostenible sería el supuesto keynesiano de precios y salarios domésticos pegajosos que responden a fluctuaciones del tipo de cambio. En el caso de una pequeña economía abierta, él se preocupó, asimismo, de que el valor líquido del dinero doméstico no quedaría balanceado si su tipo de cambio, y por lo tanto su poder adquisitivo en términos de una amplia canasta de bienes mundiales, fluctuaba. También *debería* haber planteado que cuanto más abiertas estén las economías entre sí, lo menos asincrónicas serán las fluctuaciones de la producción que surjan de los choques de demanda (caso que ha sido estudiado empíricamente y de manera muy nítida en un reciente artículo de Frankel y Rose [1998]).

Peter Kenen [1969], trabajando también con el marco de Mundell de 1961, estudió las condiciones en las que los choques macroeconómicos asincrónicos entre países podrían tener una probabilidad menor. Si la producción estuviera más diversificada, Kenen concluía que el país en cuestión sería un mejor candidato a tener tipos de cambio fijos con sus vecinos puesto que los choques que se enfocaban hacia esta o aquella industria se compensarían entre sí tomando todo como un agregado, la ley de los grandes números. Concluyó que:

Los principales países desarrollados deberían tal vez adherirse al régimen de Bretton Woods, recurriendo raras veces a variaciones en los tipos de cambio. Los países menos desarrollados, estando menos diversificados y más equipados con instrumentos de política, deberían hacer cambios más frecuentemente o tal vez recurrir a la plena flexibilidad.

Kenen [1969, p. 4]

La conclusión de Kenen, consistente en que los países menos desarrollados relativamente sin diversificación –a menudo solo con uno o dos productos de exportación dominantes– deberían retener la flexibilidad cambiaria, es congruente con el joven Mundell keynesiano, que enfatizaba los choques asimétricos ante las rigideces de salarios y precios internos. Sin embargo, como veremos, la conclusión de Kenen es bastante inconsistente con el Mundell maduro “prospectivo” [1973a], que enfatizó la necesidad de promover la diversificación de activos para compartir el riesgo internacional.

En los años sesenta, Mundell y casi todos los otros economistas, supusieron que un tipo de cambio flexible sería una variable del ajuste suave para estabilizar la economía interna. En ese tiempo, este supuesto también fue compartido por monetaristas como Milton Friedman [1953] o Harry Johnson [1972], que no eran sintonizadores (*fine tuners*) macroeconómicos pero que querían la independencia monetaria interna a fin de asegurar mejor el nivel de precios interno. Cualquiera que fuera la política que escogiera un banco central, ellos creían que un tipo de cambio flexible se depreciaría suavemente cuando el banco practicaba políticas de dinero fáciles y el tipo de cambio se apreciaría suavemente si el banco seguía políticas de dinero rígidas. (Puesto que los economistas tenían muy poca experiencia –excepto en Canadá– con tipos de cambio flotantes en los años cincuenta y sesenta, la gran volatilidad que se dio en general entre los tipos de cambio flotantes después de 1971 no pudo calcularse con anticipación.)

Por lo tanto, en los años sesenta, las “Áreas Monetarias Óptimas” de Mundell se plantearon tanto para monetaristas como para keynesianos, aunque por razones algo diferentes. Como tal, el concepto tuvo suma influencia como la base analítica de una gran parte de la macroeconomía de las economías abiertas y de la resolución de los cuestionamientos teóricos orientados a conocer si Europa occidental –con sus economías nacionales diversas y con fuerzas laborales relativamente inmóviles– estaba lista para una política monetaria de talla única.

En los años noventa Barry Eichengreen era el más destacado académico con escepticismo respecto a la Unión Monetaria Europea; sus artículos (con diversos co-autores) se publicaron como con-

junto en su libro *European Monetary Unification* [1997]. En él hizo un reconocimiento sobre la influencia de Mundell, a saber:

La teoría de áreas monetarias óptimas iniciada por Robert Mundell (1961), es el marco organizador del análisis. En el paradigma de Mundell, los formuladores de política equilibran el ahorro en costos de transacción derivado de la creación de una sola moneda con las consecuencias de tener una autonomía política disminuida. La reducción de la autonomía se deriva de la pérdida del tipo de cambio y de una política monetaria independiente, como instrumentos de ajuste. Esa pérdida será más costosa cuando los choques macroeconómicos sean más “asimétricos” (para fines actuales, cabe decir que sean más específicos en lo que a la región–o país–se refiere), cuando la política monetaria sea un instrumento más poderoso para compensarlos y cuando otros mecanismos de ajuste, como los salarios relativos y la movilidad de mano de obra sean menos efectivos.

Eichengreen [1997, pp. 1-2]

Eichengreen y Bayoumi [1999] usaron un análisis econométrico para mostrar esta asimetría. “Una fuerte distinción surge entre los choques de oferta que afectan a los países ubicados en el centro de la Comunidad Europea (CE) –Alemania, Francia, los Países Bajos y Dinamarca– y los muy diferentes choques de oferta que afectan a otros miembros de la CE –el Reino Unido, Italia, España, Portugal, Irlanda y Grecia”– (p. 104, en la reimpresión de Eichengreen *op. cit.*). Aun hoy en día, la prensa británica y muchos economistas todavía argumentan que la política monetaria de talla única dirigida por Frankfurt no puede ser óptima tanto para Europa continental como para la Gran Bretaña. Después de todo ¿no son las condiciones del ciclo de los negocios en la Gran Bretaña suficientemente diferentes como para garantizar una respuesta contracíclica separada desde un independiente Banco de Inglaterra? Pero, sofisticados o no, los escritores con estas ideas –recientemente Martín Feldstein [2000] “Europa no puede manejar el euro”– están esclavizados definitivamente al joven Mundell.

### III. El Mundell maduro y la responsabilidad compartida del riesgo internacional.

En un escrito de no hace mucho tiempo Robert Mundell [1993a] se deshizo de su supuesto inicial con respecto a las expectativas inflacionarias para centrarse en la forma en que la futura incertidumbre cambiaria podía perturbar el mercado de capital, al inhibir la diversificación de cartera y la responsabilidad compartida de riesgo a niveles internacionales. En una conferencia de 1970, en Madrid, sobre áreas monetarias óptimas, él presentó dos estudios prescientes sobre las ventajas de las

monedas comunes. Tal vez en parte porque los trabajos de la conferencia no fueron publicados sino hasta 1973, esos estudios fueron opacados por sus obras maestras de los años sesenta.

El primero de estos estudios posteriores intitulado “Argumentos poco comunes sobre monedas comunes” tiene un gran interés intrínseco porque ya desde una época muy temprana enfatizaba la naturaleza de enfoque prospectivo del mercado cambiario, que fue después trabajado con mayor detalle analítico por sus estudiantes. Véase, por ejemplo, Frenkel y Mussa [1980]. En sí, el estudio da cuenta de la primera idea de Mundell, consistente en que los choques asimétricos –es decir, aquellos en los que una perturbación inesperada en el producto nacional afecta a un país de manera diferente a como lo hace en otro– socavan los argumentos a favor de una moneda común.

En lugar de eso, Mundell [1993a] demostró la forma en que el hecho de tener una moneda común entre países puede mitigar tales choques mediante un mejor uso conjunto de las reservas y una mejor diversificación de cartera. Si se cuenta con una moneda común, un país que sufre un choque adverso puede compartir mejor la pérdida con un socio comercial, puesto que ambos países tienen derechos sobre la producción de cada uno de ellos. Sin embargo, dentro de un esquema de tipo de cambio flexible, sin esa diversificación de cartera, un país que enfrenta un choque adverso y se encuentra en proceso devaluatorio se encuentra ante el hecho de que sus activos en moneda doméstica compran menos en los mercados mundiales. El costo de tal choque, está ahora más encerrado en el país en el que el choque se originó. Tal como el Mundell maduro señala:

Una mala cosecha, huelgas o una guerra en alguno de los países genera una pérdida de ingreso real, pero el uso de una moneda común (o reservas en divisas) permite al país deshacerse de sus tenencias monetarias y mitigar el impacto de la pérdida, girando sobre los recursos del otro país, hasta que el costo del ajuste haya sido eficientemente esparcido en el futuro. Si, por otra parte, los dos países usan monedas separadas, con tasas de interés flexibles, la pérdida completa la tiene que asumir uno solo; la moneda común no puede servir como una forma de absorber el choque para la nación en su conjunto excepto en la medida en que la capacidad de deshacerse de las monedas inconvertibles en los mercados extranjeros atraiga entradas de capital especulativo a favor de la moneda que se está depreciando.

[Mundell, 1973a, p. 115]

El segundo estudio de Mundell, “Un plan para una moneda europea” [1973b], deja en claro su entusiasmo inicial sobre el gran experimento europeo. Con el formal advenimiento del euro el primero de enero de 1999, el Mundell de enfoque prospectivo

expresado en los trabajos de Madrid “triunfó” sobre su forma keynesiana como originador de la teoría de las áreas monetarias óptimas. Sin embargo, es el progenitor de ambas partes del debate.

#### **IV. La actualización del argumento de Mundell sobre la responsabilidad compartida del riesgo: un enfoque axiomático**

Mundell [1973a]; al desarrollar su modelo formal de responsabilidad compartida de riesgo, no hizo ninguna distinción entre dinero, bonos o acciones. De hecho, su análisis procedió como si el único activo financiero fuera alguna forma de dinero. Y consideró que los riesgos sólo surgían del lado de la oferta, es decir, donde los choques de oferta afectan las producciones nacionales de manera diferente. En este contexto, el argumento anterior sobre responsabilidad compartida de riesgo es decepcionantemente simple. Sin embargo, tal como veremos, si el dinero es el único activo financiero, es decir, no hay bonos ni acciones, entonces la responsabilidad compartida de riesgo entre los dos países será todavía incompleta aún cuando estén juntos por una moneda común.

Primero, no obstante, permítasenos preguntar si la responsabilidad compartida de riesgo internacional “completa” para choques de oferta diferencial –entre regiones o países– es posible que se dé alguna vez. Desde un punto de vista puramente teórico, uno podría imaginarse una economía tipo Arrow–Debreu con un conjunto completo de títulos contingentes *a lo largo y ancho del país*, es decir, contratos de seguros con todo especificado en términos reales. Si el país A experimentara una caída en su producción a causa de algún desastre natural específico, sería entonces compensado por el país B, y viceversa. Similarmente si la producción aumentara fortuitamente en el país A, habría un contrato especificando que ese superávit se comparta con el país B.

Sin embargo, una economía tipo Arrow–Debreu no puede existir realmente. Además de estar inhibida por una complejidad abrumadora derivada del hecho de hacer dichos contratos contingentes, cualquier contrato realmente negociado estaría sujeto al riesgo de negligencia (*moral hazard*). En los contratos de seguros Arrow–Debreu, el significado preciso de cada estado de la naturaleza que requiera un pago particular deberá estar preespecificado. De otra forma los países (la gente que los habita) disminuirán su esfuerzo de trabajo, reducirán la producción y tratarán de aplicar alguna (falsa) reclamación de seguro sobre un vecino.

Sea como sea, supóngase que estos problemas de complejidad y de riesgo de negligencia que se

da al elaborar tales contratos a futuro pudieran resolverse. Eso quiere decir que un conjunto completo de tales títulos de estado de contingencia sobre los recursos reales sería negociable realmente tanto dentro de la economía doméstica como para comerciar con los países vecinos. ¡Entonces, el dinero mismo se volvería redundante! No tendría caso cargar reservas en efectivo hacia el futuro ya sean en moneda local o en divisas.

Los acuerdos cambiarios nominales, ya sean de tipo fijo o flotante, no importarían. En este completo modelo Arrow-Debreu todos los recursos “reales” actuales y futuros habrían quedado completamente negociados en el primer período de negociación.

En lugar de eso, la naturaleza de los activos financieros disponibles para compartir riesgo entre países necesita quedar cuidadosamente restringida. Para preservar relevancia empírica permítaseme proponer el siguiente conjunto de tres axiomas restrictivos que todo modelo debería satisfacer.

i) *No debe haber títulos contingentes sobre el estado de la naturaleza:* aunque existan mercados de seguros privados a nivel microeconómico, los riesgos individuales pueden diversificarse ampliamente. No así al nivel macroeconómico cuando amplios choques de oferta afectan a las naciones de manera diferente.

ii) *Todos los activos financieros son nominales:* esto quiere decir que su único valor intrínseco es monetario. No hay bonos “reales” (o indizados) nacionales o internacionales.

iii) *Dinero fiduciario estable:* las autoridades monetarias luchan –tal vez imperfectamente– para estabilizar el poder adquisitivo de cada moneda doméstica en términos de una amplia canasta de servicios y bienes consumibles. En economías no diversificadas con uno o dos productos principales, las autoridades se fijarían en una amplia canasta de bienes importables como su objetivo de nivel de precios.

Estos axiomas están interrelacionados simbólicamente. Según Arrow y Debreu, no se necesita el dinero estable si existen bonos “reales” o un conjunto completo de títulos contingentes sobre la producción real. Sabemos, sin embargo, que en la práctica virtualmente no se emite en la realidad ningún bono con contingencia-estado, y que no hay emisiones privadas de bonos “reales” indizados.

En contraste, los mercados amplios de bonos nominales *no contingentes*, que son aquellos cuyos rendimientos se fijan en términos monetarios sin

considerar los estados de la naturaleza, existen en gran escala, pero sólo porque los compradores y vendedores creen que la autoridad monetaria nacional está comprometida con el dinero estable. Un tenedor de un bono nominal de interés fijo necesita reasegurarse *ex ante* que el poder adquisitivo del bono, a su valor nominal, sea conocido, al menos aproximadamente. De otra forma, los mercados de bonos a largo plazo amplios y profundos no pueden existir.

Finalmente, los modelos teóricos de economías abiertas con solo uno, o dos, o incluso tres bienes, naturalmente que violan el axioma del dinero estable. En tales modelos, los precios en moneda doméstica de estos pocos bienes –a menudo solo un bien doméstico– varían sustancialmente en respuesta a algún choque de oferta o variación en el tipo de cambio. Sin embargo, eso es inconsistente con el hecho de tener una demanda determinada para cada moneda doméstica. Las personas solo mantendrán dinero si existe una amplia diversidad de bienes producidos internamente o en el extranjero, cuyo precio promedio defina el poder de compra del dinero (obviamente estoy considerando economías altamente inflacionarias como candidatas a incorporarse a cualquier clase de régimen de tipo de cambio fijo cooperativo). En una economía de un solo bien, literalmente hablando, la gente no tendría incentivo alguno para mantener dinero.

Por supuesto, nuestro axioma del dinero estable no considera la posibilidad de cambios importantes en los precios internos *relativos* de bienes particulares o en términos de intercambio internacionales, o flexibilidad cambiaria (limitada). Pero amplios cambios discretos, o saltos, en el poder adquisitivo del dinero interno o extranjero no están considerados.

Bajo estos tres axiomas restringidos que limitan el empuje potencial de los activos financieros disponibles (en comparación con el empuje ilimitado en una economía Arrow-Debreu) ¿qué puede decirse de las posibilidades de la responsabilidad compartida de riesgo internacional frente a choques del lado de la oferta bajo arreglos cambiarios alternativos? Para simplificar la discusión, considérense los mercados de capital como si contuvieran sólo un activo financiero a la vez. Considérese de uno en uno dinero, bonos y acciones.

## V. Dinero y reservas cambiarias oficiales

Ante choques de oferta correlacionados imperfectamente, el argumento teórico original de Mundell (1973a) –en el que “el dinero” es el único activo financiero– todavía se sostiene. Cuando dos países compartían una moneda común, Mundell suponía

que el acervo completo de dinero mantenido de forma privada en el país A podría utilizarse como títulos de propiedad sobre los recursos del país B en los casos en que A sufriera una repentina reducción de su producción y viceversa. Ante tipos de cambio flexibles, sin embargo, el dinero mantenido privadamente en un país no sería un título de propiedad automático sobre los recursos del otro, al menos no a la par.

En ausencia de una moneda común, sin embargo, los gobiernos solo podrían asegurar que el acervo de dinero doméstico nacional mantenido privadamente sería completamente convertible en divisas a un tipo de cambio fijo a base de conservar reservas cambiarias oficiales, posiblemente a gran escala. Entonces las emisiones de dinero nacional estarían completamente respaldadas por activos en moneda extranjera, tal como cuando uno de ellos adopta una junta monetaria.

Sin embargo, aún si el acervo doméstico de dinero estrecho, digamos  $M_1$ , está completamente respaldado por divisas, simplemente no es suficientemente “grande” para una sustancial responsabilidad compartida de riesgo internacional. Ching y Devereux (2000a) derivan dicho resultado de manera más formal en el contexto de un modelo en el que el dinero es el único activo en países que conforman una unión monetaria. Pero eso es intuitivamente obvio. La cantidad de dinero estrecho que las empresas individuales y los hogares desean mantener como medios domésticos de pago es pequeña, en relación con sus acervos totales de bonos y acciones, e incluso pequeña con respecto al acervo total de liquidez a corto plazo de la economía. En Estados Unidos el acervo de  $M_1$ , moneda y cuentas de cheques, es inferior a una quinta parte del acervo total de activos líquidos del sector privado ( $M_3$ ), que también incluye fondos mutualistas de mercado de dinero, papel comercial y valores del tesoro a corto plazo. E incluso, aun más estrecha, la base monetaria estadounidense –moneda y reservas de los bancos comerciales mantenidas en el Sistema de Reserva Federal– es menor a la mitad de  $M_1$  o de sólo el 5.4% del PIB estadounidense.

Está claro que para economías financieramente sofisticadas, hay que considerar una gama más amplia de activos financieros o vehículos para una diversificación internacional de cartera.

## VI. Diversificación internacional en tenencias de bonos y el problema del principal-agente

Definamos de una manera muy amplia el concepto de “bonos” de interés fijo, a fin de incluir virtualmente a todos los activos financieros que no son ni

dinero estrecho ( $M_1$ ) ni acciones. (Puesto que sus rendimientos son variables, las acciones comunes podrían considerarse instrumentos financieros naturales para la responsabilidad compartida de riesgo internacional, y las consideraré por separado más adelante.) Por lo tanto, nuestra definición de un bono incluye depósitos a plazo en bancos y letras comerciales, lo mismo que hipotecas y bonos gubernamentales o corporativos.

Un aspecto clave del mercado de bonos es que la mayoría de los “bonos” mantenidos por los hogares no son títulos primarios sobre prestatarios finales. En lugar de ello, la mayoría de dichos títulos son títulos indirectos intermediados a través de instituciones financieras (bancos, fondos de mercado de dinero, fondos de pensiones, compañías aseguradoras, etc.). Y el tamaño de estas tenencias es sumamente amplio en comparación con el dinero estrecho. Bajo esta definición amplia, las tenencias de bonos, directas e indirectas, ascienden a una cifra cercana al 200% del PIB de Estados Unidos. Es por ello que si diferentes regiones (naciones) sufren choques asimétricos de oferta a las producciones regionales, el riesgo de incumplimiento en el mercado de bonos es potencialmente sustancial.

En principio, sin embargo, gran parte de este riesgo de incumplimiento puede compartirse a través de una diversificación de cartera entre varias regiones. De hecho, en regiones que tienen solo uno o dos productos, la diversificación desinhibida de cartera mediante intermediarios financieros que representan hogares domésticos resultaría en que *la mayoría* de sus activos domésticos de tipo bonos serían títulos sobre extranjeros. Pero esto no forzosamente resultará en una salida neta de capital. Los extranjeros poseerían felizmente la mayoría de los bonos domésticos emitidos por cualquier (pequeña) economía de un solo producto en la medida que el resto de su cartera esté bien diversificada fuera de la economía en cuestión, por lo tanto, generarían entradas de capital compensadoras. De hecho, cuanto menos diversificada esté la economía local en su estructura de producción, más *gana en reducción* de riesgo al quedar conectada a un mercado de bonos más amplio de economías circundantes muy diferentes a ella misma.

Sin embargo, hay problemas en este paraíso potencial. A menos que estas unidades económicas diversas queden conectadas de manera segura mediante una moneda común, la incertidumbre cambiaria –es decir, riesgo monetario– inhibirá la responsabilidad compartida de los riesgos de incumplimiento.

A primera vista, no es obvio el porqué la presencia del riesgo monetario deberá inhibir la diversificación de la cartera internacional entre hogares

y firmas no financieras. Por el contrario ¿no es el riesgo cambiario sólo otro riesgo que los tenedores de bonos domésticos podrían diversificar por fuera? De hecho, si los futuros poderes de compra de varias monedas nacionales fueran (simétricamente) inciertos ¿no se le daría a los hogares que buscan evitar riesgo en cualquier país, un incentivo adicional (más allá de su preocupación por limitar los riesgos de incumplimiento) para mantener bonos denominados en monedas extranjeras?

Pero, para la diversificación de riesgo internacional o incluso doméstico, los hogares difícilmente podrían manejar directamente su propia cartera de bonos. Perderían todas las bien conocidas economías de escala, aún la recolección de información de expertos, relacionadas con reparto de riesgo por parte de intermediarios financieros. Por lo tanto, un hogar preferiría mantener títulos generales con un rendimiento monetario fijo que sean, digamos, un título indirecto sobre una cartera de préstamos bancarios. Similarmente, los hogares que buscan seguros preferirían una anualidad fija en términos nominales, más que mantener directamente una participación prorrateada de los activos de la compañía aseguradora.

Para reflejar esta fuerte regularidad empírica, supongamos que todas las tenencias de “bonos” por parte de los hogares son indirectas, es decir títulos generales sobre intermediarios financieros. Entonces, el resultante *problema principal-agente* se convierte en la clave para entender porque se observa tan poca diversificación internacional en el caso de las tenencias de “bonos” a lo largo de los países que no están unidos por una moneda común. El hogar (el principal) no puede monitorear o controlar las decisiones de inversión individuales hechas por el intermediario financiero (el agente). Por ello, comprar títulos del intermediario financiero –tales como certificados de depósito– cuyo valor nominal está fijo en términos monetarios y, en economías no inflacionarias en las que las monedas extranjeras no circulan paralelamente a las monedas domésticas, la forma más simple de establecer el valor nominal del pago, es decir el pasivo del intermediario, es escoger el dinero doméstico como numerario único. Por lo tanto, yo planteo la hipótesis de que *el valor nominal fijo de los bonos mantenidos por las personas domésticas de las naciones a lo largo y ancho de todo el mundo está ampliamente denominado en moneda (nacional) local.*

Pero la demanda de los hogares buscando tener sus activos no contingentes fijos en la moneda nacional plantea problemas para los intermediarios financieros, quienes deben eventualmente convertir bien estos títulos. Dentro del limitado dominio definido por la moneda nacional, los intermedia-

rios que evadan riesgos pueden luchar libremente para diversificar sus propias carteras de activos con el objeto de limitar el riesgo de incumplimiento. Sin embargo, si cruzan fronteras monetarias haciendo préstamos, se encuentran luego a sí mismos en la incómoda posición de tener pasivos con valores nominales fijos, denominados en la moneda doméstica, cuando (algunos de) sus activos están denominados en monedas extranjeras. De esta forma, en los mercados de divisas, si la moneda doméstica de repente se aprecia con respecto a todas la demás, tal intermediario financiero podía caer en bancarrota. Es por ello que surgieron varias reglas empíricas regulatorias, especialmente para los bancos, obligándolos a cubrirse a fin de limitar el alcance de su exposición neta en divisas. Aunque el riesgo cambiario a corto plazo puede quedar cubierto con algún costo, las tenencias de largo plazo de bonos extranjeros son menos manejables para poder quedar cubiertas. Un fondo de pensión británico con pasivos de anualidades a largo plazo fijados en libras esterlinas se inclinaría fuertemente a sostener activos de rendimiento fijo en libras esterlinas a un plazo largo similar a su vencimiento.

La verdad es que la presencia del riesgo monetario inhibe la diversificación de cartera internacional en mercados de bonos diseñados para compartir riesgos de incumplimiento que surgen de choques de oferta asimétricos. En la medida en que las regiones pequeñas están más especializadas en lo que ellas producen y por lo tanto están sujetas a choques de producción ideosincráticos, sufrirían más si dejan que sus tipos de cambio floten. En regímenes de tipo de cambio flexible, la incapacidad de una región pequeña de diversificar fuera sus riesgos de incumplimiento podría dar lugar a un mayor riesgo en la prima de riesgo doméstico en toda la estructura de sus tasas de interés.

Pero gran parte de la literatura sobre áreas monetarias óptimas ha argumentado simplemente lo contrario. Además de Peter Kenen, a quien ya se citó anteriormente, otros autores han cuestionado si las regiones o las naciones que están muy especializadas en su producción deberían ceder el control sobre su política monetaria y tipos de cambio. Como Jeffrey Frankel (1999) ha señalado, Barry Eichengreen [1992] y Paul Krugman [1993] han ido un poco adelante y se han preocupado de que aún una unión económica y monetaria exitosa puede convertirse cada vez menos en un área monetaria óptima al pasar el tiempo en la medida en que sus regiones de manera natural se van tornando más especializadas en lo que producen. Eichengreen y Krugman señalan que la producción industrial está ahora mucho más especializada a tra-

vés de los estados de Estados Unidos que a través de las naciones estado europeas, y que estas últimas se volverán más especializadas como resultado del gran éxito de la Unión Económica Europea. Como lo informó Frankel [1999] lo que Eichengreen y Krugman esencialmente están planteando es que una entidad económica puede no cumplir con los criterios para volverse una OCA *ex post*, aun cuando los haya satisfecho *ex ante*. De hecho Krugman sugiere que:

La teoría y la experiencia de Estados Unidos sugiere que las regiones (EC) se volverán cada vez más especializadas, y que a medida que se vayan volviendo más especializadas se volverán más vulnerables a choques específicos de región. Las regiones serán por supuesto, incapaces de responder con una política monetaria o cambiaria contra-cíclica.

[1993, p. 60]

Claramente, Eichengreen y Krugman fueron (¿son?) todavía esclavos del Mundell de 1961 y de la falacia de la sintonización. Pero, una vez que la diversificación de la cartera a través de la responsabilidad compartida de riesgo está debidamente ponderada, el caso de una unión monetaria, se vuelve aún más fuerte a medida que las partes constitutivas de la subyacente unión económica se vuelven más especializadas en lo que ellas producen. ¡Presumiblemente, la ganancia de productividad derivada de una mayor especialización regional sea uno de los mayores beneficios de tener una unión monetaria y económica en primer lugar!

## VII. Asimetría monetaria: el centro y su periferia

Dado que algunos países son pequeños y por lo tanto están naturalmente más especializados en su producción, hemos planteado la hipótesis de que ellos tienen más que ganar de la especialización económica, si está complementada por la desinhibida diversificación de cartera por dos vías, lograda gracias a estar en un área monetaria grande. Entre diversos países, el riesgo en cada país podría por lo tanto reducirse. En línea con la teorización pasada sobre áreas monetarias óptimas, no hicimos mayores distinciones entre monedas “fuertes” y “débiles”.

Sin embargo, el tamaño y el grado de especialización no son todo. Dentro de cualquier sistema monetario internacional con una mezcla de monedas nacionales, se desarrollará una asimetría natural. Una moneda nacional se convierte en el vehículo o la enésima moneda que facilita el intercambio internacional y reduce los costos de las transacciones interbancarias entre las otras N monedas (Mundell 1968, McKinnon 1979). Después de la

Segunda Guerra Mundial, el dólar de Estados Unidos jugó, y aún juega, este servidor papel a lo largo y ancho de la economía mundial. (Ahora, la principal excepción es el casi independiente dominio monetario del recientemente creado euro—incluyendo su periferia de pequeños países al este.) Una vez que se han establecido en este papel servidor, las economías de escala y los efectos de red son suficientemente fuertes para preservar “indefinidamente” la posición central del país N.

Esta asimetría monetaria puede involucrar algo más que la simple facilitación de las transacciones cambiarias entre bancos. Dado que esta enésima moneda también tendrá un amplio uso en los envíos del comercio exterior de mercaderías, los otros N-1 países tratarán de anclar sus propios niveles de precios a base de vincularse a la moneda central si su poder de compra es estable, es decir, que el país central ha tenido éxito en la estabilización de su propio nivel de precios. Tener esta *ancla nominal* común es también una forma de establecer la estabilidad cambiaria mutua en cualquier región en la que el comercio con los países vecinos es importante. En los años cincuenta y sesenta, el dólar jugó este papel de ancla en Europa y en todas partes. Pero debido a que el poder de compra del dólar se depreció (la inflación de precios en dólares era alta) desde los años setenta hasta los años ochenta dentro de Estados Unidos este papel de ancla central se desvió hacia el marco alemán, cuyo poder adquisitivo era entonces más estable que el del dólar.

¿Es este enfoque de moneda clave para fijar tipos de cambio una vía satisfactoria para implementar un área monetaria óptima? Haber dejado que la Unión Europea fuera una zona del marco alemán fue todo lo mejor para impartir una mayor estabilidad en el nivel de precios doméstico y en el tipo de cambio entre sus miembros. Sin embargo, este enfoque de moneda clave tiene un serio reflujo. La distinción entre una moneda central fuerte y otras monedas débiles en la periferia es más grave de lo que los “fundamentales” básicos, es decir: inflación previa menor en Alemania que en Italia, pueden garantizar. La simetría en los acuerdos cambiarios en sí mismos magnifica (¿agrava?) la distinción entre una moneda central fuerte y monedas débiles en la periferia, ya sea dentro de la Europa pre-euro con el viejo marco alemán o en el resto del mundo con el dólar de hoy en día.

Puesto que la moneda central se vuelve el medio de pago definitivo (o último) del sistema, adquiere también la cualidad de volverse un activo tipo paraíso seguro, al que la gente vuela cuando se altera el equilibrio macroeconómico en cualquiera de los países periféricos. Esta asimetría monetaria signifi-

ca que permaneciendo todo lo demás constante, las primas de riesgo sobre bonos denominados en cualquiera de las monedas periféricas emitidas por los países no acreedores, serán mayores –y probablemente la estructura de plazos del financiamiento será menor– entonces para bonos denominados en la moneda del país central. Y esta asimetría naturalmente se refuerza a sí misma. Puesto que las fugas de capital periódicas hacia el país central desestabilizan la demanda de cualquier moneda de país periférico, el manejo macroeconómico de la periferia es más difícil. Una amenaza que está siempre presente es la devaluación forzada.

Por el contrario, la administración macroeconómica en sí misma en el país central se vuelve más fácil. Cuando hay problema en casa, los ciudadanos nacionales domésticos no ven otro activo fundamental hacia el cual quieren volar. Si sus autoridades cometen errores o se ven confrontadas con un trastorno macroeconómico inesperado, tienen una línea de crédito más larga con el resto del mundo que suaviza las presiones para devaluar la moneda. Por ejemplo, para ayudar a financiar los abultados déficit fiscales surgidos de la reunificación alemana de 1991, Alemania podía girar automáticamente sobre una gran línea de crédito en *marcos* de otros países europeos porque todos eran parte de la zona del marco alemán.

De hecho, los bonos emitidos por el país central –tales como los bonos del tesoro (*Treasuries*) de Estados Unidos en la zona del dólar, es decir todos los demás lugares excepto Europa– están ampliamente aceptados como el activo “libre de riesgo en los mercados internacionales de capital. Las emisiones de bonos privados y soberanos de otros países que no son Estados Unidos están calificadas por Moody’s o Standard & Poor con relación a los bonos del tesoro de Estados Unidos. Concomitantemente, las primas de riesgo en tasas de interés a mediano y largo plazo se miden con respecto a las de los bonos del tesoro de Estados Unidos como parámetro. Las primas de riesgo de instrumentos financieros a más corto plazo se miden con respecto a la tasa LIBOR (*London Interbank Offer Rate*) en dólares. Por lo tanto, Estados Unidos puede en lo colectivo, si así lo escoge, vender valores denominados en dólares sobre sí mismos, a extranjeros sobre bases netas casi indefinidamente, como resultado del déficit en cuenta corriente estadounidense actual que ya lleva veinte años (McKinnon 2001b).

En contraste, es típico que todo país “periférico” fuertemente endeudado no puede pedir prestado internacionalmente en su misma moneda sin pagar una prima de alto riesgo en sus tasas de interés. Y toda acumulación de pasivos en moneda extranjera (usualmente en la moneda clave, es decir, dóla-

res) debe ser finita. De lo contrario, si el repago de esos pasivos en dólares se pone en duda, el país periférico encontrará su propia moneda bajo ataque.

El resultado final es que la relativa facilidad con la que el país que emite la moneda central o clave puede pedir prestado en los mercados internacionales de capital, hace más fácil mantener la estabilidad de precios en casa. Esto a su vez fortalece su reputación como un paraíso fiscal en comparación con su periferia y por lo tanto se completa un círculo virtuoso. Pero la asimetría monetaria para el sistema en su conjunto se exagera. Los países periféricos quedan con incertidumbre cambiaria residual y con tasas de interés más elevadas. Por lo tanto, en un área monetaria óptima que utiliza una moneda clave para fijar tipos de cambio, queda aun impedida la diversificación internacional de cartera en el mercado de capital –particularmente en el mercado de bonos– aunque menos que si el tipo de cambio fluctuara libremente.

#### **VIII. Acuerdos cambiarios sin ancla: un teorema de imposibilidad**

¿No sería posible escaparse de esta “teoría” de asimetría monetaria que surge del enfoque de moneda-clave a base de optar por acuerdos cambiarios entre países que son puramente más simétricos? Una vez que un número dado de países eran calificados como un área monetaria óptima, la literatura antigua parecía sugerir que los tipos de cambio podían fijarse por acuerdo mutuo. De hecho, de vez en cuando, esta creencia había tenido un efecto significativo en la forma en que eran conducidas las negociaciones cambiarias.

Desde la ruptura final de las paridades smithsonianas del dólar en 1973, ha habido numerosas propuestas de cooperación internacional para restablecer un régimen de “paridad” o “monedas vínculos para una canasta” (*basket pegs*) para limitar la volatilidad de los tipos de cambio efectivos. Pero, con la importante excepción de la unificación monetaria europea, todas las demás se han convertido en nada. *El meollo del problema es que estas propuestas han aspirado a la estabilización cambiaria mutua sin primero establecer un ancla nominal común.* Este error de omisión es en parte político y en parte conceptual.

El problema conceptual –de tratar de lograr un acuerdo cambiario sin especificar un ancla nominal, y el de tratar a todos los países participantes en el acuerdo simétricamente– es básico. Desde 1973, esta ha sido la piedra angular en la que se han apoyado todos los intentos de alcanzar acuer-

dos para estabilizar tipos de cambio –a la vez que se han retenido medidas de soberanía– monetaria nacional. Para expresar este punto analítico, permítasenos discutir sólo dos casos históricos que se señalan a continuación:

- i) el intento post-smithsoniano que emprendieron gobiernos de los países industriales y de muchos países en desarrollo para reestablecer paridades oficiales de los tipos de cambio simétricamente, es decir a base de no hacer resurgir oficialmente al dólar como moneda clave, lo que culminó en la fallida conferencia de Nairobi en 1974 (Williamson, 1977), y
- ii) en Asia oriental, en los años noventa hacia el nuevo milenio, la repetida defensa de las monedas vinculadas en forma de canasta, a las que varios economistas (Williamson, 1999, Ogawa e Ito, 1999) y el gobierno japonés denominaron a veces tipos de cambio ponderados por comercio.

Ambos esfuerzos fracasaron, pero no por falta de voluntad política, sino porque lo que se esperaba que hicieran los negociadores bien intencionados era lógicamente inconsistente. Estaban abrumados con el diseño de un plan para estabilizar los tipos de cambio sin haber llegado simultáneamente a un acuerdo sobre un ancla nominal común, y vinculadora, para las políticas monetarias domésticas. Tampoco reconocieron ellos por completo que solo N-1 de los N países que forman parte del acuerdo podría tener una elección independiente para sus tipos de cambio. Algún país tenía que jugar el papel del país N con una política cambiaria pasiva, pero con el tamaño y la credibilidad monetaria suficientes para estabilizar su propio nivel de precios de manera independiente. De ahí la imposibilidad de un acuerdo cambiario simétrico puro.

En la ausencia de un patrón metálico políticamente neutral anclado en el oro ó la plata, la única alternativa real es escoger una moneda nacional como el ancla del sistema. Sin embargo, ante la ausencia de una integración política a escala plena como es el caso al interior de Estados Unidos, la apariencia de subordinar la soberanía monetaria nacional a un país ancla adoptivo es políticamente inaceptable. De hecho en los años cincuenta y sesenta, la gran ventaja del acuerdo de Bretton Woods era que proporcionaba igualdad entre los miembros en lo que esencialmente era un patrón dólar. Cada gobierno nacional podía mantener su paridad dólar con un mayor sentimiento de equanimidad política.

## IX. La EMU y el mercado de bonos denominados en euros

El gran éxito de la Unión Monetaria Europea fue moverse más allá de la zona asimétrica del marco alemán hacia una moneda común que está sorprendentemente balanceada tanto en el sentido económico como en el político. La EMU está cerca del ideal de permitir la diversificación de cartera sin obstáculos para una responsabilidad compartida de riesgo internacional. Sin embargo, la verificación sistemática de esta proposición de manera empírica es una tarea importante que está más allá del alcance de este estudio. No obstante, el gran experimento natural –la abolición de 11 monedas nacionales en Europa a favor del euro, en enero de 1999– es muy revelador.

Dentro de la Europa del euro (Eurolandia), las emisiones privadas de bonos denominados en euros crecieron explosivamente después del 1º de enero de 1999. Las emisiones globales de bonos en euros en la primera mitad de 1999 fueron ochenta% mayores que una tabulación de emisiones de bonos en el legado de antiguas monedas durante los primeros seis meses de 1998 (Capital Data, 1999). De manera sorprendente, la emisión de bonos *corporativos* denominados en euros fue casi cuatro veces mayor en 1999 en comparación con 1998. ¿A qué se debe esta importante diferencia?

En el régimen anterior al euro, el marco alemán era rey, la moneda europea central o el paraíso seguro del grupo. En efecto, Europa estaba bajo un patrón monetario común basado en una moneda clave, en el que otros países europeos trataban, con cierta incertidumbre, de mantener estabilidad cambiaria rente al marco. Por lo tanto, las corporaciones privadas en los países europeos de la periferia financiera de Alemania, tales como Italia, Portugal y España, que principalmente emitían bonos en liras, escudos y pesetas respectivamente, sufrían riesgos cambiarios frente a los emisores alemanes de bonos denominados en marcos. La prima de riesgo resultante, es decir, las tasas de interés más elevadas, particularmente a mayores plazos en estos países mediterráneos, mantenía el financiamiento a corto plazo y muy basado en bancos. Por ejemplo, a principios y a mediados de los años noventa, las tasas de interés de los bonos denominados en liras italianas alcanzaban cinco puntos porcentuales más que los de los bonos denominados en marcos alemanes.

Después de enero de 1999, la extinción de estas riesgosas monedas “periféricas” ha permitido a las maniatadas firmas italianas, portuguesas y españolas (¿incluso francesas?) alargar la estructura de plazos de su endeudamiento mediante la emisión

de bonos denominados en euros, a mucho más bajas tasas de interés –ahora cercanas a las que pagan las empresas alemanas– al escapar de los controles de sus banqueros. Los bancos europeos, a su vez, están enloquecidos en la tarea de consolidar–aunque desafortunadamente solo a nivel nacional. Aun los gobiernos altamente endeudados de los países mediterráneos, salvo por la restricción del Acuerdo de Maastricht, pueden reestructurar sus grandes deudas gubernamentales (ahora denominadas en euros) a tasas de interés que están sólo a medio punto porcentual o, así de las que paga el gobierno federal alemán.

La *demanda* de bonos denominados en euros a largo plazo también se incrementó. Las compañías de seguros europeas y los fondos de pensión, al igual que los bancos, habían quedado confinados a mantener el grueso de sus activos denominados en la moneda doméstica a fin de adaptar sus pasivos en moneda doméstica. Pero con el paso a una moneda común, y para los antiguos países periféricos, una moneda más fuerte, estas instituciones financieras quedarán libres para diversificar y adquirir activos denominados en euros a nivel de Europa occidental, y de extranjeros que están deseando vender bonos denominados en euros en el mercado recién creado. Por lo tanto, la estructura de plazos de las finanzas corporativas de Europa occidental se está alargando con las más bajas tasas de interés que están reflejando el disminuido riesgo de cartera global.

En síntesis, en lo que concierne a la estimulación de la responsabilidad compartida de riesgo mediante bonos internacionales, la evidencia preliminar del gran experimento de Europa occidental –tanto en la demanda como en la oferta– muestra que una moneda común puede ser considerablemente mejor que un patrón monetario común basado en una moneda clave. En Europa central y oriental, los países usan al mismo euro como una moneda clave para asegurar la estabilidad cambiaria. Aunque la mayor estabilidad del nivel de precios y la seguridad cambiaria mutua de una política tal son todavía sustanciales, los beneficios completos de la diversificación internacional del mercado de bonos tendrán que esperar hasta el momento en que estos países se vuelvan parte de Eurolandia.

## X. Bolsas de valores y sesgo doméstico

Un rompecabezas empírico que perdura en la literatura financiera es el relacionado con el porqué los propietarios de acciones comunes parecen diversificar mucho menos a nivel internacional de lo que pareciera predecir un adecuado intercambio

entre riesgo y rendimiento, basado en un modelo de fijación de precios capital-activo (CAPM). Karen Lewis [1999] hace una buena revisión de esta amplia literatura. Mas lo que es sorprendente, al menos para este autor, es el poco énfasis que se le dio al riesgo monetario en sí mismo al explicar el sesgo doméstico.

Al computar medias, varianzas y covarianzas históricas, de rendimiento sobre el mantenimiento de acciones extranjeras en comparación con las estadounidenses, los autores típicamente trasladan todo a términos de dólares al tipo de cambio que prevalece durante el período en que los rendimientos extranjeros se calcularon. En estos estudios econométricos (a menudo muy elaborados), los riesgos industriales están por lo tanto completamente mezclados con los riesgos cambiarios.

Sin embargo, ante la ausencia de riesgo monetario *dentro* de un país como Estados Unidos, la bolsa de valores distribuye idealmente capital entre las empresas conforme a sus rendimientos y riesgos esperados en comparación con el mercado en general. Analistas altamente pagados se especializan en industrias particulares para estimar los futuros riesgos y rendimientos de una industria con respecto al mercado en general, y luego desagregan aún más para escoger las empresas ganadoras dentro de esa industria. Si hay ausencia de burbujas y quiebras en la bolsa de valores, todo esto es bueno y está bien para incrementar la eficiencia industrial.

Ahora, tomemos tal grupo de especialistas de la industria doméstica y amplíemos su campo para estudiar a las mismas industrias en un país extranjero, con su propio régimen monetario, al igual que las mismas industrias en ese país. Al seleccionar ganadores en el extranjero en comparación con los de casa, el riesgo cambiario ahora tiende a reducir la experiencia efectiva de nuestros analistas industriales. Al conjunto de información con el que normalmente trabajan se le mete ruido porque sus proyecciones de ganancia deben traducirse a dólares a través de una tipo de cambio incierto.

Este problema de ruido no se resuelve fácilmente mediante la contratación de especialistas cambiarios que proyecten el curso futuro del tipo de cambio. Dado que un tipo de cambio flotante entre un par de economías industriales se mueve de manera aleatoria, el tipo no puede predecirse con precisión alguna.

El resultado final es que los analistas industriales expertos y los administradores de cartera tienden a influenciar las decisiones y recomiendan, para cualquier industria, mantener menores tenencias de aquellas acciones comunes denominadas en monedas extranjeras que las que están denomina-

das en moneda local. En la cifra agregada de todas las industrias, por lo tanto, la tenencia de acciones extranjeras será inferior a la que proyectaría una aplicación mecánica pura de un modelo CAPM internacional. Este argumento de pérdida de experiencia técnica probablemente no es la única razón para el sesgo doméstico en tenencias de acciones internacionales pero es un candidato líder.

¿A qué conclusión podemos llegar si consideramos dinero, bonos y acciones en conjunto, respecto a la diversificación de activos para enfrentar choques de oferta asimétricos entre regiones y países? Claramente, bajo tipos de cambio flotantes, el riesgo monetario socavaría la responsabilidad compartida de riesgo internacional y disminuirá las tenencias entrecruzadas de los tres activos financieros. Pero aún un creíble tipo de cambio fijo entre cualquier par de países todavía dejará un riesgo monetario residual debido a la asimetría monetaria “natural” que se desarrolla.

La diversificación de activos completa mediante intermediarios financieros adversos al riesgo con márgenes de ganancia estrechos aún estaría inhibida. Sólo una moneda común convencerá a los intermediarios financieros a diversificar igual de libremente entre las fronteras nacionales como lo hacen entre las regiones del mismo país—tal como lo que quería el Mundell maduro (1973a).

### **XI. Choques de demanda agregada: una taxonomía posterior**

El Mundell joven y más keynesiano (1961) se enfocó hacia los choques de demanda asimétricos y hacia la necesidad de políticas macroeconómicas contracíclicas: “Supónganse cambios de demanda de productos del país B a productos del país A... con la necesidad de permitir una apreciación de la moneda de B para restringir la demanda agregada en B, y una depreciación de la moneda de A para estimularla en A” ¿Pero bajo qué circunstancias es probable que ocurran tales choques de demanda asimétricos?

*Economías industriales diversificadas:* Supóngase que A y B fueran economías industriales altamente diversificadas, digamos, Alemania y Francia, cada una produciendo miles de bienes con un gran traslape en líneas de productos. ¿Podrían la preferencias de los consumidores variar de repente en la forma que implica la acotación de Mundell? Es difícil imaginar que las preferencias de los consumidores podrían variar de repente en forma masiva, alejándose de miles de productos franceses para acercarse a miles de productos alemanes. La ley de

los grandes números en diversificación de productos quedaría al revés. Uno podría tal vez imaginarse un cambio de demanda más estrecho pasando de autos hacia motocicletas, pero eso no sería en particular de un país específico. Por lo tanto, en el caso de economías diversificadas, la necesidad de flexibilidad cambiaria para compensar la volatilidad en las preferencias de consumo es de poca importancia.

Aparte de cambios puros en las preferencias de los consumidores, hay otra clase de choque de “demanda” que los economistas como Harry Johnson (1972) solía imaginar que garantizaría un ajuste cambiario. Supóngase que el país A empezara a inflar la demanda agregada de forma tal que creara una inflación incipiente (o real). Una depreciación en marcha de la moneda de A se le acomodaría para evitar una pérdida en la competitividad internacional de A, en tanto que se hace obvia la necesidad de desinflación doméstica y una posible alza en el desempleo. Pero con la muerte de la Curva de Phillips, sabemos ahora que tal acomodamiento violaría el principio de la consistencia en la formulación de política, y simplemente conduciría a una mayor inestabilidad. A menos que el país en cuestión tenga una necesidad crónica de ingresos procedentes del impuesto inflacionario, mejor que se vea forzado a desinflar para mantener el tipo de cambio.

Este dilema, de deflacionar o no deflacionar para mantener la competitividad económica con los socios comerciales solo surge porque tienen regímenes monetarios separados. Bajo una moneda común, las tasas de inflación diferenciales no podrían persistir.

*Economías no diversificadas.* En particular, para fabricantes de productos primarios con términos de intercambio inestables, se plantea a menudo el argumento [véase Kenen 1969] de que los países retienen flexibilidad cambiaria —devalúan cuando los términos de intercambio se vuelven en contra suya— a fin de mejorar las fluctuaciones de ingreso resultantes. Pero este punto de vista tiene varios problemas.

En primer lugar, atar el tipo de cambio a los hogares de uno o dos productos primarios socavaría la diversificación de cartera privada y la responsabilidad compartida de riesgo internacional como se describe anteriormente. Los extranjeros no querían mantener títulos financieros sobre la economía doméstica si supieran que el tipo de cambio es volátil. Esta renuencia le dificultaría a los nacionales domésticos mantener títulos financieros sobre extranjeros sin que la economía como un todo estuviera registrando (un costoso) superávit en cuen-

ta corriente, es decir, permitiendo una salida neta de capital.

En segundo lugar, el valor líquido del dinero doméstico en sí mismo podría ser desigual. Si sólo se fabricara un producto domésticamente, digamos café (y el poder de compra del dinero doméstico estuviera atado al precio del café) la gente optaría por mantener monedas extranjeras para transacciones domésticas. En una economía que produce uno o dos bienes de exportación pero importa una canasta de bienes de todo tipo, la vía natural de satisfacer nuestro axioma de dinero estable es vinculando su moneda a la de un socio comercial altamente diversificado. De otra forma, los trabajadores estarían reticentes a aceptar salarios especificados en términos de la moneda doméstica prefiriendo hacerlo en moneda extranjera.

*La endogeneidad del criterio de OCA.* La presencia de choques de demanda asincrónicos, o generalmente fluctuaciones de ingreso asincrónicas, bien podría disminuir a medida que la integración comercial aumenta. Desde luego, bajo una moneda común, los choques de demanda asincrónicos serían mucho menores debido a la desaparición de políticas monetarias nacionales separadas. Como lo presenta Jeffrey Frankel [1999 p.24] para uniones monetarias recientes “El criterio de OCA puede satisfacerse *ex post* aún cuando no se cumpla *ex ante*”.

Pero antes de adoptar la solución algo draconiana de formar una unión monetaria, Frenkel y Rose [1998] muestran que la integración comercial en sí misma reduce la medida en la que las fluctuaciones de ingreso no se correlacionan, es decir, que son asincrónicas. Analizando 21 países industriales entre 1959 y 1993, ellos computarizaron primero correlaciones de cambios de ingreso entre cada par de países. Luego hicieron las regresiones de estos coeficientes de correlación a base de una medida de integración comercial para cada par. A lo largo de sus 21 países, los vínculos comerciales mayores se asocian con correlaciones mayores en las fluctuaciones de ingreso. En efecto, la globalización en la forma de mayor integración comercial parece estar empujando al mundo a ser potencialmente un área monetaria óptima gigante, idealmente con una moneda común única. Pero véase lo que se dice a continuación.

## XII. Resumen

Sólo hay dos buenas razones por las que cualquier país *no* esté en un régimen de moneda común o bajo un patrón monetario común con sus socios comerciales. (Un patrón monetario común es aquel

en el que los tipos de cambio fijo son sumamente confiables pero las monedas nacionales permanecen en circulación. El patrón oro de finales del siglo diecinueve es un buen ejemplo, como lo son los regímenes de moneda clave descritos anteriormente.)

La primera es que un país no podría participar ni en un régimen de moneda común o en un patrón monetario común si sus propias finanzas públicas estuvieran muy débiles. Si su gobierno necesita retener el control sobre la emisión de moneda, a fin de extraer más señoreaje monetario de su sistema financiero –posiblemente a través de la inflación– de lo que un régimen de moneda común le permitiría, entonces ningún régimen de tipo de cambio fijo resulta factible o aconsejable. De manera más sutil, mediante la posesión de un banco central propio, el gobierno se vuelve el prestamista preferido en los mercados de capital nacionales. Como solo el gobierno posee los medios necesarios para cancelar el endeudamiento que devenga intereses denominados en moneda doméstica, puede emitir otra vez la deuda pública a las tasas de interés más bajas en el mercado de capital doméstico [McKinnon, 1977]. Este acceso preferente a un mercado de bonos doméstico también le permite al banco central nacional actuar como un “prestamista de última instancia” para los bancos comerciales domésticos.

Por ejemplo, varios países de Europa central y oriental no tienen aún el suficiente control doméstico fiscal y financiero que les permita deshacerse de sus bancos centrales nacionales a fin de entrar a una Unión Monetaria más amplia. Como Mario Nuti (2000) sugiere, adoptar una junta monetaria puede no ser una satisfactoria casa a medio camino: el país pierde control sobre su banco central sin ganar acceso aún a la ventana de descuento del banco central para la unión monetaria más amplia.

La segunda es que no existe en el resto del mundo un patrón monetario suficientemente estable. Los socios comerciales naturales, por medio de los criterios de OCA, no son estables en sí mismos en un sentido monetario. A los doce miembros actuales de eurolandia les tomó varias décadas de intensas negociaciones sobre integración económica y limitaciones fiscales mutuas antes de que estuviera listo el escenario para que el Banco Central Europeo (ECB) pudiera emitir una moneda común que fuera confiable. Sin embargo, puesto que el euro está hoy firmemente establecido como patrón monetario europeo. Los países mucho más pequeños de Europa oriental y central tienen más incentivos para unirse a él.

Hoy en día, la voluntad política para una integración económica y monetaria plena con los paí-

ses vecinos simplemente no existe en ninguna otra parte. No obstante, un patrón monetario común basado en una moneda clave, al tener requerimientos políticos menos exigentes, podría permitir alcanzar muchos de los beneficios de una moneda común –aunque no todos– [McKinnon 1996]. Un patrón monetario común requiere dos condiciones clave interrelacionadas.

- i) En un horizonte de tiempo futuro a largo plazo existe algún mecanismo confiable de anclaje que permita que los países que se vinculen al patrón tengan éxito en la estabilización de los poderes de compra de sus monedas nacionales; y
- ii) La mayoría de los países, en particular los socios comerciales cercanos, se adhieran por ellos mismos de manera convincente al mismo patrón.

La gran ventaja del patrón oro radicaba en el hecho de que era internacional. A finales de la década de 1870 la mayoría de las economías que eran comerciantes significativamente importantes en el campo internacional lo había adoptado. Es más, proporcionaba un mecanismo de anclaje confiable para los niveles de precio nacionales hasta que fue interrumpido por la Primera Guerra Mundial en agosto de 1914. Esta falta de inflación persistente y la universalidad del patrón oro significaron que los tipos de cambio estaban fijados confiablemente y los mercados de capital estaban notablemente bien integrados desde 1870 hasta 1914. El gran inconveniente del patrón oro, desde luego, fueron las recurrentes crisis de liquidez derivadas de corridas del oro, que fueron la razón principal para el surgimiento de la Gran Depresión de los años treinta.

En el período moderno, el dólar de Estados Unidos sirve (casi) de ancla monetaria para la mayoría de los países fuera de Europa. Tiene la gran ventaja sobre el patrón oro del siglo XIX de ser una moneda administrada no convertible y, en el período moderno, no sujeta a corridas o a crisis de liquidez. Sin embargo, el patrón dólar tiene inconvenientes importantes.

En primer término, aunque la vinculación informal al dólar está muy difundida a corto plazo en Asia, en el Continente Americano y en gran parte de África [Calvo y Reinhart, de próxima aparición], estas vinculaciones (*pegs*) de tipos de cambio son “suaves” y les falta credibilidad (particularmente a largo plazo). En contraste, las paridades de oro acuñado en el siglo XIX eran muy confiables a largo plazo, aunque podían ocurrir suspensiones temporales de vez en cuando. Sin embargo, es la credibilidad a largo plazo en las paridades del tipo

de cambio lo que fue la clave de la destacada integración de los mercados de capital (principalmente en el de los bonos) a finales del siglo XIX [McKinnon, 1996]

En segundo término el moderno patrón dólar no es lo suficientemente universal para asegurar tipos de cambio estables. Argentina se vincula fuertemente al dólar, pero otros miembros del Mercosur no lo hacen. Así que aunque se considera que el Mercosur es un OCA, Argentina podría verse afectada por una repentina devaluación de Brasil. Similarmente, en las cada vez más integradas economías del Asia oriental de antes de la crisis de 1997, todos los países, excepto Japón estaban informalmente vinculados al dólar. Sin embargo, debido a los compromisos débiles o inexistentes con respecto a mantener sus tipos de cambio frente al dólar a largo plazo, todos eran vulnerables a inadvertidas devaluaciones del tipo “mendigarle a tu vecino”. No obstante el deseo de un patrón monetario común en Asia oriental es aún muy fuerte. Después de la crisis de 1997-98, la mayoría de los países de Asia oriental retornaron a la vinculación informal con el dólar en 1999 y 2000 [McKinnon 2001].

En conclusión, aparte de Eurolandia y de las movilizaciones para “eurorizar” Europa central y oriental las mejores esperanzas provisionales de las OCA regionales, tales como Asia oriental o América Latina, consisten en reconocer lo inevitable de la predominancia del dólar y trabajar hacia la racionalización de las reglas del juego del patrón dólar [McKinnon 1996 y 2001a], pero esa es historia para otro momento.

### Referencias bibliográficas

- Buiter, Willem H., *Optimal Currency Areas, Why Does the Exchange Rate Regime Matter?*, Scottish Economic Society Annual Lecture, Edimburgo, octubre de 1999.
- Calvo, Guillermo, y Carmen Reinhart, “Fear of Floating”, University of Maryland (Working Paper), *Quarterly Journal of Economics* (próxima impresión).
- Capital Data*, Aldwych House, Londres.
- Ching, Stephen, y Michael B. Devereux, *Mundell Revisited: A Simple Approach to the Costs and Benefits of a Single Currency Area*, HKIMR, noviembre de 2000b (Working Paper, n° 9/2000).
- Ching, Stephen, y Michael B. Devereux, *Risk Sharing and the Theory of Optimal Currency Areas: A Re-examination of Mundell 1973*, Hong Kong Institute for Monetary Research, HKIMR, noviembre de 2000a (Working Paper, n° 8/2000).

- Eichengreen, Barry, *European Monetary Unification: Theory, Practice, and Analysis*, The MIT Press, Cambridge (Mass.), 1997.
- Eichengreen, Barry, *Should the Maastricht Treaty Be Saved?*, Princeton University, diciembre de 1992 (Studies in International Finance, n° 74).
- Eichengreen, Barry, y Tamin Bayoumi, "Shocking Aspects of European Monetary Unification", en F. Torres y F. Giavazzi (eds.), *Growth and Adjustment in the European Monetary Union*, Cambridge University Press, 1993; reimpresso en Eichengreen *op. cit.*, pp. 73-109.
- Feldstein, Martín, "Europe Can't Handel the Euro", *Wall Street Journal*, 8 de febrero de 2000.
- Frankel, Jeffrey, *No single Currency Regime is Right for all Countries or at All Times*, Princeton University, agosto de 1999 (Essays in International Finance, n° 215).
- Frankel, Jeffrey, y Andrew Rose, "The Efficiency of the Foreign Exchange Market and Measures of Turbulence", *American Economic Review*, vol. 70, n° 2, 1980, pp. 374-81.
- Friedman, Milton, "The case for Flexible Exchange Rates," en *Essays in Positive Economics*, University of Chicago Press, Chicago, 1953, pp. 157-203.
- Johnson, Harry, "The Case for Flexible Exchange Rates, 1969", en *Further Essays in Monetary Economics*, Allen y Unwin, Winchester, 1992, pp. 198-222.
- Kenen, Peter, "The Theory of Optimum currency Areas: An eclectic View", en R. Mundell y A. Swoboda (eds.), *Monetary Problems of the International Economy*, The University of Chicago Press, Chicago, 1969, pp. 41-60.
- Krugman, Paul, "Lessons of Massachusetts for EMU", en F. Torres y F. Giavazzi (eds.), *Adjustment for Growth in the European Monetary Union*, Cambridge University Press, Nueva York, 1993, pp. 241-261.
- Lewis, Karen K., "Trying to Explain Home Bias in Equities and Consumption", *Journal of Economic Literature*, vol. 38, n° 2, pp. 571-608.
- McKinnon, Ronald I., "After the Crisis, the East Asian Dollar Standard Resurrected: An Interpretation of High Frequency Exchange Rate Pegging", en J. Stiglitz y S. Yusuf (eds.), *Rethinking the East Asian Miracle*, Banco Mundial y Oxford University Press, 2001, pp. 197-246.
- McKinnon, Ronald I., "Market-Preserving Fiscal Federalism in the American Monetary Union", en M. Blejer y T. Ter-Minassian (eds.), *Macroeconomic Dimensions of Public Finance: Essays in Honour of Vito Tanzi*, Routledge, Londres, 1997, pp. 73-93.
- McKinnon, Ronald I., "The International Dollar Standard and the Sustainability of the US. Current Account Deficit", *Brookings Papers on Economic Activity*, n° 1, 2001, pp. 217-26.
- McKinnon, Ronald I., *Money in International Exchange: The Convertible Currency System*, Oxford University Press, Nueva York, 1979.
- McKinnon, Ronald I., "Optimum Currency Areas", *American Economic Review*, vol. 53, septiembre 1963, pp. 717-24.
- McKinnon, Ronald I., *The Rules of the Game: International Money and Exchange Rates*, MIT Press, Cambridge, 1996.
- Mundell, Robert A., "A Plan for a European Currency", en H. G. Johnson y A. K. Swoboda, *The Economics of Common Currencies*, Allen and Unwin, 1973, pp. 143-72.
- Mundell, Robert A., "A Theory of Optimum Currency Areas", *American Economic Review*, vol. 51, noviembre de 1961, pp. 509-17.
- Mundell, Robert A., "Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates", *Canadian Journal of Economics and Political Science*, vol. 29, noviembre de 1963, pp. 475-85.
- Mundell, Robert A., "Uncommon Arguments for Common Currencies", en H. G. Johnson y A. K. Swoboda, *The Economics of Common Currencies*, Allen and Unwin, 1973, pp. 114-32.
- Mundell, Robert A., *International Economics*, Macmillan, Nueva York, 1968.
- Nuti, Mario D., *The Costs and Benefits of Euro-isation in Central-Eastern Europe Before or Instead of EMU Membership*, en Sixth Dubrovnik Economic Conference, en Exchange Rates and Financial Vulnerability in Emerging Markets, junio de 2000.
- Ogawa, Eiji, y Takatoshi Ito, "On the Desirability of a Regional Basket Currency Arrangement", CEPII-KIEP-ADBBI conferencia, Seúl, 1999.
- Williamson, John, "The Case for a Common Basket Peg for East Asian Countries", en S. Collignon, J. Pisani-Ferry, y Y. C. Park (eds.), *Exchange Rate Policies in Emerging Asian Countries*, Routledge, Londres y Nueva York, 1999.
- Williamson, John, *The Failure of International Monetary Reform, 1971-74*, Thomas Nelson and Sons, Londres, 1977.

# El objetivo de inflación en el contexto de los programas de ajuste apoyados por el FMI\*

Mario I. Blejer  
Alfredo M. Leone  
Pau Rabanal  
Gerd Schwartz

## I. Introducción

Desde el principio de su implementación hace pocos años, el personal técnico del Fondo Monetario Internacional (FMI) se ha comprometido en el asesoramiento del funcionamiento y efectividad del objetivo de inflación (*inflation targeting*) en los países miembros del FMI que adoptaron este esquema como su ancla de política monetaria. Sin embargo, como los objetivos de inflación fueron adoptados primero por varias economías industrializadas, este compromiso se circunscribió exclusivamente a la función de supervisión del FMI, es decir, era parte del análisis macroeconómico registrado durante las consultas anuales regulares entre el FMI y sus países miembros, y no se asociaba con las operaciones de préstamo del FMI.

En años recientes, sin embargo, una serie de economías de mercado emergentes han abandonado sus regímenes de tipo de cambio fijo y se han movido hacia un sistema de tipo de cambio flexible con un marco de objetivo de inflación explícito para política monetaria. En este contexto se tornó

cada vez más probable el hecho de que el FMI enfrentará una situación en la que será llamado a proporcionar asistencia financiera—y por lo tanto a ponerse de acuerdo en un programa financiero—con cualquier país que esté utilizando, o haya decidido adoptar objetivos de inflación como los componentes clave de su marco de política monetaria. De hecho, poco después de adoptar un régimen cambiario flotante a mediados de enero de 1999, las autoridades brasileñas anunciaron su intención de implantar un marco formal de objetivo de inflación y, en los meses que siguieron a continuación, el marco se implementó en el contexto del programa de ajuste con apoyo del FMI que estaba en marcha.

Estos desarrollos presentaron retos analíticos y prácticos particulares en términos de los procedimientos operativos del FMI en sus relaciones financieras con sus países miembros. El reto surgió de la necesidad de reconciliar el marco del objetivo de inflación con los aspectos conceptuales y prácticos de la *condicionalidad*. La condicionalidad es el arma utilizada por el FMI en sus programas financieros para establecer salvaguardas que incrementen la certidumbre de que sus recursos sólo se usan temporalmente. Esto, a su vez, implica la adopción de los así llamados *criterios de desempeño* (*performance*) es decir, objetivos cuantitativos formales para un número definido de variables acordadas entre el país miembro y el FMI. La evolución de estas variables está sujeta a verificación y el cumplimiento de dichos criterios es la condición para que se efectúe un desembolso. En el área de la política monetaria, los criterios de desempeño de los programas el Fondo se han fijado tradicionalmente en términos de límites cuantitativos específicos sobre la evolución de ciertas variables monetarias. Comúnmente se fija un piso para el nivel de las reservas interna-

\* Traduce y publica el CEMLA, con la debida autorización, el documento de trabajo del FMI, WP/01/31, de marzo de 2001, cuyo título en inglés es *Inflation Targeting in the Context of IMF-Supported Adjustment Programs*. Versiones anteriores del artículo se presentaron en las dos conferencias siguientes: “Un año de objetivo de inflación”, organizada por el Banco Central de Brasil, en Río de Janeiro, el 10-11 de julio de 2000; y “Diez años de objetivo de inflación: diseño, desempeño y retos”, organizada por el Banco Central de Chile, en Santiago de Chile, durante el 30 de noviembre-1º de diciembre de 2000. Los autores quieren dejar constancia de su agradecimiento a los valiosos comentarios y sugerencias recibidas de Teresa Ter-Minassian, Marianne Schulze-Ghattas, Sandy Mackenzie y a los participantes en las conferencias, así como a la excelente ayuda de investigación de Stella Chan. El FMI no se hace responsable de la presente traducción.

cionales netas (NIR) y se fija un techo para los activos domésticos netos (NDA) del banco central.

A primera vista, por lo tanto, parecería como que el marco de objetivo de inflación, por la naturaleza misma de sus procedimientos operativos, puede no ser compatible con el marco tradicional de condicionalidad monetaria generalmente incorporado en los programas de ajuste apoyados por el Fondo. Esto es así porque la actual implementación del objetivo de inflación está ampliamente basado en la premisa de que un banco central independiente puede usar, a su propia discreción, sus diversos instrumentos de política en las proporciones consideradas adecuadas en cada circunstancia particular, de forma tal de asegurar el logro de su meta de inflación. Esto parece chocar con un esquema que fija objetivos cuantitativos algo rigurosos y explícitos para las variables monetarias clave.

En estas circunstancias y considerando que es una prerrogativa de cada país miembro adoptar el marco de política monetaria de su elección, el FMI afrontó la pregunta de saber si debe, y cómo debe hacer para, adoptar la condicionalidad monetaria a las características específicas de la política monetaria bajo un objetivo de inflación. En general, se llegó a la conclusión de que, en principio, el objetivo de inflación podía acomodarse dentro de la estructura tradicional de condicionalidad monetaria en programas de ajuste apoyados por el Fondo, dado que esta condicionalidad se enfoca, en primer término, hacia un objetivo de balanza de pagos de programa. Al mismo tiempo también se reconoció que podía ser deseable modificar y suplementar la condicionalidad monetaria tradicional a base de introducir rasgos que reflejan el funcionamiento específico del marco del objetivo de inflación.<sup>1</sup>

El principal objetivo de este documento es, por lo tanto, considerar los puntos que surgen de la adopción del objetivo de inflación en el contexto de la condicionalidad incorporada en los programas de ajuste apoyados por el Fondo, y discutir una serie de opciones para adaptar la condicionalidad monetaria de los programas a estos casos particulares. La siguiente sección repasa, de manera sucinta, con mayor detalle el papel de la condicionalidad monetaria en programas de ajuste apoyados por el Fondo. En la sección III se discute la condicionalidad de la política monetaria tradicional y se consideran los problemas prácticos que pueden surgir en el contexto del objetivo de infla-

ción. En la sección IV se exploran diferentes opciones para implementar y fortalecer la condicionalidad de la política monetaria en el contexto del objetivo de inflación; en la sección V se muestra brevemente la forma en que la condicionalidad monetaria se adaptó al objetivo de inflación en el contexto del acuerdo de derecho de giro (stand-by-arrangement) en Brasil, y, en la sección VI se verifica la forma en que algunas de las diversas opciones, en particular las reglas de Taylor simples habrían fallado durante el primer año de operar bajo un marco de objetivo de inflación en Brasil. Por último, el documento presenta algunas conclusiones generales, de índole preliminar, que buscan ampliamente estimular la discusión a este respecto.

## II. Programas de ajuste apoyados por el fondo: el papel de la condicionalidad

En programas de ajuste apoyados por el Fondo (de aquí en adelante programas del Fondo), la condicionalidad se refiere al vínculo entre el logro de un conjunto de objetivos de política y el continuo acceso a los recursos del FMI.<sup>2</sup> Los objetivos de política se convienen entre el FMI y las autoridades del país miembro del FMI, y, en tanto, los objetivos específicos varían de país a país, el logro de una posición de balanza de pagos viable es el objetivo *sine qua non* en cada programa el Fondo. En este sentido, la condicionalidad proporciona una garantía para los recursos financieros del FMI. La especificación de los objetivos de política y la medición de los objetivos cuantitativos, deberán asegurar que la necesidad de tal financiamiento es solo temporal y que los fondos prestados serán repagados. Puesto en otras palabras, la condicionalidad proporciona un medidor para evaluar si las políticas que están aplicándose están llevando al país al logro de los objetivos de política, en particular un balance (saldo) externo sostenible. Al hacerlo, la condicionalidad también asegura el uso temporal de los recursos del FMI.

La implementación efectiva de la condicionalidad no involucra el monitoreo cotidiano de las políticas macroeconómicas del país, pero requiere un mecanismo para evaluar si las políticas van por el cauce debido para alcanzar los objetivos que especificaron, o si necesitan ajustarse en respuesta a choques imprevistos, cambios en las relaciones

<sup>1</sup> Se preparó un número de documentos internos que se discutieron dentro del FMI para clarificar los diversos aspectos de este enfoque. Algunas de las consideraciones y argumentos planteados en estas discusiones se reflejan en varias partes del documento.

<sup>2</sup> La palabra "condicionalidad" no aparece en los estatutos del FMI y el concepto evolucionó en etapas. Para lograr una discusión de los aspectos legales del desarrollo de la condicionalidad del FMI, véase Gold (1979); Guitián (1981) hace una discusión de la condicionalidad del Fondo desde un punto de vista económico.

económicas, u otra nueva información. El mecanismo de monitoreo en los programas del Fondo consta de un conjunto de criterios explícitos—en particular *criterios de desempeño*, pero también *objetivos indicativos*, y *marcas (o hitos) estructurales*, que deben cumplirse si un país desea hacer más retiros dentro de un programa del Fondo. Estos criterios de desempeño comúnmente se refieren a variables macroeconómicas clave—resultados de política fiscal y monetaria, incluyendo saldos fiscales (es decir: saldos globales o primarios), endeudamiento (es decir deuda del sector público, deuda pública externa y su componente del corto plazo), así como variables monetarias tales como NIR y NDA,<sup>3</sup> que indican si las políticas macroeconómicas marchan por el cauce debido. Los programas del Fondo también pueden incluir criterios de desempeño relacionados con ciertas medidas de reforma estructural (marcas o hitos estructurales). En tanto que los criterios de desempeño permiten una evaluación retrospectiva de las políticas, las revisiones periódicas al programa que a menudo se hacen trimestralmente proporcionan una evaluación global prospectiva del programa del Fondo en comparación con los objetivos de política macroeconómica del gobierno.

Los criterios de desempeño macroeconómicos cuantitativos en los programas del Fondo no descansan comúnmente en un modelo macroeconómico específico. Si hacen uso, sin embargo, de varias identidades del balance que vinculan las variables fiscales y monetarias con la balanza de pagos, a fin de asegurar que el programa del Fondo sea consistente internamente. En general, estos criterios de desempeño deben mejor considerarse como elementos de señalización que indican una posible necesidad de acción correctiva en caso de desviaciones.

### **III. Condicionalidad monetaria: el enfoque tradicional y sus implicaciones para el objetivo de inflación**

La condicionalidad de la política monetaria ha estado en el núcleo de la condicionalidad de los programas del Fondo. Como se mencionó anteriormente, ha descansado tradicionalmente en dos criterios de desempeño: un techo para los NDA del banco central y un piso para su las NIR.<sup>4</sup> Esta me-

<sup>3</sup> Generalmente, los NDA se definen para igualar el dinero base menos las NIR.

<sup>4</sup> En tanto que estas han sido con mucho las variables más comunes que se han usado en el diseño de la condicionalidad monetaria, en muchos países a otros agregados monetarios se

todología, originalmente enraizada en los conceptos que surgen del llamado “enfoque monetario de la balanza de pagos” se ha utilizado en una variedad de condiciones y de marcos de política monetaria. Su objetivo primario ha sido siempre el asegurar que un programa del Fondo conduzca a una viabilidad externa más que a un rígido control sobre la inflación. En este contexto, los criterios de desempeño que establecen un piso para las NIR se diseñan para indicar si es probable que un programa del Fondo alcance su objetivo externo. Por otra parte, el techo para los NDA podría interpretarse como una protección adicional toda vez que busca asegurar que el objetivo externo no sea anulado por una excesiva expansión crediticia o por una intervención esterilizadora (es decir, mediante pérdidas compensadoras no programadas en NIR a través de una creación adicional de crédito). Este marco está enraizado en el supuesto de que la demanda de asuntos de dinero base importa desde una perspectiva macroeconómica, y eso es estable y predecible.

En la práctica, el funcionamiento esperado de los criterios de desempeño de las NIR/NDA sería el siguiente. Se proyecta un sendero anticipado, o de línea de base, para las NIR y se fija un piso en la línea de base o un poco por debajo de ella para las NIR. Al mismo tiempo, el techo de los NDA se establece a un nivel que, en conjunción con la evolución proyectada de la velocidad sea consistente con la línea de base de las NIR. Si las NIR reales de un país empiezan a caer hacia el convenido piso de las NIR—tal vez, por un repentino choque externo—la política monetaria requerirá restringirse, generalmente a través de operaciones de mercado abierto. Se esperaría que el incremento resultante en las tasas de interés detuviera mayores pérdidas de las NIR. De manera más general, en tanto que las NIR reales permanezcan cerca de la línea de base, el techo de los NDA limita efectivamente la expansión de dinero base, previniendo con ello que las políticas monetarias presionen adicionalmente el saldo externo e impulsen la inflación. Por lo tanto, el marco del mecanismo NIR/NDA no impide que los incrementos de las NIR mayores que los programas impulsen la expansión monetaria y por ende la inflación. Un panorama general se presenta en el cuadro 1.

Es dentro de este contexto que puede cuestionarse que tan apropiado sea el marco tradicional NIR/NDA bajo un régimen de objetivo de inflación. Se puede argumentar que en la medida que los objetivos de inflación vayan de la mano con regíme-

les han fijado metas y, en algunos casos, también se implementaron subtechos para tipos específicos de activos domésticos.

**CUADRO 1. PANORAMA GENERAL DEL FUNCIONAMIENTO DEL MECANISMO NIR/NDA**

		<i>Activos domésticos netos (NDA)</i>	
		<i>Mayores que programados</i>	<i>Menores que programados</i>
Reservas internacionales netas (NIR)	Mayores que programadas	Generalmente reflejan una sobre-expansión de dinero base, que incluso excede la no esterilización de las NIR mayores que programadas; también podrían reflejar una proyección inicial imperfecta de dinero base. Acción de política: restricción de política monetaria para reducir los NDA	Los objetivos del programa s han alcanzado. No se necesita ninguna acción de política
	Menores que programadas	Restricción monetaria insuficiente. Las pérdidas de las NIR se han sobre-esterilizado. Acción de política: restricción monetaria para reducir los NDA	Las pérdidas de las NIR se pueden esterilizar a medida que los NDA reales estén debajo del techo de los NDA: lo más probable es que las tasas interés se conserven por arriba del sendero supuesto de la línea de base para detener las pérdidas de NIR. No se permite una mayor esterilización de pérdidas de NIR una vez que los NDA reales alcanzan el techo NDA

nes cambiarios flotantes, los pisos de las NIR no tienen lugar o son simplemente irrelevantes.<sup>5</sup> Sin embargo, mientras que bajo el objetivo de inflación no se esperaría que el banco central usara sus NIR para estabilizar el tipo de cambio *per se*, podría reaccionar a los movimientos del tipo de cambio en la medida en que amenacen el objetivo de inflación. Dado que la mayoría de las flotaciones no son flotaciones puras, podrían resultar inevitables al menos conceptualmente, los intercambios (*trade offs*) entre objetivos domésticos (es decir inflación) y objetivos externos (es decir, viabilidad externa) Por lo tanto, aun cuando el tipo de cambio sea flexible al hecho de retener un piso de las NIR simplemente refleja que un aspecto importante de un programa del Fondo es salvaguardar la viabilidad externa.

En tanto que un piso de las NIR salvaguarda que la viabilidad externa sea independiente del marco de política monetaria, retener un techo los NDA en el contexto de un objetivo de inflación parecería algo más problemático. Con un banco central que fija objetivos para la inflación y con un programa del Fondo que se enfoca en el marco de base cuantitativa de un techo los NDA, puede no haber una clara correspondencia entre los objetivos monetarios que sostienen un programa del Fondo y los instrumentos relevantes para alcanzar los objetivos de inflación. Además, la comunicación con los mercados y con el público en lo que concierne a la situación de la política monetaria podría muy fácilmente tornarse confusa por completo. Esto es importante porque el objetivo de inflación, por su misma naturaleza

za descansa críticamente en la transparencia de las acciones del banco central. Este problema general se complicaría por el hecho de que la inflación no es en la mayoría de los casos, una función de los NDA o de sus componentes y, por lo tanto, no es probable que responda de manera predecible o inmediata a cambios en los NDA o en el dinero base.

De ahí que un techo NDA podría fácilmente hacer sonar alarmas y confundir a los mercados cuando en realidad, no hay necesidad de cambiar la política monetaria desde el punto de vista del objetivo de inflación. Por ejemplo, uno podría muy fácilmente concebir una situación en la que NDA real exceda el techo NDA, en tanto que la inflación real y la proyectada están todavía dentro de su objetivo ¿Debería restringirse la política monetaria en estas circunstancias? ¿Debería revisarse hacia arriba el techo de los NDA? Dado que la inflación es el objetivo, un ajuste hacia arriba del techo de los NDA parece ser el único curso de acción apropiado. De manera similar, cuando las NIR reales se mueve significativamente arriba del piso de las NIR, en tanto que el dinero base está cerca de la línea de base proyectada, las políticas monetarias solo podrían suavizarse en la medida en que el objetivo de inflación no se arriesgue. En general, como se muestra en el cuadro 2, cuando la inflación es el objetivo director, tener un techo de los NDA puede considerarse algo superfluo o, al menos, una limitante no obligatoria.

#### **IV. Opciones para implementar y restringir la condicionalidad monetaria bajo un objetivo de inflación**

Ante el creciente número de países que están abandonando los regímenes de tipo de cambio fijo

<sup>5</sup> Desde luego, algunos países con objetivo de inflación mantienen (o mantuvieron en el pasado) una flotación manejada, algunas veces incluso con bandas cambiarias. Esto podría conducir a objetivos contrapuestos entre el objetivo de inflación y la banda cambiaria.

**CUADRO 2. CONDICIONALIDAD MONETARIA CON NDA Y OBJETIVOS DE INFLACIÓN**

		<i>Objetivo de inflación (IT)</i>	
		<i>Amenazado</i>	<i>No amenazado</i>
NDA reales con respecto al supuesto del programa	Mayor que el programado	NDA e IT dan la misma señal: política monetaria restringida	NDA e IT dan una señal diferente: NDA sugiere restringir; IT sugiere que no se necesita no restringir
	Menor que el programado	NDA e IT dan una señal diferente: IT sugiere restringir. NDA sugiere que no se necesita no restringir	NDA e IT dan la misma señal: lo que se necesita es no restringir la política monetaria.

y que se están desplazando hacia el objetivo de inflación formal, y dadas las inconsistencias que podrían surgir potencialmente cuando se aplica la condicionalidad monetaria tradicional en el caso del objetivo de inflación, se necesita modificar la condicionalidad monetaria con la perspectiva de reflejar de manera más cercana los parámetros principales de la toma de decisiones bajo el objetivo de inflación, la condicionalidad monetaria debería manejarse hacia la evaluación de la situación de la política monetaria frente al objetivo de inflación anunciado por el gobierno. Sin embargo, esto requeriría una comprensión sumamente buena de los canales de transmisión y de los parámetros precisos de la política monetaria.

Abundando en ello, la condicionalidad monetaria debería, en primer lugar, aplicarse a acciones de política e instrumentos de política específicos, toda vez que las autoridades del país no pueden comprometerse a alcanzar un nivel particular para una variable sobre la que no ejercen algún grado decisivo de control. Por lo tanto, idealmente, la condicionalidad monetaria debería comprender los parámetros de una *función de reacción de política*, es decir, la regla prospectiva sucinta que gobierna las respuestas de política a desviaciones proyectadas de la inflación con respecto al objetivo de inflación. Siguiendo este razonamiento, un dispositivo de condicionalidad que podría, potencialmente incluirse en los programas del fondo bajo objetivo de inflación podría ser una regla operativa para reaccionar ante desviaciones reales o esperadas del sendero de inflación fijado como objetivo. Esta regla debería, otra vez, idealmente ser una función de reacción, simple pero robusta, que relacione los cambios en un instrumento (por ejemplo las tasas de interés) a desviaciones de la inflación con respecto a su objetivo. En la práctica, sin embargo, sería difícil, si no es que imposible, especificar el momento y tamaño exactos del parámetro de respuesta, por ejemplo, por cuanto y cuándo debe ajustarse una tasa de interés en el caso de que la inflación proyectada se desvíe de su objetivo en una cantidad dada. Asimismo, en tanto una fun-

ción de reacción muy específica puede operar en un programa, este puede no ser lo suficientemente general y flexible para acomodarse a diferentes enfoques sobre el objetivo de inflación, y por ende, dado el compromiso del FMI de proporcionar un trato igualitario a todos sus miembros esto podría posiblemente representar algunos problemas de comparabilidad entrecruzada.

A pesar de estas limitaciones, y en tanto pueda no ser posible especificar una función de reacción de política precisa y robusta, podría aún ser útil fortalecer la condicionalidad de la política monetaria a base de tener un mecanismo prospectivo simple para calibrar la situación de la política monetaria con respecto al objetivo de inflación. En este contexto, podría ser útil considerar reglas de política monetaria simples, tales como las reglas de Taylor para la tasa de interés de corto plazo, o una regla McCallum para la base monetaria. Estas reglas son lo bastante flexibles como para abarcar un rango de información que se considera importante. Una regla de Taylor<sup>6</sup> simple, por ejemplo, puede expresarse como  $r = r^* + \alpha(Y - Y^*) + \beta(\pi - \pi^*)$ , donde  $r$  es la tasa de interés a corto plazo nominal,  $r^*$  es una tasa de interés de equilibrio nominal estimada, que es consistente con la tasa de inflación objetivo (eso es  $r^* = \bar{r} + \pi^*$  con  $\bar{r}$  es la tasa de interés real de equilibrio y  $\pi^*$  es el objetivo de inflación relevante),  $Y$  es la producción y  $Y^*$  es la producción de capacidad;  $\lambda$  es inflación (ya sea real o proyectada); y  $\alpha$  y  $\beta$  son coeficientes con  $\alpha \geq 0$  (y comúnmente entre 0 y 0.5, dependiendo del grado en el que la brecha de producción aparezca en la función de reacción del banco central) y  $\beta > 0$  (y comúnmente entre 1.5 y 2, de tal forma que la tasa de interés a corto plazo nominal se mueva significativamente en respuesta a las desviaciones de la inflación con respecto al objetivo de inflación). En una economía abierta uno podría añadir una serie de otras variables dentro de esta regla, por ejemplo la cuenta corriente externa, o la brecha de

<sup>6</sup> Véase Taylor (1993), quien presenta la formulación original.

producción externa. Asimismo, la regla podría incluir otras variables que reflejen condiciones en la economía doméstica, tales como el balance presupuestal u otras variables fiscales.

De hecho, dentro de este contexto también es factible incluir en una regla de Taylor diferentes medidas de inflación, como por ejemplo en la siguiente regla  $r = r^* + \alpha(\gamma(\pi^\alpha \pi^*) + (1 - \gamma)(\pi^p - \pi^*))$  donde  $\pi^\alpha$  es la inflación real y  $\pi^p$  es la inflación proyectada y  $0 < \gamma < 1$ . Es más, uno podría incluir proyecciones de inflación competitivas en una forma similar. Por lo tanto, las reglas de Taylor son muy flexibles y pueden especificarse para abarcar una serie de consideraciones específicas del país.

Dado que un elemento clave en una regla de Taylor es la reacción paramétrica a desviaciones entre la inflación real o proyectada y el objetivo de inflación, una debilidad obvia de dicho enfoque, es que no reaccionará a choques en las variables que se omitieron de la regla; es decir, una regla de Taylor solo mostraría una reacción a un choque externo, si dicho choque es, de una forma u otra, parte de la regla. Por lo tanto, mientras que es probable que la regla de Taylor tenga un uso limitado para los formuladores de política que enfrenten decisiones de tiempo real, puede servir como un punto de partida simple y de fácil comprensión para pensar en la política monetaria.<sup>7</sup> Tales consideraciones también podrían ser un argumento para incluir una regla de Taylor en un programa del Fondo: como un burdo chequeo de la posición (stance) de la política monetaria. En la práctica, la especificación exacta de la regla podría probablemente implicar cierta prueba y error. Para reducir la probabilidad de falsas alarmas, uno podría considerar la especificación algo cuidadosa de la regla. Por ejemplo, uno puede escoger que  $\bar{r}$ , la tasa de interés real de equilibrio que subyace a  $r^*$ , fuera algo menor que el mejor cálculo disponible basado en información histórica, esto podría añadir cierta flexibilidad limitada para reducir las tasas de interés.

En términos prácticos, la cuestión de adaptar la condicionalidad monetaria, más allá de la incorporación de alguna regla tipo Taylor, continúa dando vueltas alrededor de la pregunta del marco NIR/NDA. Podría decirse que, en cuanto al pensamiento común y tal como se discute más adelante en el contexto del programa brasileño, el punto de vista es que los pisos NIR continuarían siendo necesarios para salvaguardar los objetivos externos del

<sup>7</sup> Véase por ejemplo, el resumen de Kozicki (1999). Asimismo, para obtener un resumen teórico crítico del uso de las reglas Taylor como herramientas de decisión para la política monetaria véase Benhabib, Schmitt-Grohe y Uribe (2001).

programa, pero los techos NDA podrían no necesariamente permanecer como la opción preferida de la condicionalidad monetaria. El techo para los NDA podría justificarse porque probablemente podría prevenir grandes salidas de los objetivos de inflación, pero podría muy bien no proporcionar una guía adecuada para una política monetaria que aspira a un objetivo de inflación más preciso. El principal objetivo de estos límites cuantitativos en situaciones de objetivo de inflación sería reforzar el compromiso del país con una política cambiaria flexible y limitar la intervención para esterilizar el mercado cambiario y la expansión del dinero base cuando la posición externa es débil.<sup>8</sup>

Otro elemento en la adopción de la condicionalidad debería ser el papel acrecentado de las *revisiones de política*, particularmente en lo que concierne a la inclusión de una evaluación de la política monetaria en el contexto del objetivo de inflación (incluyendo, pero no limitándose al acuerdo sobre una función de reacción; o la posible especificación de la regla de Taylor). El programa necesitaría especificar una trayectoria de inflación trimestral consistente con los objetivos de inflación de las autoridades y, en el contexto de la revisión, la inflación actual y proyectada se compararía con estos objetivos, y se alcanzaría un acuerdo sobre acciones de política específica siempre que el panorama sugiera que los objetivos de inflación probablemente no e logren.

## V. Adaptación en la condicionalidad monetaria al objetivo de inflación en Brasil

Brasil ha sido el primer país de objetivo de inflación con un programa de ajuste apoyado por el Fondo, y tomó cierto tiempo crear el programa para el régimen de tipo de cambio flotante con el ancla de inflación nominal. En parte, esto reflejó la necesidad de tomar en cuenta las limitantes institucionales que requieren similitud de tratamiento, y por lo tanto, un alto grado de comparabilidad de los programas del Fondo entre países. Inicialmente, el programa del Fondo con Brasil se apoyó en la condicionalidad monetaria estándar-un piso para las NIR y un techo para los NDA- aunque también introdujo algunas innovaciones interesantes. En general, tal como se muestra en el cuadro 3, en tanto que el programa inicial de diciembre 1998-bajo el régimen de tipo de cambio fijo-descansó principalmente en un estricto techo de los NDA pa-

<sup>8</sup> Tales salvaguardas parecen especialmente importantes cuando las autoridades consideran que las presiones del mercado cambiario son esencialmente de corta vida.

**CUADRO 3. BRASIL: PANORAMA DE LA CONDICIONALIDAD DE LA POLÍTICA MONETARIA BAJO UN ACUERDO DE DERECHOS DE GIRO, 1999-2000**

	<i>Techo NDA</i>	<i>Piso NIR</i>	<i>Índice inflacionario</i>
Acuerdo de derecho de giro (SBA) inicial (diciembre de 1998)	Los techos NDA fueron especificados sobre la base de una función esterilizadora específica con un parámetro de estabilización que se volvió más restrictivo en la medida que las NIR continuaban cayendo más y más por debajo de la trayectoria de la línea de base proyectada y hacia el piso NIR	El criterio de desempeño sin ataduras sobre las NIR consistía en un piso bajo de 20 mil millones de dólares de Estados Unidos	
Primera y segunda revisión (marzo de 1999)	Se retuvieron los techos de los NDA y se especificó el uso de las trayectorias de línea de base proyectadas para la base monetaria y las NIR (con un pequeño colchón)	No había piso NIR. Un piso NIR implícito se especificó bajo la forma de límites de intervención mensual máximos para la venta de las reservas internacionales por parte del Banco Central de Brasil; estos límites de intervención eran acumulativos solo en parte, es decir en la medida en que no eran usados en un mes dado, sólo una parte del espacio de intervención no utilizado podía trasladarse al siguiente	
Tercera revisión (julio de 1999)	NDA especificados sobre la base de los pisos de las NIR más que sobre la línea de base de las NIR, abandonando la idea de esterilizar las pérdidas de las NIR si las NIR reales caían por debajo de la línea de base de las NIR mientras permanecieran por arriba del piso de las NIR	El criterio de desempeño para el piso de las NIR se especificó con un espacio de intervención de alrededor de 3 mil millones de dólares de Estados Unidos, con respecto a la línea de base de las NIR	Incluían una cláusula de consulta general sobre la implementación del marco de objetivo de inflación, pero sin referencia a la trayectoria numérica específica
Cuarta revisión (noviembre de 1999)	El techo de las NDA se degradó, pasando de un criterio de desempeño a un objetivo indicativo. Continuó quedando especificado sobre la base de un piso NIR	El criterio de desempeño para el piso de las NIR se estableció en términos de un espacio de intervención cercano a los 2 mil millones de dólares de Estados Unidos con respecto a la línea de base de las NIR estimada de manera bastante conservadora.	Incluían una cláusula de consulta específica sobre el objetivo de inflación con una trayectoria de inflación trimestral declinante linealmente y un mecanismo de consulta doble
Quinta revisión (marzo de 2000)	Impedimento para establecer techos a los NDA más allá de junio de 2000	El criterio de desempeño para el piso de las NIR se estableció sin referencia estricta a la línea de base estimada de las NIR. En cambio se fijó a un nivel mensual raso de 25 mil millones de dólares de Estados Unidos	La trayectoria del objetivo de inflación declinante linealmente y los mecanismos de consulta trimestrales dobles sobre la inflación se mantuvieron sin cambio
Sexta revisión (noviembre de 2000)	No hay techo para los NDA	El criterio de desempeño del piso raso de las NIR de 25 mil millones de dólares de Estados Unidos permanece sin cambio hasta fines del 2000	Los mecanismos de consulta se mantuvieron sin cambio; hay señales de que la trayectoria del objetivo de inflación trimestral podría no permanecer lineal en 2001

ra la condicionalidad en el área monetaria, los techos de los NDA se hicieron menos atados después de que Brasil adoptó el marco de objetivo de inflación, y fueron completamente eliminados en junio de 2000, una vez que el marco de objetivo de inflación estuvo completamente establecido. En contraste, en tanto que el programa inicial incluía un

piso para las NIR que se había fijado intencionalmente a un nivel bajo (o sin ataduras) para permitirle al Banco Central de Brasil (BCB) usar parte de sus NIR reales para defender el tipo de cambio fijo, si se necesitaba, el piso para las NIR se volvía el instrumento clave de la condicionalidad en las escasas primeras revisiones de 1999, en una atmósfera en

la que la incertidumbre concerniente a la nueva ancla nominal era aún considerablemente elevada. En julio de 1999, la condicionalidad NIR/NDA fue complementada con un mecanismo de consulta general sobre objetivos de inflación. En noviembre de 1999, menos de seis meses después de que las autoridades brasileñas adoptaron el marco de objetivo de inflación, el programa incorporó una banda de consulta formal sobre inflación para complementar el piso de las NIR.

El alejamiento progresivo de los techos de los NDA que siguió a la adopción del marco de objetivo de inflación, reflejó la necesidad de adaptar el programa a los cambios en el régimen de política monetaria. El cambio también reflejó la creciente percepción del hecho de que el dinero base no parecía jugar un papel significativo en el mecanismo de transmisión monetaria en Brasil.<sup>9</sup> La demanda de dinero en general, y la demanda de dinero base en particular, parecían no ser muy sensibles a las tasas de interés en Brasil. Las estacionalidades, la remonetización bajo el *Plan Real* y los efectos de los cambios fiscales han tenido un efecto determinante, cuantitativamente más importante y estadísticamente más significativo, sobre el dinero base, que variables como el ingreso o la tasa de interés.<sup>10</sup>

<sup>9</sup> En general, los principales canales de transmisión de la política monetaria son la tasa de interés, los salarios, los precios de los activos y la demanda agregada. En el caso de Brasil, y a la luz de las condiciones económicas que han prevalecido desde que se adoptó el marco de objetivo de inflación a mediados de 1999—caracterizadas por tasas de interés reales todavía bastante altas, por una política fiscal rígida, una demanda agregada relativamente subordinada y crecimiento salarial real negativo—parecería que el tipo de cambio era el principal canal real de transmisión de la inflación. Eso concordaría con hallazgos recientes que sugieren que el hecho de estar desenredando las desalineaciones del tipo de cambio real en el contexto de una depreciación, ha sido el determinante más importante de la inflación en las economías en desarrollo (Goldfand y Werlang (2000); véase también Schwartz (1999) para el caso de Brasil). Desde luego, en un régimen de tipo de cambio flotante, el tipo de cambio en sí no es una variable de política. Si se quiere leer sobre una discusión del mecanismo de transmisión de la política monetaria en Brasil, véase Rabanal y Schwartz (2001a).

<sup>10</sup> Para establecer techos a los NDA, se estimó la demanda de dinero base como la suma de dos partes: moneda acuñada y reservas sobre los depósitos a la vista. La moneda acuñada se diseñó como una función de una trayectoria lineal (para capturar la remonetización en marcha de la economía), varios substitutos estacionales (por ejemplo, para diciembre, enero y febrero) y variables dependientes rezagadas. Los depósitos a la vista se diseñaron como una función de substitutos estacionales, substitutos para efectos fiscales (por ejemplo, cambios en el impuesto sorbe transacciones financieras (CPMF) y la tasa de interés nominal. Las reservas sobre los depósitos a la vista se obtuvieron por medio de la aplicación de una tasa de reservas efectiva al nivel proyectado de depósitos a la vista. A corto plazo a estas proyecciones empalmaron bastante bien, pero se produjeron desviaciones mayores con respecto a los cálculos econométricos

El mecanismo de consulta formal sobre inflación, introducido en la revisión del programa del fondo en noviembre de 1999, se basó en el objetivo de inflación central anual y las bandas de tolerancia que anunció el gobierno brasileño.<sup>11</sup> Conforme al programa se estableció una trayectoria trimestral, lineal, simple, en la que el objetivo de inflación central y la banda exterior que rodea el objetivo declinaron en cinco puntos porcentuales cada trimestre.<sup>12</sup> El programa también estableció una banda de consulta interior de +/-1 punto porcentual (banda interior) alrededor de la trayectoria del objetivo, que seguía exactamente el mismo patrón trimestral lineal que la trayectoria del objetivo de la banda exterior. Por consiguiente, y esto fue la innovación en la condicionalidad, las autoridades brasileñas consultarían informalmente al personal técnico del FMI sobre la respuesta de política apropiada si la tasa observada de inflación a 12 meses rebasaba la banda interior; consultarían de manera más formal a la Junta Ejecutiva del FMI acerca de la adecuada respuesta de política, si la tasa observada mensual a 12 meses de la inflación del IPCA (un índice de precios al consumidor) rebasara la banda exterior.

¿De qué manera ha funcionado este mecanismo hasta ahora? La gráfica I muestra el desempeño de la inflación real en Brasil en relación a las bandas de consulta. El BCB cumplió sus objetivos oficiales de inflación tanto para fin de 1999 como para fin de 2000. El mecanismo de consulta del programa del Fondo sobre la inflación fue puesto en actividad en septiembre de 2000, cuando la tasa de inflación de precios al consumidor a 12 meses llegó a 7.7%, excediendo así temporalmente el umbral del 7.5% que requería las consultas al personal técnico del Fondo. Este reflejaba un alza temporal en las tasas de inflación mensual en julio y agosto, debido a choques de oferta no previstos que se abatieron en septiembre; la inflación de base había permanecido relativamente más controlada en el tercer tri-

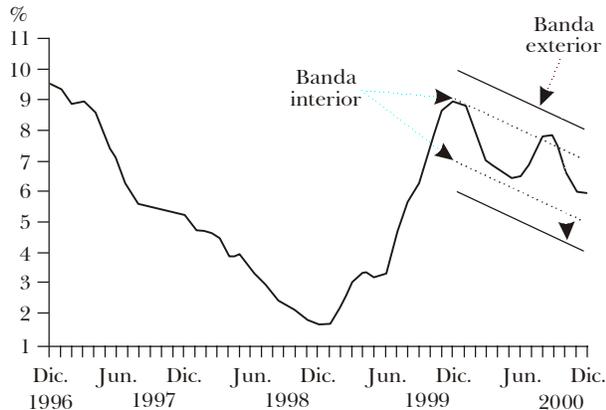
cuando hubo cambios en las estacionalidades (es decir, que el carnaval fuera en marzo y no en febrero) o cuando factores especiales como los cambios fiscales (es decir en el CPMF) o el "caso del YZK" no tuvieron los efectos previstos.

<sup>11</sup> Específicamente, 8% al final de 1999 y 6% a fines de 2000, cada una con una banda de tolerancia de +/-2 puntos porcentuales ("banda exterior") alrededor del objetivo central.

<sup>12</sup> Se escogió una trayectoria lineal para fines de simplicidad. Otra opción simple podría haber sido el establecer una trayectoria para la tasa el objetivo de inflación a 12 meses sobre la base de la inflación que ya se ha dado y después simplemente añadirle una cierta parte del objetivo de inflación al fin del año. Por ejemplo a principios del año 2000, el objetivo para, digamos, julio de 2000 podía haberse establecido mediante la adición al dato de inflación ya conocido para julio-diciembre de 1999, de una mitad del objetivo para el fin del año 2000.

mestres de 2000. Acorde con las expectativas, y facilitado por la continua porción firme de la política monetaria, la tasa de inflación en precios al consumidor declinó en el cuarto trimestre del 2000 para emparejarse al objetivo oficial de 6% para finalizar el año.

**GRÁFICA I. BRASIL: OBJETIVOS DE INFLACIÓN Y TASA A DOCE MESES DE INFLACIÓN DE PRECIOS AL CONSUMIDOR (IPCA), 1996-2000**



### VI. Políticas reales y reglas de Taylor: una simulación para Brasil.

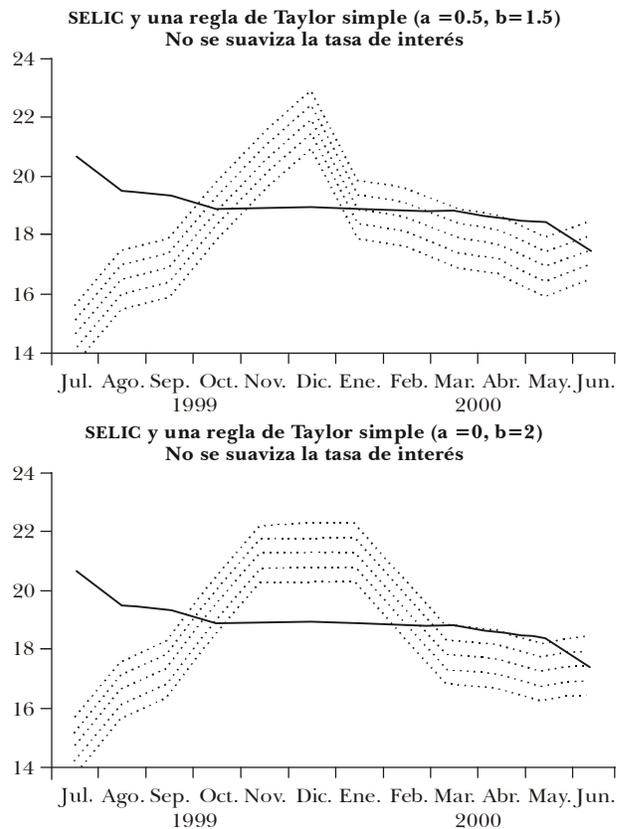
Para propósitos ilustrativos, en esta sección se explora la utilidad de algunas de las reglas de Taylor simples como opción para fortalecer el monitoreo de la posición de la política monetaria en el contexto de un programa del Fondo en un país que opera bajo un marco de objetivo de inflación. La idea básica es simple: si fuera posible concluir que una regla de política monetaria simple trazara las políticas reales bastante bien, entonces será posible usar la misma regla para ayudar a evaluar lo adecuado de la posición actual de la política monetaria frente al objetivo de inflación. Para este fin, usamos como ejemplo la experiencia de Brasil durante su primer año bajo un objetivo de inflación. Dado el éxito del Banco Central de Brasil con el objetivo de inflación, nos preguntamos si una regla de Taylor simple—una regla del tipo de lo que puede en principio incluirse en un programa del Fondo—habría proporcionado una evaluación útil de la posición de la política monetaria.

Las gráficas II y III muestran la tasa de interés real, la tasa SELIC, trazada en función de dos reglas de Taylor alternativas, con diferentes valores para los parámetros  $\alpha$  y  $\beta$ . En la primera alternativa,  $\alpha$ , que es el parámetro de la brecha de producción, es igual a 0.5 y  $\beta$ , que es el parámetro de la desviación de la inflación real con respecto al objetivo es igual a 1.5. La segunda versión es una regla de

Taylor “agresiva” en la que sólo la desviación de la inflación con respecto al objetivo se parece a la regla ( $\beta = 2$ ). La gráfica III difiere de la gráfica II en el hecho de que incluye un parámetro  $\rho$  que suaviza el interés, y que se fijó igual a 0.6<sup>13</sup>. Inicialmente, en las gráficas II y III la tasa de inflación real a doce meses se utiliza en la regla de Taylor simple. Las “bandas” de la regla de Taylor mostradas en ambas gráficas se generan a partir de diferentes supuestos sobre la tasa de interés real de equilibrio  $\bar{r}$ , que abarca desde 10.5% hasta 12.5%. Para fines de las simulaciones se supuso que la tasa de crecimiento de la producción potencial sería 4%, aunque una tasa de crecimiento menor (de 3%) dio por resultado una tasa de interés nominal algo más elevada.

En las gráficas II y III podemos distinguir claramente tres períodos. En el primer período, entre julio de 1999 y septiembre de 1999, el Banco Cen-

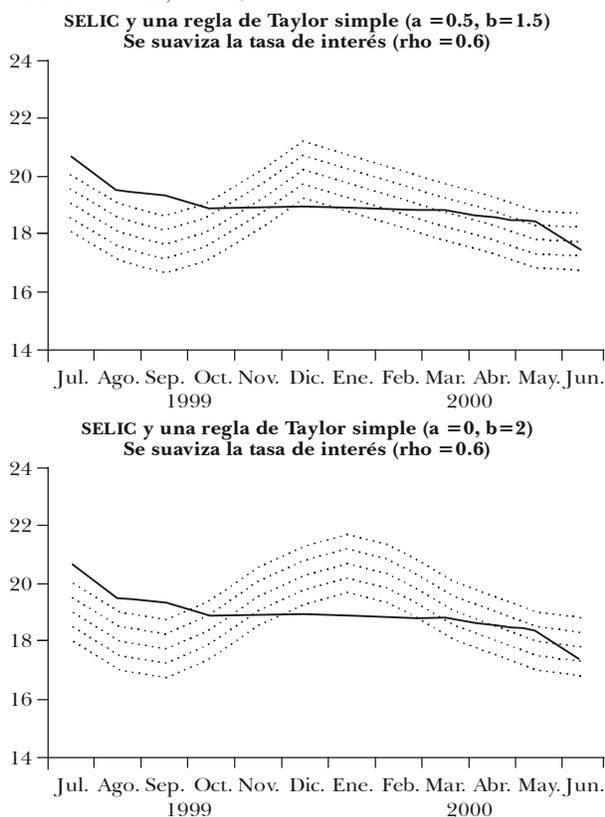
**GRÁFICA II. BRASIL: REGLAS DE TAYLOR CON INFLACIÓN ACTUAL, 1999-2000**



FUENTES: BCB y cálculos del autor.

<sup>13</sup> El parámetro para suavizar el interés introduce cierta inercia en la regla Taylor a base de mitigar la medida en la que el banco central reacciona ante la nueva información. Véase el

**GRÁFICA III. BRASIL: REGLAS DE TAYLOR CON INFLACIÓN ACTUAL, 1999-2000**



FUENTES: BCB y cálculos del autor.

tral de Brasil mantendría la tasa de interés interbancaria de día a día, anual (SELIC), a un nivel más alto del que hubiera sugerido una regla de Taylor simple. Eso refleja básicamente la relativamente baja transmisión (*passthrough*) que ocurrió en el primer par de meses después de que se dejó flotar al Real. Cuando el marco de objetivo de inflación inició en julio de 1999, la inflación estaba en un nivel muy moderado pero que se esperaba que subiera. El Banco Central de Brasil preocupado por una transmisión creciente (dados los rezagos de traslado existentes) y teniendo que establecer su reputación, adoptó una posición de política más rígida de la que hubiera seguido una simple regla de Taylor sin variables excepcionales.

El segundo período va de octubre de 1999 a enero-febrero de 2000, cuando la inflación ya había crecido significativamente y había llegado a su cumbre en diciembre de 2000. Durante ese período el Banco Central de Brasil básicamente “permaneció en posición de venta (put)” y, en particular, no elevó SELIC, como lo habría sugerido una regla de Taylor simple. El incremento implicado por una regla de Taylor simple habría sido particularmente grande sin que se suavizara el in-

apéndice para tener mayores detalles sobre las simulaciones que se realizaron.

terés (gráfica II), en tanto que si se suaviza el interés (gráfica III) y dependiendo del valor que se use para la tasa de interés real de equilibrio ( $\bar{r}$ ), el incremento sugerido no necesariamente se requería que fuera grande. Queda claro que, a pesar de que en el último trimestre de 1999, la inflación fue más alta que la esperada, las autoridades brasileñas percibieron que eso era transitorio. Este punto de vista fue apoyado por las encuestas de mercado del momento. Como resultado, SELIC actual se mantuvo algo por debajo de la tasa que habría sugerido nuestra regla Taylor simple sin variables de expectativas.

El tercer período empezó en febrero-marzo de 2000. En este período, la inflación continuó con tendencia descendente y permaneció en línea con el objetivo de inflación. Debido a la reducción de la inflación, SELIC actual ha permanecido dentro de las bandas de nuestra regla de Taylor, tal como se muestra en las gráficas II y III. SELIC real permaneció básicamente sin cambios, a una tasa anualizada de 18.5% hasta junio de 2000, cuando hubo una reducción de 100 puntos base; hubo otra reducción adicional de 50 puntos base (a una tasa anualizada de 17%) el 7 de julio de 2000.

La estabilización de la inflación de los precios al consumidor es realmente notable dada la presencia de varios factores que podrían haber inducido un incremento temporal de los precios, tal como un incremento en los precios al mayoreo, el incremento en los precios de importaciones, el incremento de los salarios mínimos y la discusión en torno a ello, incertidumbre acerca del comportamiento del tipo de cambio en el contexto de unos mercados de capital internacional más volátiles, al mismo tiempo que la incertidumbre que surge de costos fiscales potenciales de algunas normativas que están pendientes en las cortes.

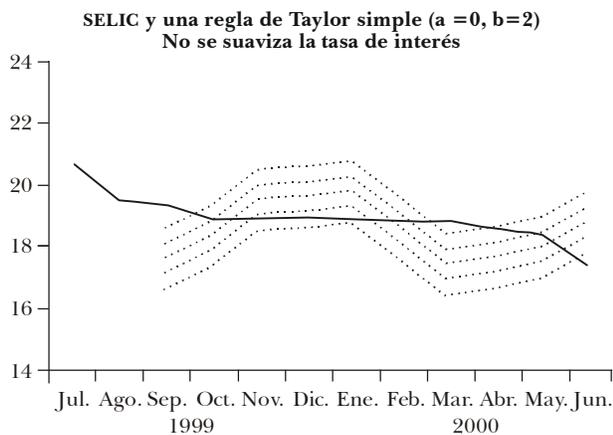
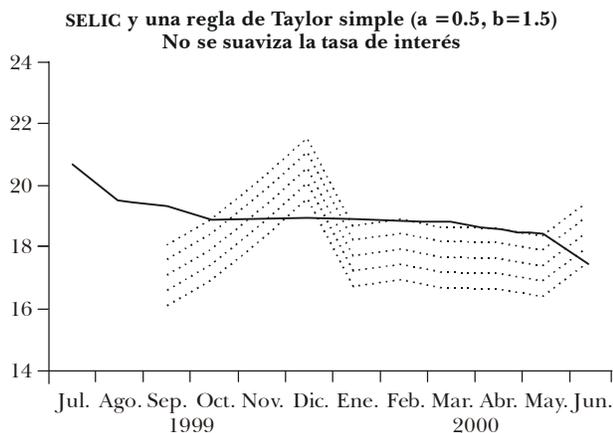
Este simple ejercicio puede interpretarse de diferentes maneras, que básicamente dependen del uso que se le quiere dar a la regla de Taylor. Reglas mecánicas simples no son útiles para formular política; de hecho, los modelos utilizados por el Banco Central de Brasil y otros bancos centrales son mucho más sofisticados, aunque todavía son considerados “modelos a pequeña escala”.<sup>14</sup> Al mismo tiempo, reglas simples pueden proporcionar una primera evaluación, *grosso modo*, de una posición de las políticas. Esta es probablemente una de las razones por las que el Banco Federal de Reserva de San Luis, por ejemplo, ha estado publi-

<sup>14</sup> Véase Bogdanski; Tombini y Werlang (2000). También véase Rabanal y Schwartz (2001b) para tener acceso a una reseña del desempeño del pronóstico de inflación del modelo a pequeña escala utilizado por el Banco Central de Brasil.

cando los resultados de las reglas de McCallum y de las reglas de Taylor simples en sus informes económicos mensuales.<sup>15</sup> Solo puede esperarse de las reglas de Taylor simples que se desempeñen satisfactoriamente en un entorno en el que ya se ha logrado tener una inflación relativamente baja y en donde el medio ambiente económico general es bastante estable (por ejemplo, políticas fiscales rígidas continuas y un tipo de cambio estable). En un entorno incierto o de mayor inestabilidad probablemente deberían incluirse otras variables para hacer más “realística” la regla de Taylor.

Sin embargo, una regla de Taylor más realística no necesariamente implicaría una regla más complicada. Los bancos centrales no solo reaccionan ante niveles actuales de variables específicas, sino que también lo hacen con respecto a sus futuros niveles; son claramente prospectivos. Toda vez que se sabe que los diferentes canales de transmisión de la política monetaria operan con ciertos rezagos, todos los bancos centrales proyectan el comportamiento de la inflación de una forma u otra.

**GRÁFICA IV. BRASIL: REGLAS DE TAYLOR CON EXPECTATIVAS DE MERCADOS SOBRE INFLACIÓN, 1999-2000**

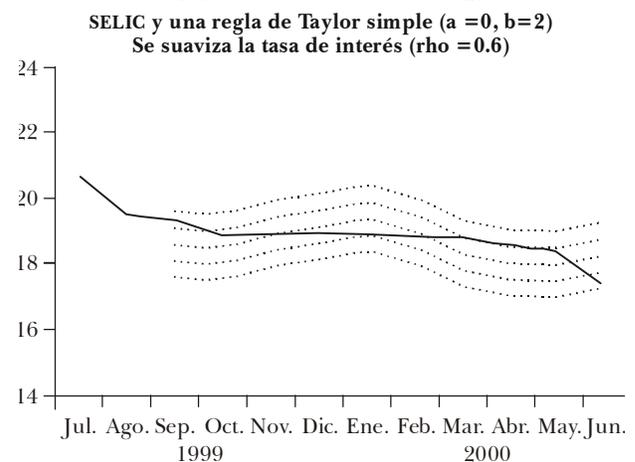
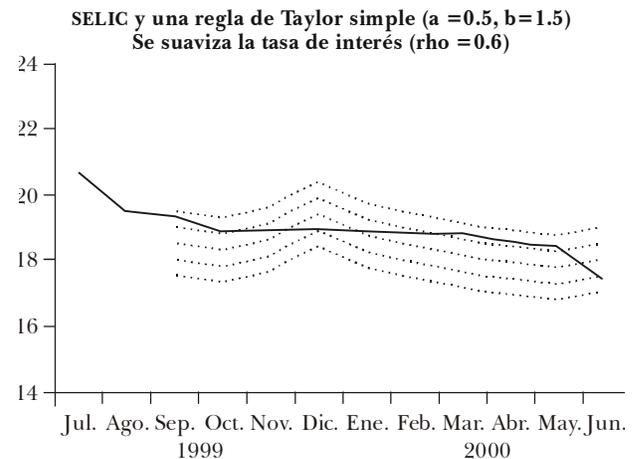


FUENTES: BCB y cálculos del autor.

<sup>15</sup> Véase Banco Federal de Reserva de San Luis (1999-2000).

Correspondientemente, en las gráficas IV y V se vuelve a simular otra vez una regla de Taylor simple, pero se usan las proyecciones de la inflación de mercado, tal como se derivan de las encuestas cotidianas del Banco Central de Brasil sobre las expectativas de mercado.<sup>16</sup> En estos ejemplos, la regla de Taylor sugiere que en el segundo período (de octubre de 1999 a enero-febrero de 2000), hubo menor necesidad de que el Banco Central de Brasil reaccionara a la elección de la inflación, de lo que ocurría en el último trimestre de 1999. Aunque inicialmente los mercados (y el Banco Central de Brasil) pudieron haber quedado sorprendidos por el resultado de inflación de los últimos tres meses de 1999, de todas formas se consideró que era transitorio. A principios del año 2000 los mercados esperaban que el real se apreciara en términos nominales; esto a su vez fue acompañado de expectativas de reducción de la

**GRÁFICA V. BRASIL: REGLAS DE TAYLOR CON EXPECTATIVAS DE MERCADOS SOBRE INFLACIÓN, 1999-2000**



FUENTES: BCB y cálculos del autor.

<sup>16</sup> Para fines de las reglas de Taylor, la inflación esperada para un mes dado se generó a base de utilizar la inflación esperada promedio para ese mes, tal como se muestra en reportes llevados a cabo por el Banco Central de Brasil en el mes que precede inmediatamente al mes en cuestión.

sa de inflación (o la transmisión). Como resultado parece ser que una regla de Taylor que utiliza la inflación esperada converge un poco más rápido hacia SELIC real que una regla que solo usa la tasa de inflación actual.

## VII. Conclusiones

En los programas del Fondo, la condicionalidad vincula el logro de un conjunto de objetivos de política al continuo acceso a los recursos del FMI. La condicionalidad provee un patrón de medición para evaluar si las políticas que se están ejecutando están llevando al país hacia el logro de los objetivos de política establecidos, en particular hacia el logro de un balance externo sostenible. Al hacer eso, la condicionalidad también salvaguarda el uso temporal de los recursos del FMI.

Tradicionalmente, la condicionalidad de un programa del Fondo en el área monetaria ha descansado en dos criterios de desempeño: un techo para los NDA del banco central y un piso para sus NIR. El centro de atención primordial de este enfoque siempre ha sido la viabilidad externa del programa, más que la inflación. La principal función del piso de las NIR consiste en indicar si es probable que un programa del Fondo alcance su objetivo externo, en tanto que el techo de los NDA busca asegurar que este objetivo no se arriesgue debido a una expansión excesiva de crédito o por una intervención esterilizada, es decir, mediante la compensación de las pérdidas de NIR no programadas a través de creación de crédito adicional. El marco supone que la demanda de dinero base importa desde una perspectiva macroeconómica y que es estable y predecible.

Tal como se argumentó en este trabajo, en los programas del Fondo los países que ejecuten sus políticas monetarias partiendo de la base de objetivos de inflación explícitos, parecería útil que adaptaran la condicionalidad monetaria tradicional para tomar en cuenta los rasgos específicos de los objetivos de inflación. Esto ayudaría a mejorar la correspondencia entre los objetivos monetarios del banco central y los objetivos de un programa de ajuste con apoyo del FMI, y los instrumentos que se usan para alcanzar esos objetivos y metas. Por la misma razón, también facilitaría la comunicación, de las políticas del banco central a los mercados.

Claramente, como primer paso, un programa del Fondo podría incluir, como fue el caso de Brasil, el objetivo mismo de inflación del gobierno. A menudo esto podría requerir especificar el objetivo con un cierto mayor grado de detalle que el objetivo oficial. Por ejemplo, la mayoría de los países

operan con objetivos de inflación anuales; sin embargo, como los programas del Fondo a menudo están monitoreados trimestralmente, quizá deban añadirse objetivos de inflación trimestrales. Es más, tiene que haber un mecanismo de consultas que permita que se den revisiones del programa si la inflación se sale de cauce. Esto, a su vez, requerirá establecer parámetros alrededor de la tasa de inflación objetivo que pongan en marcha dichas revisiones. En el caso de Brasil se decidió establecer bandas de consulta alrededor del objetivo central, donde, dependiendo del tamaño de la desviación con respecto al objetivo, entrarían en acción las consultas con el personal técnico del Fondo o con la Junta Ejecutiva del Fondo.

Un inconveniente potencial del monitoreo de un programa del Fondo sobre la base de resultados de inflación -por ejemplo, sobre la base de la tasa de inflación real a doce meses comparada con la tasa de inflación objetivo a doce meses- es que esto es mayormente regresivo, es decir, el resultado de inflación en sí mismo no ofrece guía alguna sobre lo adecuado de la situación de las políticas monetarias. Por lo tanto, los objetivos de inflación en un contexto de un programa del Fondo trabajan de manera muy similar a la forma en que los usa el gobierno: son un parámetro que ayuda a llevar a cabo un análisis *ex post* de las políticas del banco central. Sin embargo, para poder decir algo acerca de lo adecuado de la situación actual de la política monetaria, no es suficiente mirar a la inflación actual. Esto plantea la pregunta de si hay opciones adicionales para fortalecer aún más la condicionalidad monetaria bajo un objetivo de inflación en el contexto de un programa del Fondo.<sup>17</sup> Lo anterior podrá lograrse ya sea mediante consultas frecuentes o mediante un mecanismo prospectivo de arranque de consultas entre las autoridades del país y el Fondo.

Una opción que se ha explorado en este trabajo y sobre la que sería deseable hacer más análisis, es la de considerar a las reglas de política monetaria simples, tales como las reglas de Taylor o las reglas de McCallum, como un mecanismo potencial de puesta en marcha de tales consultas. En tanto que las reglas de política simples no serían un dispositivo útil para hacer política, si proporcionan una rápida evaluación, *grosso modo*, de una posición de política. Para ilustrar el punto, se probaron varias reglas de Taylor simples, utilizando como ejemplo la experiencia de Brasil en su primer año de régimen de objetivo de inflación, en la que, después de

<sup>17</sup> Knight (1999) también proporciona sugerencias sobre la condicionalidad del Fondo en el contexto del objetivo de inflación.

todo, sabemos que el banco central ha alcanzado su objetivo de inflación exitosamente. Los resultados de la simulación sugieren que reglas mecánicas simples pueden de hecho proporcionar cierta guía inicial, *grosso modo*, sobre el nivel apropiado de tasas de interés, particularmente en una atmósfera en la que se ha logrado ya una inflación relativamente baja, y en la que el entorno macroeconómico global es bastante estable (es decir, políticas fiscales rígidas, continuas, y un tipo de cambio estable).

Para fortalecer la condicionalidad del Fondo, y, en particular, para ayudar a mantener la situación de las políticas monetarias en comparación con el objetivo de inflación del gobierno, las reglas de Taylor u otras reglas que permiten una evaluación, *grosso modo*, de las políticas del banco central son un área que útilmente podría explorarse aún más. En general, las reglas, para poder ser útiles en un contexto de programa del Fondo, deberían conservarse simples, y prospectivas, en el sentido de que deberían incluir expectativas de inflación.

## Apéndice 1

### Simulación de reglas de Taylor

Se simuló una regla de Taylor simple para Brasil durante 1999-2000 para comparar los resultados de política reales con recetas de política basadas en la regla. Utilizando datos mensuales, la regla que simulamos adquiere la forma estándar, con  $r_t = \rho r_{t-1} + (1 - \rho) [r^* + \alpha y_t + \beta (\pi_t^*)]$  y  $r^* = \bar{r} + \pi_t^*$ , en la que  $r_t$  es la tasa de interés anualizada de un día para otro (SELIC) en el período  $t$ ;  $\rho$  es el parámetro de suavización con  $0 \leq \rho \leq 1$ ;  $y_t$  es la brecha de producción en el período  $t$ ;  $\pi_t$  es la tasa de inflación a doce meses en el período  $t$ ;  $\pi_t^*$  es el objetivo de inflación aplicable al período  $t$ ;  $r^*$  es la tasa de interés nominal de equilibrio; y  $\bar{r}$  es la tasa de interés real de equilibrio. Los parámetros  $\alpha$  y  $\beta$  son los parámetros de la regla de Taylor, en la que, para fines de simplicidad, se escogieron los sugeridos en la formulación original de Taylor con  $\alpha$  siendo igual, ya sea a 0 ó 0.5, dependiendo de si puede o no suponerse que las consideraciones de producción son parte de la función objetivo del banco central, y  $\beta$  siendo igual, ya sea a 2 ó 1.5 de manera concomitante.

En general, utilizamos datos de fin de período mensuales para la tasa de interés anualizada de un día para otro (SELIC) y las otras variables del modelo. La brecha de producción se estimó primero a base de ajustar una tendencia lineal sobre el logaritmo natural del PIB mensual, tal como lo calcula

el Banco Central de Brasil. Esto arrojó un crecimiento del producto real potencial relativamente bajo, y consecuentemente se usaron valores ubicados en el rango del 3 al 4%, considerando que eran supuestos más realistas. Se supuso inicialmente que el valor de la tasa de interés real de equilibrio era de 12%, pero después se usaron valores en el rango entre del 10.5% al 12.5% para generar las bandas de las reglas de Taylor.

El objetivo de inflación para cada mes es una extrapolación lineal de los objetivos trimestrales de diciembre de 1999 a diciembre de 2000, utilizados dentro del programa con el FMI. Para el período anterior a diciembre de 1999, cuando la inflación aun estaba baja, se usó la banda inferior del rango objetivo para estimular la regla de Taylor y luego se incrementó linealmente hasta alcanzar 8% (el objetivo central) en diciembre de 1999. Por lo tanto, para julio de 1999, se supone que el Banco Central de Brasil sí fijó su objetivo de inflación en el límite inferior de su banda anual para 1999 (6%) y que lo incrementó linealmente para alcanzar el objetivo de inflación de 8% en diciembre de 1999. Sin embargo, utilizando el objetivo de diciembre de 1999 para el período que lleva a diciembre de 1999 no cambió los resultados cualitativamente.

Se consideraron cuatro reglas de política para simular la regla de Taylor original (con  $\alpha = 0.5$  y  $\beta = 1.5$ ), una regla más agresiva que solo le fija objetivo a la inflación ( $\alpha = 0$ ,  $\beta = 2$ ), y para ambas reglas se consideró el caso de tasa de interés sin suavizar ( $\rho = 0$ ) y de tasa de interés suavizada ( $\rho = 0.6$ ). El escoger  $\rho = 0.6$  parecería como si se lograra un equilibrio entre tener un aceptable alto grado de atenuación de la tasa de interés y dejar que el efecto fuera muriendo después de sólo unos cuantos períodos.

### Referencias Bibliográficas

- Banco Central de Brasil (1999-2000), *Relatório de Inflação*, varios números desde junio de 1999.
- Banco Federal de Reserva de San Luis (1999-2000), *Monthly trends*, varios números.
- Benhabib, Jess, Stephanie Schmitt-Grohé y Martín Uribe (2001), "The Perils of Taylor Rules", *Journal of Economic Theory*, vol. 96, n<sup>os</sup> 1-2, enero-febrero, pp. 40-69.
- Bogdanski, Joel, Alexandre Antonio Tombini y Sérgio Ribeiro da Costa Werlang (2000), *Implementing Inflation Targeting in Brazil*, borrador.
- Gold, Sir Joseph (1979), *Conditionality*, FMI, Washington (Pamphlet Series, n<sup>o</sup> 31).
- Goldfajn, Ilan, y Sérgio R. C. Werlang (2000), *The*

- Pass-through from Depreciation to Inflation: A Panel Study*, borrador
- Gutián, Manuel (1981), *Fund Conditionality: Evolution of Principles and Practices*, FMI, Washington (Pamphlet Series, n° 38).
- Knight, Malcolm (1999), *IMF Conditionality under Inflation Targeting: Some Comments and Suggestions*, documento presentado en el seminario del FMI sobre "Inflation Targeting and Fund Conditionality", 28 de octubre.
- Kozicki, Sharon (1999), "How Useful are Taylor Rules for Monetary Policy?", *Economic Review*, Banco Federal de Reserva de Kansas City, Segundo trimestre, pp. 5-33.
- Rabanal, Pau, y Gerd Schwartz (2001a), "Testing the effectiveness of the Overnight Interest Rate as a Monetary Policy Instrument", *Brazil-Selected Issues and Statistical Appendix*, FMI, enero (Staff Country Report, n° 01/10, pp. 114-35).
- Rabanal, Pau, y Gerd Schwartz (2001b), "Forecasting Inflation in Brazil: How Useful are Time Series Techniques?", *Brazil-Selected Issues and Statistical Appendix*, FMI, enero (Staff Country Report, n° 01/10, pp. 136-152).
- Schwartz, Gerd (1999), "Price Development after the Floating of the Real: The First Six Months", *Brazil-Selected Issues and Statistical Appendix*, FMI, septiembre (Staff Country Report, n° 99/97, pp. 7-35).
- Taylor, John B. (1993), *Discretion versus Policy Rules in Practice* (Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, n°. 39, pp. 195-214.)

# El Mercosur diez años después: ¿proceso de aprendizaje o *déjà vu*?\*

Roberto Bouzas

El Mercado Común del Sur (Mercosur) es una de las experiencias de integración recientes entre países en desarrollo que atrajo más la atención de los especialistas en comercio y política internacional. La dimensión económica y el peso de sus miembros en América del Sur, el crecimiento extraordinariamente rápido del comercio y la inversión intrarregionales, y la acelerada eliminación de aranceles al comercio entre los socios han sido todos atributos con pocos precedentes en experiencias similares entre los países en desarrollo. Este desempeño hizo que hacia mediados de la década de los '90 el Mercosur fuera referido como una experiencia exitosa y dinámica de "regionalismo abierto".<sup>1</sup>

Sin embargo, después de un comienzo promisorio el Mercosur comenzó a enfrentar dificultades crecientes. La agenda de negociaciones entró en una etapa dominada por temas particularmente conflictivos como la remoción de las barreras no fronterizas al comercio, la armonización y/o supervisión de las políticas internas que distorsionan la competencia y la creación de mecanismos efectivos para garantizar la aplicación de las políticas comerciales comunes. En cada una de estas áreas, y a diferencia de lo que ocurrió con la eliminación de los aranceles al comercio intrarregional, el Mercosur registró hasta hoy progresos modestos. En este

contexto, la pérdida de dinamismo y de credibilidad pusieron de manifiesto los límites y dificultades que enfrentan los procesos de integración entre países en desarrollo, especialmente cuando se proponen ir más allá de la eliminación de las restricciones fronterizas al comercio. Esto ha dado lugar a la legítima pregunta de si el Mercosur no estará transitando por un camino similar al de la mayoría de los acuerdos comerciales preferenciales entre países en desarrollo, esto es, una etapa de euforia fundacional que resulta seguida de un tránsito progresivo hacia la irrelevancia.

Este artículo analiza la experiencia del Mercosur en la última década y evalúa algunos de sus principales dilemas actuales de política. El propósito del trabajo no es reconstruir su historia, sino presentar hechos estilizados e identificar algunos factores que ayudan a explicar el potencial de cooperación y conflicto que existe en la región. Esto explica el énfasis en el análisis de los incentivos y las restricciones enfrentadas por sus dos mayores socios, la Argentina y Brasil. En la primera sección se presenta un panorama del desempeño del Mercosur en la década de los '90. En la segunda sección se analizan tres variables contextuales que ayudan a entender los contrastes que muestra ese desempeño. En la tercera sección se discuten algunos de los principales problemas y desafíos de política que enfrenta el proceso de integración regional en la actualidad. Finalmente, en la última sección se resumen algunas de las principales conclusiones del trabajo.

## I. La primera década del Mercosur: hechos estilizados

Aun cuando toda periodización implica un elemento de discrecionalidad, el desempeño del Mercosur

\* Reproduce el CEMLA, con la debida autorización, el presente artículo de R. Bouzas, investigador independiente del CONICET e investigador principal de la Facultad Latinoamericana de Ciencias Sociales, sede Argentina, aparecido en la revista *Desarrollo Económico*, vol. 41, n° 162, julio-septiembre de 2001, pp. 179-200. El autor, agradece muy especialmente la ayuda y los comentarios de Hernán Soltz.

<sup>1</sup> El interés que despertó el proceso de integración regional se reflejó, entre otros, en el debate sobre la intensidad del desvío de comercio que se instaló a mediados del decenio. Sobre este tema puede consultarse, por ejemplo, Devlin (1997), Yeats (1998) y Nagarajan (2000).

durante los años '90 puede ordenarse en períodos bastante claros tomando como base tres indicadores cuya combinación ofrece un relato dinámico del mismo. Estos tres indicadores son: *i*) la evolución de la interdependencia económica; *ii*) la brecha existente entre los acuerdos y su implementación (la “brecha de implementación”); y *iii*) la forma que en cada momento asumió la “politización” (el “sesgo de la politización”). Cada uno de estos indicadores merece una breve explicación.

La interdependencia económica es un indicador de la intensidad con que operan los “efectos de derrame” en la región y puede aproximarse a través de índices cuantitativos como la tasa de participación de las exportaciones intrarregionales en las exportaciones totales (índice de “regionalización del comercio”) o la tasa de participación de las exportaciones intrarregionales en el producto bruto regional. Las preferencias comerciales no producen necesariamente un aumento en la interdependencia económica. Además, aun cuando lo hicieran sabemos que ello no implicaría en forma automática un aumento en el bienestar de los miembros del acuerdo preferencial. Sin embargo, desde un punto de vista práctico, para que un acuerdo preferencial sea significativo deberá aumentar la interdependencia económica entre sus miembros. Este aumento podrá crear, a su vez, incentivos para una mayor cooperación y una administración más efectiva de los derrames transfronterizos.

A diferencia de la interdependencia económica, la “brecha de implementación” y el “sesgo de la politización” son indicadores cualitativos. El primero intenta captar el desfase que existe entre las decisiones de política (los acuerdos) y su materialización (la implementación). Aun cuando es prácticamente inevitable que la implementación efectiva de los acuerdos ocurra en forma desfasada e imperfecta, para ser creíble un acuerdo preferencial no puede convivir con una “brecha de implementación” grande y creciente. En el límite, un proceso de integración se torna irrelevante cuando las reglas establecidas por sus órganos de toma de decisión no tienen efectos prácticos sobre las regulaciones nacionales o sobre el comportamiento de los agentes económicos.

El “sesgo de la politización” intenta captar, por su parte, el contexto predominante en el que los miembros de un acuerdo preferencial administran sus diferencias y conflictos. La politización asume un perfil “negativo” cuando las diferencias (incluso aquellas de carácter meramente técnico) se llevan a la arena política y son capturadas conflictivamente por el debate interno. La politización también puede presentar rasgos “positivos”, como ocurre

cuando un interés común superior alienta y da fundamento al compromiso.

Ciertamente, estos tres indicadores no agotan el conjunto de variables que permiten analizar la marcha de un proceso de integración regional. No obstante, permiten describir de manera estilizada la trayectoria y el desempeño del Mercosur en el período bajo análisis. Con base en estos indicadores seleccionados organizamos la evolución del Mercosur durante su primera década en tres períodos. Sus principales rasgos pueden verse en el cuadro 1.

**Cuadro 1**

LA PRIMERA DÉCADA DEL MERCOSUR: UNA VISIÓN ESTILIZADA: INDICADORES DE DESEMPEÑO

<i>Período</i>	<i>Interdependencia económica</i>	<i>Brecha de implementación</i>	<i>Sesgo de la politización</i>
1991-1994	Creciente	Baja	Positivo
1995-1998	Creciente	Alta y creciente	Neutro
1998-?	Decreciente/ estancada	Alta y creciente	Negativo

*1) El “período de transición”, 1991-94*

El período entre la firma del Tratado de Asunción (marzo de 1991) y el 31 de diciembre de 1994 fue denominado “período de transición” hacia la unión aduanera. Durante estos años los flujos intrarregionales de comercio crecieron rápidamente profundizando la interdependencia económica, en especial entre los dos mayores socios del Mercosur. En un período de apenas cuatro años la tasa de participación de las exportaciones intrarregionales en el producto interno bruto (PIB) regional creció más del 60%, al igual que el índice de “regionalización” del comercio. Si bien la apertura unilateral jugó un papel en el aumento de los flujos de comercio intrarregional, la evidencia disponible indica que las preferencias también desempeñaron un rol importante.<sup>2</sup>

En el Tratado de Asunción los cuatro países signatarios asumieron tres compromisos principales: *i*) la implementación de un Programa de Liberalización Comercial (PLC) consistente en reducciones automáticas, lineales y generalizadas de aranceles; *ii*) la negociación y adopción de un arancel externo

<sup>2</sup> Cuánto del aumento de la interdependencia en el Mercosur es atribuible a las preferencias y cuánto a la apertura unilateral es materia de debate. No obstante, existe evidencia de que las primeras hicieron una contribución. Véase, por ejemplo: Frankel (1997) y Garriga y Sanguinetti (1995).

común (AEC); y *iii*) la coordinación de las políticas macroeconómicas y sectoriales. Hacia el fin del “período de transición” el Mercosur ya había eliminado la mayor parte de las barreras arancelarias al comercio intrarregional y había llegado a un acuerdo sobre el AEC.<sup>3</sup> Sin embargo, prácticamente no se habían registrado avances en la remoción de las restricciones no arancelarias. En materia de coordinación de las políticas macroeconómicas y sectoriales, para las que el Tratado de Asunción no había establecido ningún mecanismo, tampoco se había registrado ningún progreso.

En apenas cuatro años el Mercosur avanzó más en la liberalización del comercio intrarregional que en las tres décadas anteriores. En enero de 1995 más del 85% de los flujos de comercio intrarregional se beneficiaban de aranceles cero. Las excepciones estaban constituidas por unos pocos productos sensibles incluidos en el “régimen de adecuación final a la unión aduanera” (para los que se acordó un calendario de eliminación automática de tarifas que culminaría en enero de 1999, con un año más para Paraguay y Uruguay) y dos sectores “especiales” (azúcar y vehículos automotores) transitoriamente excluidos del libre comercio y de las políticas comerciales comunes.<sup>4</sup> En el ámbito de las barreras no arancelarias (BNA) el progreso fue bastante más modesto. El único compromiso efectivo se limitó a la eliminación de trece barreras (principalmente prohibiciones de importación y restricciones cuantitativas) al final del “período de transición”, sobre un total de cerca de 250 medidas identificadas.

Durante 1994 los miembros del Mercosur también llegaron a un acuerdo sobre la estructura general del AEC y aprobaron un código aduanero común. Los conflictos de intereses derivados de las divergencias en las estructuras nacionales de protección se acomodaron a través de un compromiso que incluyó el mantenimiento temporario de los aranceles nacionales para un número limitado de productos que convergerían automáticamente hacia el AEC.<sup>5</sup> Los productos beneficiados con este

<sup>3</sup> Para una evaluación del “período de transición”, véase Fritsch y Tombini (1994) y Laird (1998)

<sup>4</sup> El comercio de automóviles y autopartes entre la Argentina, Brasil y Uruguay también tenía lugar en condiciones de arancel cero, aunque sujeto a requisitos de intercambio compensado. En 1994 también se acordó incluir el sector azucarero en el régimen de libre comercio e implementar una política comercial común a partir de enero de 2001. Un año antes debía hacerse lo propio con el sector automotriz. En el período 1991-99 el comercio de productos del sector automotriz representó alrededor de un quinto del comercio bilateral total entre la Argentina y Brasil. Para un análisis del impacto del Mercosur sobre el sector automotriz, véase Bastos Tigre *et al.* (1999).

<sup>5</sup> Para un análisis de la estructura del arancel externo común puede consultarse Olarreaga y Soloaga (1997).

régimen eran unos pocos bienes sensibles incorporados en sendas “listas nacionales de excepción”, los bienes de capital y los productos de la industria informática y de telecomunicaciones.

En enero de 1995 el Mercosur aún estaba lejos de ser una unión aduanera. En materia de acceso a los mercados prácticamente no se había avanzado en la remoción de las BNA. Por otro lado, los instrumentos de política comercial común (y en particular el arancel externo común) recién comenzaban a implementarse. Del mismo modo, las asimetrías en las políticas públicas nacionales continuaban amenazando con distorsionar las condiciones de competencia en la región. No obstante, comparado con los procesos de integración típicos de países en desarrollo el Mercosur registraba resultados muy significativos en materia de liberalización del comercio y aumento de la interdependencia económica en un período muy breve.

El “período de transición” no estuvo libre de conflictos entre los miembros. En particular, la Argentina acumuló déficits comerciales crecientes con Brasil, cuyas consecuencias políticas fueron administradas a través de un enfoque flexible y cooperativo. Ejemplos de ello fueron la aceptación por parte del gobierno brasileño del aumento de la “tasa de estadística” por parte de la Argentina del 3% al 10% a fines de 1992 (algo que iba contra los compromisos asumidos en el Tratado de Asunción) y la decisión de adquirir cantidades crecientes de petróleo y trigo a la Argentina como un medio para reducir el déficit en el comercio bilateral.

## 2) La “era de los mercados”, 1995-98

El período 1995-98 se caracterizó por los contrastes en el desempeño del Mercosur. En ese período se combinaron un aumento sostenido de la interdependencia económica, una brecha creciente entre los compromisos adoptados y su implementación efectiva y un clima de progresiva politización negativa. Esta combinación de factores dio transitoriamente crédito a la interpretación de que el Mercosur podía continuar profundizando la interdependencia económica entre sus socios impulsado solamente por los intereses y la energía del sector privado. De acuerdo con esta visión, la agenda de negociación de políticas públicas quedaba relegada a un segundo plano o incluso carecía de importancia. Durante este período, sin embargo, comenzó a acumularse una cantidad creciente de asuntos pendientes que acabaron minando severamente su credibilidad.

Durante el período 1995-98 el índice de “regionalización del comercio” creció cerca del 50% (al igual que la tasa de participación de las exporta-

ciones intrarregionales en el PIB). En relación con el comercio y la inversión este período fue una “edad de oro” liderada por incentivos de mercado y, especialmente, por la recuperación de la actividad económica y la apreciación real de la moneda brasileña que siguió a la implementación del Plan Real. Las reducciones programadas de aranceles establecidas en el “régimen de adecuación” se implementaron conforme a lo establecido, pero no fue posible eliminar el tratamiento especial del azúcar y los vehículos automotores. Lo que es aun más importante, prácticamente no se registró ningún progreso en materia de BNA, ni siquiera en lo que se refiere al aumento en la transparencia.

Las políticas comerciales comunes se implementaron muy parcialmente: se autorizaron nuevas excepciones al AEC, surgieron otras no previstas originalmente (como las creadas por la supervivencia de los acuerdos preferenciales bilaterales y los regímenes especiales de importación) y el código aduanero común nunca entró en vigencia. Por estas razones todos los bienes comerciados siguieron sujetos a reglas de origen, neutralizando una de las mayores ventajas de una unión aduanera en relación a un área de libre comercio.<sup>6</sup> Después de la conclusión de los acuerdos de libre comercio con Chile y con Bolivia, las negociaciones del Mercosur con la Comunidad Andina de Naciones (CAN) y con México concluyeron en sendos fracasos y aún se encuentran pendientes. El resultado fue la extensión temporaria (o incluso la expansión) de los acuerdos bilaterales preexistentes, lo que produjo nuevas “perforaciones” del AEC.

La agenda de “profundización” del Mercosur acordada en diciembre de 1995 (Programa de Acción hacia el Año 2000) tampoco registró progresos sustantivos. Una iniciativa para destacar fue la firma de un Protocolo de Liberalización del Comercio de Servicios en 1997. Sin embargo, este documento no fue más allá de los compromisos ya asumidos por los miembros en el acuerdo respectivo (GATS) en la Organización Mundial de Comercio (OMC). Los acuerdos sobre salvaguardias y derechos antidumping y compensatorios negociados y acordados en este período tampoco entraron en vigor.<sup>7</sup>

Desde una perspectiva institucional, la mayor innovación del período 1995-98 fue la creación de una comisión de comercio (CCM) encargada de administrar los instrumentos de política comercial

común y los asuntos de rutina vinculados con la liberalización del comercio intrazona. En la práctica la CCM acabó ocupada de la administración de las disputas comerciales entre los socios, desviando su atención desde la implementación de instrumentos comunes de política comercial. Aun cuando el Tratado de Asunción establecía que para entonces ya debía estar en marcha un mecanismo permanente de solución de controversias, en 1995 se decidió prorrogar la vigencia del Protocolo de Brasilia sobre Solución de Controversias (PBSC) hasta el perfeccionamiento de la unión aduanera, previsto para el año 2006. No obstante la proliferación de conflictos y diferencias entre los socios durante esta etapa, debieron pasar tres años más hasta que el procedimiento arbitral del mecanismo de solución de controversias fuera reglamentado y pudiera entrar efectivamente en vigencia.<sup>8</sup>

La politización “positiva” que caracterizó el “período de transición” fue progresivamente reemplazada por un tono más conflictivo durante el período 1995/ 1998. Si bien durante esta fase los rasgos negativos del fenómeno de politización no alcanzaron la virulencia que asumirían en los años posteriores, los objetivos comunes fueron eclipsados por diferencias de intereses y percepciones cada vez más explícitas.<sup>9</sup>

### 3) *Tiempos de turbulencia, 1998-?*

La devaluación del real en enero de 1999 es señalada con frecuencia como el detonante de las dificultades por las que atraviesa el Mercosur. Si los argumentos presentados anteriormente son correctos, ésta es una interpretación reduccionista. Las raíces del mediocre desempeño del Mercosur en los últimos años deben buscarse en razones más fundamentales que el *shock* creado por la maxidevaluación de la moneda brasileña. Algunas de estas razones ya fueron señaladas y otras serán discutidas con más detalle en la sección II.

El período posterior a 1998 muestra una reversión en el incremento de la interdependencia económica que había tenido lugar de manera ininterrumpida desde 1991: en efecto, en 1999 el valor del comercio intrarregional se contrajo en 25%, mientras que el índice de “regionalización del comercio” retrocedió a los niveles de 1995. Durante el año 2000 el valor del comercio intrarregional

<sup>6</sup> En la práctica esto implicó el doble cobro del AEC para los bienes reexportados provenientes de extrazona que no cumplían con los requisitos de origen.

<sup>7</sup> Para un análisis más detallado del período véase BID-INTAL (1997).

<sup>8</sup> Para un análisis del perfil institucional del Mercosur, véase Boldorini y Zalduendo (1995) y González (1999). Para una evaluación del desempeño institucional, véase Bouzas y Soltz (2001).

<sup>9</sup> Para una presentación sobre las crecientes divergencias entre la Argentina y Brasil en el campo regulatorio y de política exterior véase da Motta Veiga (1999) y Hirst (1999).

volvió a crecer (13.3%), pero apenas superó los valores alcanzados en 1996. El índice de “regionalización del comercio”, por su parte, se mantuvo estable en los niveles de 1995.

El retroceso de la interdependencia económica fue resultado de condiciones macroeconómicas adversas, pero también de decisiones de política. Por una parte, la prolongada recesión económica que se instaló en la Argentina en 1998 y el lento crecimiento que siguió a la devaluación del real en Brasil afectaron negativamente los intercambios.<sup>10</sup> Pero éstos también se vieron afectados por decisiones de política (como la aplicación de derechos anti-dumping u otras medidas *ad hoc* de protección) y por “acuerdos de ordenamiento de mercado” negociados por el sector privado con el patrocinio o la tolerancia de los gobiernos.<sup>11</sup>

Durante el período que siguió a 1998 también se agravó la tendencia a la ampliación de la brecha entre decisiones e implementación que se había instalado en la fase anterior. El tratamiento arancelario especial para los productos incluidos en el “régimen de adecuación” llegó a su fin tal como se había previsto, pero el azúcar y los vehículos automotores siguieron sujetos a regímenes especiales.<sup>12</sup> Además, la negativa brasileña a adoptar un mecanismo de salvaguardias para el comercio intrazona después de la devaluación del real (el régimen de salvaguardias establecido por el Tratado de Asunción concluyó al fin del “período de transición”) resultó en una proliferación de medidas de protección *ad hoc* (formales e informales) que probaron ser un obstáculo (poco transparente) al comercio intrarregional. La remoción de las BNA tampoco avanzó. Más bien, por el contrario, éstas aumentaron dando lugar a un proceso por medio del cual la protección arancelaria fue reemplazada por instrumentos administrativos más discrecionales y menos transparentes.

En esta última fase la implementación de las políticas comerciales comunes y la agenda de “profundización” quedaron en suspenso. De esta manera, la “brecha de implementación” siguió ampliándose y minando la credibilidad de los órganos y el proceso de toma de decisiones del Mercosur.

<sup>10</sup> Para un análisis de la evidencia sobre la vinculación entre flujos de comercio, demanda agregada y tipo de cambio bilateral real en el Mercosur véase, por ejemplo, Heymann y Navajas (1998) y Heymann (1999).

<sup>11</sup> Una revisión exhaustiva de los mecanismos que se adoptaron durante 1999 puede consultarse en BID-INTAL (2000).

<sup>12</sup> El azúcar debería haber sido incluido en las reglas generales en diciembre del 2000, pero no hubo acuerdo. En marzo del 2000 finalmente se acordó un régimen común para el sector automotriz, pero el libre comercio intrarregional sólo se implementará en el año 2006.

La expresión más visible de ello fue el práctico colapso del AEC al que condujeron las decisiones arancelarias y cambiarias adoptadas por el gobierno argentino en el primer semestre del año 2001. Los mecanismos de solución de controversias tampoco operaron eficientemente: a pesar de la proliferación de disputas que se registró durante este período, la instancia arbitral fue activada plenamente en sólo cuatro ocasiones, y algunos de sus dictámenes (como el primero de ellos, referido a las restricciones no arancelarias) tuvieron una efectividad dudosa.<sup>13</sup>

Durante este tercer período los rasgos negativos de la politización adquirieron particular intensidad. Los conflictos comerciales se multiplicaron, la devaluación del real aumentó la inclinación de los gobiernos de los otros países a hacerse eco de los reclamos privados y se ingresó en una fase de desentendimiento y confrontación retórica. La colisión entre los gobiernos de la Argentina y Brasil en materia de política exterior y de proyectos de vinculación estratégica internacional agravó las tensiones y puso aún más de manifiesto la fractura de la matriz de intereses comunes que había estado en la base del proceso de cooperación intrarregional desde mediados de la década de los '80. El agravamiento de la situación económica en la Argentina durante 2000 y 2001 incrementó la demanda por flexibilidad, debilitando aun más los mecanismos de toma de decisiones e implementación en el Mercosur.

El incumplimiento de los objetivos establecidos por la agenda de relanzamiento del Mercosur de junio del 2000 y las graves diferencias que se pusieron de manifiesto antes de la cumbre presidencial de junio de 2001 confirmaron que esta tercera fase de turbulencias y discordias está lejos de haber concluido.<sup>14</sup> A diez años de su creación el Mercosur está en una encrucijada y enfrenta un destino incierto.

<sup>13</sup> El procedimiento arbitral para la solución de controversias establecido por el Protocolo de Brasilia es menos “potente” que el que los países miembros se han comprometido a respetar en el marco de la OMC. En este último también existen paneles *ad hoc* que entienden sobre diferencias particulares, pero están complementados con un Órgano Permanente de Apelación integrado por siete jueces, cuyos dictámenes son adoptados por el Órgano de Solución de Diferencias a menos que éste los rechace por consenso. Para una tipología de los mecanismos de solución de controversias véase Yarbrough and Yarbrough (1997).

<sup>14</sup> Con excepción de la reestructuración de los órganos dependientes del Grupo Mercado Común y de la Comisión de Comercio, ninguno de los objetivos planteados por el relanzamiento había sido alcanzado a junio de 2001. Todos los plazos fueron nuevamente prorrogados en la reunión cumbre de mediados de ese año.

## II. Explicando el desempeño del Mercosur en su primera década

En esta sección concentramos nuestra atención en tres variables contextuales que ayudan a entender los factores que contribuyeron al progreso y al estancamiento del Mercosur durante la última década. Estas tres variables son: *i*) las preferencias nacionales de política; *ii*) el contenido de la agenda de negociación; y *iii*) el ambiente externo. Como puede verse en el cuadro 2, durante cada uno de los períodos analizados estas tres variables asumieron características distintivas.

**Cuadro 2**

EXPLICANDO EL DESEMPEÑO DEL MERCOSUR (VARIABLES CONTEXTUALES)

<i>Período</i>	<i>Preferencias de política</i>	<i>Naturaleza de la agenda</i>	<i>Ambiente externo</i>
1991-1994	Macroeconómicas divergentes Macroeconómicas divergentes	Barreras fronterizas (aranceles) y definición de políticas comerciales comunes	Favorable
1995-1998	Macroeconómicas divergentes Macroeconómicas divergentes	Barreras no tarifarias, implementación de políticas comerciales comunes y “profundización”	Adverso
1998-?	Macroeconómicas divergentes Macroeconómicas divergentes	Barreras no tarifarias, implementación de políticas comerciales comunes y “profundización”	Adverso

### 1) El “período de transición”, 1991-94

Durante el “período de transición” el desempeño del Mercosur fue influido por un conjunto de circunstancias contextuales propicias, entre las que se contaron preferencias nacionales de política parcialmente congruentes, una agenda de negociación centrada esencialmente en temas ligados a la “integración superficial” y un ambiente externo favorable.

Desde el punto de vista de las preferencias de política el período 1991-94 tuvo características mixtas. Por un lado, los socios mostraron preferencias congruentes en materia de políticas microeconómicas (especialmente en el plano comercial), junto con enfoques y desempeños macroeconómicos bas-

tante divergentes. Después de dos episodios de hiperinflación la Argentina estabilizó su economía con la adopción de un régimen de caja de conversión en abril de 1991 (el Plan de Convertibilidad). Este nuevo régimen de política no sólo eliminó de raíz la discrecionalidad en la política monetaria, sino que también condicionó la capacidad del gobierno de implementar políticas fiscales expansivas. Dados los límites impuestos a la monetización del déficit del sector público, el gobierno argentino tuvo que implementar un programa fiscal consistente con las posibilidades de financiamiento ofrecidas por las privatizaciones y por la colocación de deuda en el mercado internacional de capitales. El nuevo régimen de política produjo una caída brusca de la inflación, una rápida recuperación del crecimiento y una apreciación real de la moneda local. En contraste con la situación de la Argentina, a principios de los '90 Brasil transitaba por las etapas iniciales de su proceso de estabilización macroeconómica: la inflación permanecía elevada, la posición fiscal era frágil y la política cambiaria consistía en un crawling-peg cuyo principal objetivo era mantener la estabilidad del tipo de cambio real.

A pesar de las divergencias observadas en las trayectorias y en las políticas macroeconómicas, en el plano microeconómico las preferencias de política en los dos países presentaban convergencias notables. Aun cuando éstas eran probablemente mayores en la retórica que en la práctica, ambos gobiernos adoptaron políticas de reforma pro mercado, especialmente en materia comercial. De hecho, durante los primeros años del Mercosur la liberalización unilateral y la liberalización preferencial fueron políticas que se reforzaron mutuamente.<sup>15</sup>

A lo largo de este período la agenda de negociaciones estuvo dominada por la eliminación de los aranceles y otras barreras fronterizas al comercio. Con ese objetivo (y en forma congruente con el marco prevaleciente de política comercial), los gobiernos de la Argentina y Brasil firmaron a mediados de 1990 el Acta de Buenos Aires, poniendo en marcha un programa de reducciones lineales, automáticas y generalizadas a los aranceles al comercio intrazona. Este programa, adoptado por los cuatro Estados parte cuando se firmó el Tratado de Asunción en marzo de 1991, implicó un cambio fundamental en el enfoque y el procedimiento de la liberalización. En efecto, una vez aprobado por los parlamentos nacionales, el Programa de Liberalización Comercial se transformó en una obligación legal interna y su implementación pasó a ser automática. Este procedimiento alteró radicalmente la lógica de las negociaciones comerciales intrarre-

<sup>15</sup> Véase, por ejemplo, Motta Veiga (1997).

gionales, reemplazando el enfoque tradicional de “listas positivas” por un método de “listas negativas”. El resultado de este nuevo enfoque, hecho posible por el carácter más abierto de la política comercial, fue un proceso de eliminación de aranceles al comercio intrarregional rápido, homogéneo y profundo.

El acuerdo sobre instrumentos comunes de política comercial (y especialmente el AEC) también se vio facilitado por la convergencia de los regímenes nacionales de comercio exterior (particularmente la liberalización unilateral) y por un arbitraje satisfactorio de las diferencias de intereses que se materializó en períodos prolongados de transición para productos y sectores en los que las estructuras nacionales de protección divergían de manera importante.<sup>16</sup> Dado que el AEC reproducía en buena medida la estructura de la protección de Brasil, estos largos períodos de transición suavizaron los previsibles conflictos de intereses.

Por último, durante el período 1991-94 el ambiente externo contribuyó al progreso del Mercosur desde el punto de vista del aumento de la interdependencia económica, del avance rápido del proceso de liberalización comercial y del clima político más amplio. Por un lado, la alta liquidez en los mercados financieros internacionales relajó la restricción de financiamiento externo, facilitando el crecimiento de las economías y el financiamiento de los déficit en la balanza de transacciones corrientes. La abundante disponibilidad de recursos externos también ayudó a reducir la conflictividad de los crecientes desequilibrios bilaterales acumulados en los flujos de comercio. En el mismo sentido influyeron episodios como el lanzamiento de las negociaciones del NAFTA y el anuncio de la Iniciativa para las Américas en 1990, así como la convocatoria a la cumbre presidencial de Miami en diciembre de 1994. En aquella ocasión los presidentes y jefes de Estado de treinta y cuatro países del hemisferio occidental se comprometieron a iniciar negociaciones para establecer un área de libre comercio a partir del año 2005. Estas iniciativas, sumadas a la percepción de que existía un riesgo creciente de “marginalización” de la escena económica internacional después de una “década perdida” por la crisis de la deuda y del colapso de los regímenes socialistas en Europa central y oriental, desataron incentivos “defensivos” en la región (especialmente en Brasil), estimulando un mayor involucramiento e inversión de energías políticas en el proceso de integración regional.

<sup>16</sup> Para un análisis de la negociación del AEC puede consultarse Campbell *et al.* (1999).

## 2) La “era de los mercados”, 1995-98

Como vimos en la sección anterior, durante el período 1995/1998 el comercio y la inversión intrarregionales siguieron creciendo rápidamente, a pesar de la acumulación de un número creciente de asuntos irresueltos y de la presencia cada vez más frecuente de episodios de politización negativa. Durante este período, sin embargo, los dos principales socios del Mercosur atravesaron por una fase en la que las políticas macroeconómicas se orientaron en la dirección de una convergencia de facto centrada en la estabilización económica y la utilización del tipo de cambio como ancla nominal. Pero la adopción del Plan Real en Brasil a mediados de 1994 fue pronto seguida de cambios en el enfoque microeconómico. A partir de 1995 el gobierno brasileño (tanto a nivel central como de las administraciones locales) comenzó a experimentar con un patrón de intervención sectorial y horizontal más activo (como el régimen automotriz para las regiones Norte y Nordeste, los programas de financiamiento a las exportaciones, etcétera).<sup>17</sup> En la Argentina, entretanto, continuaba prevaleciendo un enfoque de intervención mínima determinado tanto por preferencias de política como por restricciones institucionales. Estas trayectorias divergentes en el campo de la política microeconómica, y su impacto sobre el comercio y la localización de las inversiones, ampliaron significativamente el potencial de conflicto, precisamente en un contexto de interdependencia económica incrementada.

Por otra parte, el éxito obtenido por el programa de eliminación de aranceles implementado durante el “período de transición” implicó el surgimiento de una agenda de negociaciones mucho más compleja. Una vez que la mayoría de los aranceles al comercio intrarregional fue eliminada o sujeta a un calendario automático de eliminación, las negociaciones sobre acceso a los mercados pasaron a centrarse en cuestiones más complejas y conflictivas como la identificación y remoción de las restricciones no arancelarias al comercio u otras barreras de carácter no fronterizo. El tratamiento de las barreras no arancelarias y de las restricciones no fronterizas plantean grandes desafíos a la liberalización del comercio. Estos instrumentos son poco transparentes y normalmente se utilizan discrecionalmente con fines de protección de los productores domésticos. Por otra parte, la frontera entre restricciones “legítimas” y regulaciones discrecionales (especialmente en lo que toca a la implementación) es ambigua. Por esta misma razón, en este campo es difícil alcanzar un consenso sobre el

<sup>17</sup> Motta Veiga (1999).

grado deseable de armonización. El carácter mismo de la agenda de BNA y las restricciones no fronterizas hizo las negociaciones más complejas y potencialmente más conflictivas.

Por otra parte, una vez concluido el “período de transición” adquirió mayor importancia la implementación efectiva de las políticas comerciales comunes. Sin embargo, la adopción de políticas comerciales comunes supone un grado de “integración positiva” que exige no sólo que los socios compartan intereses y preferencias, sino que también tengan niveles equivalentes de recursos institucionales.<sup>18</sup> Por otra parte, cuando estas políticas comunes resultan de un compromiso entre diferentes intereses y percepciones en un ambiente asimétrico (como fue el caso, por ejemplo, de la adopción del AEC en el Mercosur), la sustentabilidad de dichos acuerdos requiere la materialización de *trade offs* dinámicos que preserven la cohesión y desestimulen la defección. Las mismas exigencias se aplican al progreso en la agenda de “profundización”.

Finalmente, después de mediados de los '90 el ambiente externo comenzó a tornarse más desfavorable para el progreso del Mercosur. Por una parte, el acceso a los mercados internacionales de capital se deterioró sensiblemente después de la crisis de México en diciembre de 1994, agravándose aun más después de la crisis del Este asiático en 1997 y del default de Rusia en 1998. Este deterioro en las condiciones de acceso al financiamiento externo puso de manifiesto la vulnerabilidad de las economías de la región frente a cambios en las condiciones internacionales, afectando el desempeño económico y, eventualmente, estimulando turbulencias macroeconómicas internas que generaron importantes efectos de derrame sobre el resto de la región.

Por otra parte, los “incentivos defensivos” que habían operado en los primeros años del Mercosur (especialmente sobre Brasil) se relajaron como consecuencia del fracaso de la administración Clinton en obtener una autorización del Congreso para negociar acuerdos comerciales bajo el mecanismo de la “vía rápida”. La pérdida de credibilidad de las negociaciones del ALCA en los tres años que si-

<sup>18</sup> La implementación de una política comercial común requiere no sólo ponerse de acuerdo sobre el AEC que habrá de implementarse, sino también aplicar procedimientos aduaneros homogéneos. Para esto último, por su parte, es necesario un largo proceso de armonización de prácticas y procedimientos que trascienda la mera existencia de un código aduanero común. Como lo demuestra la experiencia europea, para alcanzar este umbral es necesario realizar una fuerte inversión en capacitación de recursos humanos y en la homogeneización de la calidad de las instituciones responsables por la implementación.

guieron a la cumbre de Miami redujeron la premura y los incentivos para hacer avanzar el Mercosur. Esta consideración fue especialmente relevante para el gobierno brasileño, que desde un principio vio el proceso de integración hemisférica –y su vinculación con el Mercosur– a través de una lente eminentemente estratégica.

### 3) *Tiempos de turbulencia, 1998-?*

En el período más reciente las tres variables contextuales que nos ocupan experimentaron desarrollos negativos para la marcha del Mercosur. La devaluación del real en enero de 1999 puso fin a la convergencia de facto en las políticas macroeconómicas producidas por el Plan Real. El *shock* devaluatorio alteró las condiciones de competencia en la región y, aun cuando su efecto sobre los flujos agregados de comercio es materia de debate, tuvo impactos importantes sobre sectores particulares.<sup>19</sup> Lo que es más relevante, confirmó que las preferencias de política (especialmente en materia cambiaria) entre los dos mayores socios del Mercosur eran fuertemente divergentes. Condicionado en sus opciones de política por la caja de conversión y un alto grado de dolarización de los activos y pasivos del sistema financiero, las autoridades argentinas vieron la devaluación del real como un *shock* al que llevaría tiempo ajustarse y que agravaba las condiciones externas adversas que enfrentaba la Argentina (apreciación del dólar y caída en los precios de las commodities de exportación). Así, a las divergencias preexistentes en el ámbito de las políticas microeconómicas se sumó una brecha en el plano de las políticas macroeconómicas, introduciendo fuertes tensiones sobre la marcha del proceso de integración regional.

Las divergencias sobre las preferencias en materia de política comercial también se hicieron cada vez más explícitas, reflejándose en dificultades crecientes para poner en marcha los instrumentos acordados de política comercial común. Como ya señalamos, la fijación del AEC en 1994 había sido el resultado de una transacción que replicó en buena medida la estructura de la protección prevaleciente en Brasil y la combinó con mecanismos transitorios para acomodar las diferencias existentes de intereses y preferencias nacionales (especialmente para bienes no producidos en las economías menores como la Argentina, Paraguay y Uruguay). Esta flexibilidad se amplió en la segunda mitad de los

<sup>19</sup> Al menos en el caso de la Argentina, la mayoría de los sectores que reaccionaron más abiertamente a la devaluación del real (como la industria del calzado) arrastraban problemas de competitividad desde comienzos de la década de los '90.

'90, cuando se autorizó un conjunto de regímenes especiales que multiplicaron las “perforaciones” al AEC.<sup>20</sup>

Sin embargo, y más allá de estas excepciones, el problema de fondo con la viabilidad del AEC parecía residir en la sustentabilidad del *trade off* que originalmente estuvo en la base del acuerdo. Para las economías más pequeñas la adopción de una estructura de protección que gravaba con aranceles comparativamente más elevados la importación desde extrazona de bienes no producidos localmente (una vez que se agotaran los períodos de convergencia) podía cobrar sentido si en contrapartida se beneficiaban de mayor transparencia y estabilidad en las condiciones de acceso al mercado brasileño, menores costos de transacción, mejores términos de negociación con terceros países y condiciones de competencia intrarregionales menos distorsionadas.<sup>21</sup> Sin embargo, hacia fines de los '90 parecía evidente que la preferencia por mayor flexibilidad (basada o bien en la frustración respecto de los beneficios esperados del *trade off* o en preferencias estructuralmente disímiles) era predominante. En el caso de la Argentina esta consideración se puso de manifiesto nítidamente en el primer semestre del año 2001 cuando el gobierno resolvió unilateralmente reducir a cero los aranceles para los bienes de capital y elevarlos para los bienes de consumo al máximo consolidado en la OMC (35%). La Argentina enseguida solicitó un waiver transitorio a sus socios del Mercosur, el que fue concedido.<sup>22</sup>

Este contexto de discrepancias creó nuevos obstáculos para el tratamiento de los temas pendientes de la agenda intrarregional. El deterioro en el am-

<sup>20</sup> Estas excepciones incluían autorizaciones especiales para modificar aranceles para hacer frente a problemas de oferta, la permanencia o ampliación de acuerdos preferenciales bilaterales con otros socios de la ALADI, el mantenimiento de los regímenes especiales de importación (como los programas nacionales de “admisión temporaria”) y el incremento optativo del AEC en tres puntos porcentuales a partir de 1997 (por un período determinado).

<sup>21</sup> En el Mercosur no se consideró en ningún momento la posibilidad de transferencias explícitas que sirvieran como un mecanismo de cohesión. Otras uniones aduaneras exitosas (como la Unión Europea o la Unión Aduanera Sudafricana) han adoptado distintos arreglos para equilibrar la ecuación de costo/beneficio para cada uno de los miembros como consecuencia de la adopción de una estructura de protección común.

<sup>22</sup> En la cumbre presidencial de junio de 2001 se creó un Grupo de Alto Nivel para estudiar ajustes en el AEC para algunos sectores (bienes de capital, productos de telecomunicaciones e informática). Sin embargo, pocos días después del encuentro el gobierno argentino volvió a tomar medidas unilaterales. Para un análisis sobre los conflictos que precedieron a la cumbre del Mercosur de junio de 2001 y una evaluación de los resultados de esta última véase Bouzas y da Motta Veiga (2001).

biente macroeconómico condujo a una intensificación en el uso de medidas restrictivas al comercio y degradó el clima político. En este marco, la agenda sobre acceso a los mercados –hasta entonces inconclusa debido al prácticamente nulo progreso en materia de BNA– volvió a adquirir relevancia como resultado de la implementación de nuevas restricciones.<sup>23</sup> La agenda de “profundización”, por su parte, se tornó irrelevante en un contexto en el que las disputas se multiplicaron en ámbitos de política que suponían aún menos compromiso.

Durante esta tercera etapa el ambiente externo tampoco favoreció el progreso del proceso de integración regional. El racionamiento de la Argentina del mercado internacional de préstamos voluntarios desde fines del año 2000 y los riesgos crecientes de default durante el año 2001 volvieron a poner en evidencia la fragilidad externa de las dos mayores economías del Mercosur. Aunque la situación de la economía brasileña no aparecía tan delicada como la de la Argentina, sus elevadas necesidades de financiamiento y los temores de contagio regional se reflejaron en un sensible aumento en el ritmo de depreciación del real. En un contexto macroeconómico tan negativo el potencial de conflicto se multiplicó, sin que el Mercosur contara con los recursos institucionales o las energías políticas necesarias para administrar sus consecuencias de manera más constructiva.

Pero el lento progreso registrado en las negociaciones del ALCA constituyó un estímulo para la preservación del Mercosur. Dada la intensidad de la fragmentación y el unilateralismo que prevaleció en este último período, los “incentivos defensivos” para negociar conjuntamente en el ALCA y con la Unión Europea contribuyeron a limitar las tendencias centrífugas. En el caso del gobierno de Brasil, como ya se dijo, fue con esta óptica que se encararon desde un comienzo las negociaciones hemisféricas. Pero también en el caso del gobierno argentino el argumento “mercantilista” de que una negociación en bloque mejoraría las perspectivas de obtener resultados más favorables en esas negocia-

<sup>23</sup> En el año 2001 la Argentina adoptó un régimen transitorio de tipos de cambio múltiples para las transacciones comerciales que se extendió a los socios del Mercosur. En qué medida este régimen (que afecta tanto las importaciones como las exportaciones) es compatible con los compromisos asumidos en el Tratado de Asunción (o aun en la OMC) es materia de debate. Luego de la adopción del “factor de convergencia” los aranceles sobre los bienes de consumo importados de extrazona se redujeron del 35% (al que habían sido llevados pocas semanas antes) al 27%. En un clima de creciente indisciplina el gobierno de Paraguay anunció la aplicación de aranceles específicos y el de Uruguay aumentó la comisión de servicio del Banco de la República Oriental del Uruguay para las importaciones

ciones se volvió en un argumento a favor de la preservación del Mercosur.<sup>24</sup>

### III. Los desafíos del Mercosur en su segunda década

El Mercosur está frente a una impasse. Si bien la devaluación del real agravó muchos de sus problemas, sería un error atribuirle el principal papel causal. En efecto, antes de la devaluación del real el Mercosur ya exhibía señales de una “brecha de implementación” creciente, conflictos en aumento y una gradual disolución –sin reemplazo a la vista– de la matriz de intereses comunes que estuvo en la base del proyecto asociativo regional. En esta sección examinamos tres desafíos que enfrenta el Mercosur para recuperar su dinamismo. Estos son: *i*) el arbitraje satisfactorio de los diferentes intereses, percepciones y preferencias de política que prevalecen entre los miembros; *ii*) una respuesta al “déficit de liderazgo” que exhibe el proceso de integración; y *iii*) la identificación e implementación de una agenda cooperativa. Estos tres desafíos implican que la superación de la impasse actual requerirá algo más que iniciativas aisladas. Su existencia coloca al Mercosur frente al dilema entre el *déjà vu* clásico de las experiencias de integración entre países en desarrollo y el aprendizaje y la innovación.

#### 1) Intereses, percepciones y preferencias de política divergentes

Los miembros del Mercosur no adhirieron al proceso de integración por motivos similares. De hecho, no hay ninguna razón por la cual los países que participan de un proceso de integración regional deban tener los mismos incentivos. Lo que se requiere es que las motivaciones y los objetivos no sean incongruentes. En tal caso será posible alcanzar un arbitraje mutuamente satisfactorio sobre la base de un compromiso que produzca beneficios mutuos más o menos equilibrados. La realización de esta transacción es función de la política.

En el caso del Mercosur los cuatro miembros tuvieron incentivos diferentes desde el inicio. Mientras que para el gobierno brasileño el Mercosur fue esencialmente un vehículo para aumentar su presencia en el ámbito internacional, para el gobierno argentino el Mercosur fue un instrumento motivado por la perspectiva de ganancias comerciales y por consideraciones políticas internas.<sup>25</sup> Pero esta

matriz de intereses congruentes que proporcionó la argamasa original para el establecimiento del Mercosur (y, previamente, de la cooperación bilateral entre la Argentina y Brasil) entró progresivamente en crisis. En su base estuvo la emergencia de preferencias disímiles e incongruentes de política entre los países socios, y especialmente entre los dos miembros mayores.

Así, durante la segunda mitad de los '90 el gobierno brasileño vio frustradas sus expectativas de que el respaldo argentino sería funcional a las prioridades de acción internacional de Brasil. En efecto, para frustración de las expectativas brasileñas el gobierno argentino hizo del estrecho alineamiento con Estados Unidos el fundamento de su política externa. Por su parte, los miembros menores del Mercosur (incluida la Argentina) vieron frustrarse sus expectativas de un acceso estable al mercado brasileño: la discrecionalidad siguió jugando un papel importante y la permanencia o el surgimiento de asimetrías de política generó tensiones en materia de comercio y de localización de la inversión. La gradual disolución de esta matriz de intereses comunes y la falta de un reemplazo adecuado están en la raíz de *la impasse* por la que atraviesa el Mercosur.

Las discrepancias (reales o percibidas) entre los países miembros se manifestaron en varias áreas críticas. Una de las más importantes fue el debate sobre el nivel y la estructura de la protección. A medida que los calendarios de convergencia que habían hecho posible llegar a un acuerdo sobre el AEC en 1994 fueron llegando a su fin, se hizo más firme la percepción de que los costos asociados al nivel y a la estructura de la protección final no estaban siendo adecuadamente compensados por otros beneficios. Este hecho colocó en cuestión el acuerdo básico original. Las discrepancias entre los países miembros no sólo se expresaron en las preferencias reveladas en materia de estructura de la protección. En efecto, las diferencias se hicieron cada vez mayores en lo que toca a la extensión y al alcance de las políticas públicas. Después del interregno neoliberal del gobierno Collor de Mello en Brasil (en muchos aspectos más retórico que sustantivo), las administraciones que le siguieron volvieron a implementar políticas más activas que contrastaban fuertemente con las inclinaciones y las capacidades institucionales y económicas de los restantes socios del bloque. En este contexto, el tratamiento de los efectos de las asimetrías regulatorias y de las distorsiones en la competencia introducidas por diferentes patrones de intervención pública adquirieron mayor importancia, pero no tuvieron una respuesta adecuada. La percepción de que estas asimetrías en las políticas tendrían

<sup>24</sup> Véase Nougés *et al.* (2001).

<sup>25</sup> Véase Bouzas (1999a).

efectos distorsionantes sobre los flujos de comercio y sobre la localización de las inversiones pasó a constituir, así, una fuente adicional de conflicto.<sup>26</sup> Como lo muestra la experiencia de la Unión Europea, la convergencia plena de las políticas públicas no es condición necesaria para el progreso de un proceso de integración. Entretanto, en el marco de mercados más integrados es necesario contar con algunas reglas básicas que permitan administrar las distorsiones de incentivos causadas por las asimetrías en los distintos patrones de intervención pública.<sup>27</sup> El Mercosur enfrenta en este campo un importante desafío.

En materia de políticas públicas las divergencias también alcanzaron a los regímenes cambiarios. Mientras que la Argentina adoptó un régimen de caja de conversión y tipo de cambio nominal fijo desde 1991, Brasil experimentó con diferentes regímenes cambiarios. Además, su moneda sufrió devaluaciones importantes, como la de 1999. En un contexto de inestabilidad del tipo de cambio bilateral real las tensiones se agravaron y crearon nuevas dificultades para el avance del proceso de integración regional. Una mayor convergencia de los regímenes cambiarios es posible, pero difícilmente se haga de una manera ordenada. Dados los costos asociados al mantenimiento de regímenes de tipo de cambio fijo y las crecientes dificultades por las que ha atravesado la caja de conversión en la Argentina desde 1999, es difícil ver por qué razones el gobierno brasileño habría de inclinarse hacia un régimen de ese tipo (o, menos aun, a una caja de conversión). Por otra parte, los obstáculos para flexibilizar el régimen de caja de conversión en un contexto de baja credibilidad y alta dolarización de los activos y pasivos financieros atan las manos de las autoridades argentinas. Si es previsible que las divergencias en las políticas cambiarias continúen en el futuro, será necesario implementar mecanismos y procedimientos que permitan administrar los efectos de tales divergencias y de eventuales *shocks* cambiarios. Si bien la rigidez del régimen de caja de conversión puede concebirse como un “problema argentino”, en el contexto de un proceso de integración las asimetrías en los regímenes cambiarios nacionales constituyen en verdad un problema común. En ausencia de un mecanismo capaz de lidiar con los efectos de los mismos, el Mercosur sólo podrá sostenerse si se produce una

<sup>26</sup> Véase Chudnovsky y López (2001).

<sup>27</sup> El mecanismo adoptado en la experiencia europea fue la extensión de las facultades de la política de defensa de la competencia a las ayudas estatales. No obstante, a pesar de que esta facultad estaba ya presente en el Tratado de Roma (1957), no fue sino hasta entrada la década del '70 que la Comisión comenzó a hacer uso efectivo de estos poderes.

convergencia de facto o si se toleran intervenciones unilaterales *ad hoc* implementadas en momentos de turbulencia.

Los socios también han divergido respecto a sus percepciones sobre el papel del contexto externo, y especialmente, en materia de negociaciones comerciales preferenciales. El ALCA ha sido un buen ejemplo de ello. Mientras que en la Argentina ha prevalecido una tendencia a concebir el proceso del ALCA como algo positivo (tanto en función de sus beneficios intrínsecos como por su impacto catalizador sobre el Mercosur), la perspectiva predominante en Brasil ha sido la de verlo más bien como una “amenaza”. Estas diferentes percepciones han creado obstáculos para desarrollar una agenda común y para construir confianza mutua, condiciones necesarias para intensificar la cooperación entre los socios. Conviene señalar que, para los efectos que nos ocupan, no hace mucha diferencia si las divergencias están fundadas en intereses materiales disímiles o en diferencias de naturaleza ideológica. En ambos casos el impacto sobre el proceso de cooperación regional será negativo.

## 2) El “problema de liderazgo”

La sustentación de un proceso voluntario de integración regional requiere el ejercicio de liderazgo. Este liderazgo puede adquirir varias formas y tener un carácter más o menos “benigno”. Dado que un proceso de integración es inconcebible sin la provisión de algunos bienes públicos, es necesario que uno o más de los miembros asuman los costos necesarios para proveerlos. Normalmente, esta función requiere de una visión de las ganancias de largo plazo que compense los costos en que se incurre en el corto plazo. El Mercosur no ha escapado a esta necesidad de liderazgo, pero la evidencia sugiere que se ha acumulado una brecha grande y creciente entre esta demanda y la oferta disponible.

El “problema de liderazgo” en el Mercosur no se plantea en el campo de la disposición (o falta de disposición) para liderar por parte de uno o más miembros. Las restricciones son mayores y resultan de factores estructurales cuyos efectos solamente pueden compensarse con decisiones políticas. En particular, el “problema de liderazgo” del Mercosur puede concebirse como una combinación de tres problemas distintos.

Al primero lo llamaremos el “problema argentino”. El “problema argentino” puede resumirse en la dificultad de la Argentina para aceptar un papel clave en la provisión de liderazgo por parte de Brasil. Dadas las asimetrías de tamaño, es difícil imaginar un escenario sustentable en el que Brasil

no desempeñe un papel clave en la formulación de políticas y en el diseño de la forma que asumirá el Mercosur (como ocurrió, por ejemplo, con la definición del AEC). El “problema argentino” tiene sus raíces en una historia de rivalidad y competencia por la supremacía regional, pero actualmente se explica más por las diferencias de preferencias y políticas que prevalecen en ambos países. En la actualidad el “problema argentino” es sólo marginalmente el resultado de un conflicto de ambiciones por el liderazgo regional y la prominencia internacional (como lo fuera en el pasado). De hecho, es más el resultado de las preferencias divergentes sobre el patrón de desarrollo y de inserción internacional que prevalece en ambos países. El “problema argentino” debilita los fundamentos de la asociación y crea divergencias en áreas sensibles de política para el gobierno brasileño, como las que involucran cuestiones relativas a temas internacionales o de política exterior.

Los otros dos “problemas de liderazgo” tienen que ver más estrechamente con Brasil. Aun cuando ambos son parte de una misma cuestión, es posible separarlos a los efectos analíticos. El primero de ellos (al que llamaremos el “problema brasileño nº 1”) se refiere a lo que podría denominarse la “disposición para liderar”, es decir, al compromiso. Un liderazgo constructivo, confiable y benigno requiere un compromiso con el papel de proveedor de los bienes colectivos necesarios para obtener ganancias a largo plazo, aun al costo de una inversión de recursos en lo inmediato. Como la provisión de dichos bienes (por ejemplo, reglas estables) normalmente acarrea costos (como la pérdida de flexibilidad), un compromiso con el liderazgo requiere la existencia (e identificación) de una matriz de beneficios netos que justifique dichos costos. En el caso del Mercosur el compromiso de Brasil con el liderazgo ha estado influido por dos factores, uno de naturaleza estructural y el otro de naturaleza política. El factor estructural es el tamaño de las asimetrías y el consiguiente carácter de la interdependencia económica. El factor político es la percepción de que los beneficios implícitos en el *trade off* original no se han materializado.

Además, la simple existencia de un compromiso para liderar puede no ser suficiente. Un liderazgo constructivo y confiable requiere también de recursos capaces de hacerlo efectivo. A este aspecto lo llamamos el “problema brasileño nº 2”. Los recursos son escasos y es necesario decidir sobre su uso frente a fines alternativos. Aun más, los recursos que permiten el ejercicio de un liderazgo benigno pueden ni siquiera estar presentes. Un ejemplo claro es el de las disciplinas y la estabilidad macroeconómicas. En tanto la región confronta un

problema de inestabilidad y credibilidad de las políticas macroeconómicas, una importante contribución potencial de un líder podría ser la provisión de un punto focal y un “ancla” para la convergencia. Sin embargo, Brasil no ha mostrado los atributos para desempeñar ese papel en el Mercosur, lo que ha dado más fundamento a opciones de políticas alternativas como la búsqueda de dicho “anclaje” en una caja de conversión ligada al dólar.<sup>28</sup> En este sentido, las diferencias del Mercosur tanto con el NAFTA (donde Estados Unidos provee un punto focal de facto) como con la Unión Europea (donde el Bundesbank se transformó en el modelo institucional del Banco Central Europeo) son evidentes. Esta debilidad estructural del Mercosur en relación a la capacidad efectiva de proveer liderazgo reduce los incentivos de los restantes socios para eventualmente aceptarlo.

En síntesis, la brecha entre la oferta y la demanda de liderazgo en el Mercosur ha sido muy grande. La superación de la misma requiere decisiones políticas y una comprensión apropiada de los problemas existentes y sus implicaciones. En el momento actual, más que largas listas de asuntos inconclusos lo que el Mercosur necesita es recrear un sentido de entendimiento político e intereses compartidos que sea capaz de aumentar los incentivos para la cooperación.

### 3) *Identificando e implementando una agenda cooperativa*

Durante los últimos años la agenda interna del Mercosur estuvo más enfocada en la administración de los conflictos que en el establecimiento de una agenda cooperativa. Además, las divergencias con frecuencia experimentaron una politización negativa que hizo su resolución aun más difícil. En este cuadro, las negociaciones han tendido a orientarse alrededor de shopping lists en las cuales las partes hacen explícitas sus demandas y los asuntos pendientes. Esta es una base inadecuada para avanzar en el proceso de integración regional, por cuanto por su propia naturaleza desplaza el énfasis desde los elementos cooperativos que son el fundamento de un proceso de integración hacia aquellos que hacen parte de la agenda de conflicto. Por consiguiente, para superar la actual impasse los países miembros del Mercosur deben sustituir la agenda conflictiva que ha prevalecido en los últimos años por acuerdos cooperativos basados en la

<sup>28</sup> Es interesante observar que la “ampliación” del régimen de caja de conversión argentino en 2001 no incorporó al real en la canasta de monedas contra la cual eventualmente definirá su paridad el peso.

identificación de intereses comunes. Este cambio de foco debería hacerse en al menos tres áreas, a saber: *i*) la administración de la reestructuración productiva; *ii*) el estímulo al crecimiento y la productividad; y *iii*) el desarrollo de las negociaciones externas.

La administración de los efectos de la reestructuración productiva tradicionalmente recibió muy poca atención en el Mercosur. Después de la eliminación del mecanismo de salvaguardias al final del período de transición, el Mercosur quedó sin ningún instrumento para administrar las presiones emergentes de *shocks* y modificaciones bruscas de la competitividad.<sup>29</sup> Esta cuestión se volvió particularmente crítica después de la devaluación del real en enero de 1999. En vez de diseñar instrumentos comunes para lidiar con los efectos de ese *shock*, los gobiernos adoptaron medidas unilaterales ad hoc (como una implementación más agresiva de la legislación de alivio comercial) o favorecieron/toleraron “acuerdos de ordenamiento de mercado” negociados por el sector privado (como ocurrió en la industria láctea, siderúrgica, de papel y otras). El Mercosur tampoco consiguió llegar a un acuerdo para administrar las tensiones de la reestructuración en el sector azucarero, aun excluido del libre comercio intrarregional. En el sector automotriz, otra actividad excluida del libre comercio, se formalizó en 2001 un acuerdo centrado en un entendimiento bilateral entre la Argentina y Brasil que incluye elementos de comercio administrado, pero que carece de otros componentes que pudieran orientar la localización de inversiones y el perfil de la especialización en el mediano plazo.

Los acuerdos del sector privado o los regímenes administrados de comercio (como el del sector automotriz) pueden jugar un papel importante como mecanismos transitorios en el contexto de procesos de ajuste hacia configuraciones sustentables en el largo plazo. Sin embargo, la mayor parte de estos programas no incluyen objetivos y compromisos de reestructuración sectorial o aumento de la productividad. Por esta razón, corren el riesgo de transformarse en mecanismos de estímulo a la cartelización y de protección de intereses particulares a costa de los intereses de los consumidores y de la eficiencia económica agregada. La alternativa a este enfoque no es un proceso de ajuste exclusivamente basado en incentivos de mercado dado que una respuesta de ese tipo a *shocks* transitorios podría ser altamente ineficiente, además de que probablemente enfrentaría obstáculos insuperables de eco-

<sup>29</sup> El CMC aprobó en 1991 la posibilidad de que el sector privado desarrollara acuerdos sectoriales para acelerar el proceso de integración, pero este instrumento no tuvo mucho uso.

nomía política. Lo que parece requerirse, en cambio, es una mejor comprensión de los cambios permanentes en las condiciones de competitividad, así como instrumentos más transparentes para administrar los costos del ajuste y las consecuencias de *shocks* no previstos.

Se requiere un enfoque cooperativo no sólo para administrar la reestructuración, sino también para impulsar el crecimiento. Uno de los mayores beneficios potenciales de la integración económica es la posibilidad de distribuir los costos de actividades caracterizadas por indivisibilidades (como la investigación y el desarrollo) o por fuertes complementariedades o externalidades transfronterizas (como la inversión en infraestructura). En el Mercosur los avances en materia de “integración positiva” en estos campos han sido muy modestos (con la excepción de algunas inversiones en infraestructura de transportes y energía). En este marco, el desarrollo de instrumentos de política de largo plazo para fomentar el crecimiento podría ayudar a crear condiciones favorables para reemplazar una agenda propicia a los conflictos por otra que enfatice los elementos de cooperación.

Por último, aun cuando el Mercosur haya sido capaz de mantener una posición unificada en las negociaciones preliminares del ALCA o con la Unión Europea, la base de esa cooperación es frágil. No existe un mecanismo sistemático para identificar intereses comunes y áreas de divergencia, ni para identificar los *trade off* que puedan servir de base a la construcción de una posición de negociación común sustentable. El Mercosur carece de un ámbito en el cual los representantes nacionales puedan examinar en detalle las agendas de sus países y arbitrar las diferencias existentes o emergentes. El hecho de que hasta el momento el Mercosur haya mantenido una posición unificada en las negociaciones del ALCA y con la Unión Europea no es una razón válida para no avanzar en esta agenda: mucho más relevante es el hecho de que, con excepción de los acuerdos de libre comercio con Chile y con Bolivia, el Mercosur no ha sido capaz de negociar en conjunto acuerdos de acceso a mercados con los restantes miembros de la ALADI (la Comunidad Andina y México). En estas negociaciones estaban en juego compromisos efectivos de acceso a los mercados (y no intercambios preparatorios como en el caso del ALCA y de las negociaciones Mercosur-Unión Europea). En ninguno de estos casos el Mercosur consiguió arbitrar una posición común.

Dadas estas consideraciones, el Mercosur requiere de un mecanismo más estructurado para identificar e implementar una estrategia común de negociaciones comerciales externas. En esta etapa pare-

ce prematuro proponer mecanismos que impliquen una transferencia de competencias a órganos no intergubernamentales (como ocurre en el caso de la Comisión Europea). Pero no hay razones que justifiquen el no establecimiento de un órgano técnico que permita proveer insumos más estructurados, responder a demandas de los órganos intergubernamentales y contribuir a identificar intereses comunes y *trade offs* aceptables para las partes.<sup>30</sup>

#### IV. A modo de conclusión

En este trabajo argumentamos que el Mercosur enfrenta desafíos significativos. El capital político, económico y técnico acumulado en la última década y media es la base a partir de la cual darles respuesta. Pero es necesario un cambio radical de enfoque desde uno que pone el énfasis sobre las diferencias hacia otro que identifique intereses comunes en el marco de un tratamiento realista de las divergencias y los condicionantes estructurales.

En la coyuntura actual el Mercosur enfrenta el dilema de reiterar las experiencias frustradas de integración típicas del pasado (*déjà vu*) o desarrollar un proceso de aprendizaje en la construcción de intereses, reglas e instituciones comunes. Esta última opción requiere capacidad para arbitrar las divergencias en las percepciones y en las preferencias nacionales de política, una oferta adecuada de liderazgo y la identificación e implementación de una agenda cooperativa.

El aumento en la interdependencia que se produjo en los últimos quince años y los beneficios potenciales de una mayor integración de los mercados constituyen incentivos para avanzar en esa dirección. No obstante, la asimetría que prevalece en las relaciones de interdependencia, basada a su vez en diferencias de tamaño, implica que aun no existe una demanda funcional por mayor integración suficientemente intensa. Dicha integración sólo podrá provenir, por consiguiente, de decisiones de política incrementales y realistas.

La percepción cada vez más extendida de que los problemas planteados por las divergencias de desempeño macroeconómico son muy significativos es un dato favorable. Aunque desempeños macroeconómicos convergentes no son una condición suficiente para avanzar en el proceso de integración (durante el período 1995/1998 la convergencia macroeconómica de facto se acompañó de una

<sup>30</sup> En la cumbre presidencial de Asunción de junio de 2001 los miembros resolvieron crear un grupo encargado de las negociaciones externas con un miembro por país.

creciente “brecha de implementación”), si las asimetrías son muy significativas afectarán negativamente la marcha del proceso. Si los incentivos para la coordinación aún son bajos, es necesario establecer instrumentos que permitan administrar los efectos de aquéllas de la manera más transparente posible. Una dosis de flexibilidad siempre será bienvenida, pero no tanta como para poner en cuestión la credibilidad de los compromisos y la ecuación básica que fundamenta el acuerdo.

Finalmente, las negociaciones del ALCA entrarán en una etapa de definiciones a partir de abril del año 2002, cuando está previsto que se asuman compromisos específicos de acceso a los mercados y otras disciplinas. Esto sugiere que los incentivos defensivos para la cooperación pueden aumentar, especialmente para Brasil. No obstante, las percepciones nacionales sobre el proceso del ALCA han sido y continúan siendo disímiles. A pesar de que el Mercosur ha ratificado la decisión de negociar como un conjunto, tan pronto como se inicien negociaciones sustantivas podrá saberse cuán sólido es este compromiso. La capacidad para identificar intereses comunes y arbitrar las diferencias que existen entre los miembros frente al proceso del ALCA será, probablemente, la principal prueba de fuego para el Mercosur.

#### Bibliografía

- Bastos Tigre, P., *et al.* (1999), “Impacto del Mercosur en la dinámica del sector automotor”, en J. J. Taccone y L. J. Garay (eds.), *Impacto sectorial de la integración en el Mercosur*, BID-INTAL, Buenos Aires.
- BID-INTAL (1997), *Informe Mercosur* (Buenos Aires, INTAL), año 1, n° 1, período julio-diciembre de 1996 y números subsiguientes.
- BID-INTAL (2000), *Informe Mercosur* (Buenos Aires, INTAL), año 5, n° 6, período 1999-2000.
- Boldorini, M. C., y S. Zalduendo (1995), “La estructura jurídico-institucional del Mercosur después del Protocolo de Ouro Preto”, *Boletín Informativo Techint*, n° 283, julio-septiembre.
- Bouzas, R. (1999), “Las perspectivas del Mercosur: desafíos, escenarios y alternativas para la próxima década”, en J. Campbell (ed.), *Mercosur. Entre la realidad y la utopía*, Editorial Nuevohacer, Buenos Aires.
- Bouzas, R., y H. Soltz (2001), “Institutions and Regional Integration: The Case of Mercosur”, en V. Bulmer-Thomas (ed.), *Regional Integration in Latin America and the Caribbean: the Political Economy of Open Regionalism*, Londres (ILAS series).

- Bouzas, R., y P. da Motta Veiga (2001), *Deu Anys del Mercosur*, Observatori de la Globalització, Universitat de Barcelona, Barcelona (Notes Informatives Serie Mercosur, nº 6).
- Campbell, J. et al. (1999), “Quince años de integración: mucho ruido y muchas nueces”, en J. Campbell (ed.), *Mercosur. Entre la realidad y la utopía*, Editorial Nuevohacer, Buenos Aires.
- Chudnovsky, D., y A. López (2001), *El boom de inversión extranjera directa en el Mercosur*, Siglo XXI Editores y Red Mercosur, Buenos Aires.
- Devlin, R. (1997), “Em defesa do Mercosul”, *Revista Brasileira de Comércio Exterior* (FUNCEX), nº 50, enero-marzo.
- Frankel, J. (1997), *Regional Trading Blocs*, Institute for International Economics, Washington, D. C.
- Fritsch, W., y A. Tombini (1994), “The Mercosul: An Overview”, en R. Bouzas y J. Ros (eds.), *Economic Integration in the Western Hemisphere*, University of Notre Dame Press, South Bend, Ind.
- Garriga, M., y P. Sanguinetti (1995), “¿Es el Mercosur un bloque natural? Efectos de la política comercial y la geografía sobre el comercio regional”, *Estudios Económicos* (Revista de la Fundación Mediterránea), abril-junio de 1995.
- González, F. F. (1999), “Mercosur: incompatibilidad de sus instituciones con la necesidad de perfeccionar la unión aduanera. Propuesta de cambio”, *Integración y Comercio* (INTAL), año 3, nº 9, septiembre-diciembre.
- Heymann, D. (1999), “Interdependencias y políticas macroeconómicas: reflexiones sobre el Mercosur”, en J. Campbell (ed.), *op. cit.*
- Heymann, D., y F. Navajas (1998), *Coordinación de políticas macroeconómicas en el Mercosur: algunas reflexiones*, Ensayos sobre la Inserción Regional de la Argentina, CEPAL, Buenos Aires (documentos de trabajo, nº 81).
- Hirst, M. (1999), “La compleja agenda política del Mercosur”, en R. Roett (ed.), *Integración regional y mercado mundial*, Editorial Nuevohacer/ISEN, Buenos Aires.
- Laird, S. (1998), *Mercosur: objectives and achievements*, Región de América Latina y el Caribe, Banco Mundial, Washington D. C. (Economic Notes).
- Motta Veiga, P. da (1997), “El Mercosur y el proceso de construcción del ALCA”, *Integración y Comercio* (Buenos Aires, INTAL), año 1, nº 3 septiembre-diciembre.
- Motta Veiga, P. da (1999), “Brasil en el Mercosur: Política y economía en un proyecto de integración”, en J. Campbell (ed.), *Mercosur. Entre la realidad y la utopía*, Editorial Nuevohacer, Buenos Aires.
- Nagarajan, N. (2000), “La evidencia sobre el desvío de comercio en el Mercosur”, *Integración y Comercio* (INTAL), nº especial.
- Nogués, J. et al. (2001), *Argentina y la agenda de negociaciones comerciales internacionales: el Mercosur, el NAFTA y la Unión Europea*, texto mimeografiado, convención anual de ABA, Buenos Aires.
- Olarreaga, M., e I. Soloaga (1997), *Endogenous Tariff Formation: the Case of Mercosur*, texto mimeografiado, Banco Mundial, Washington, D. C.
- Yarbrough, B., y R. Yarbrough (1997), “Dispute Settlement in International Trade: Regionalism and Procedural Coordination”, en E. Mansfield y H. Milner (eds.), *The Political Economy of Regionalism*, Columbia University Press, Nueva York.
- Yeats, A. (1998), “Does Mercosur’s Trade Performance Raise Concerns about the Effects of Regional Trade Arrangements?”, *The World Bank Economic Review*, vol. 12, nº 1, enero.

# El nuevo Acuerdo de Capitales de Basilea y los países en desarrollo: temas, implicaciones y propuestas de política\*

Stephany Griffith-Jones  
Stephen Spratt

## I. Introducción

Desde la crisis asiática de 1997-98 los préstamos bancarios a los países en desarrollo han declinado agudamente, hasta el punto de convertirse en negativos. En junio de 1998, los préstamos vigentes a los países en desarrollo totalizaban 924 mil millones de dólares estadounidenses, pero para diciembre del 2000 la cantidad había descendido a 753 mil millones, lo que representa una reducción anual de -7.9%.<sup>1</sup> Es en este contexto que deben de evaluarse las implicaciones del nuevo Acuerdo de Capitales de Basilea para los países en desarrollo. En particular, el temor de que el nuevo Acuerdo pueda desalentar aún más los préstamos es causa de gran preocupación.

Es evidente que los bancos se han vuelto muy adversos al riesgo en lo que concierne a las economías en desarrollo y emergentes. Sin embargo, esta incrementada percepción de los particulares riesgos planteados por estos tipos de prestatarios refleja una tendencia más general hacia una mayor apreciación de la necesidad de una evaluación de riesgo exacta. Esta tendencia, con incremento cada vez mayor en la eficiencia de todos los sectores que componen el negocio bancario, ha sido, en parte,

una respuesta a la competencia de las instituciones financieras no bancarias. Estas instituciones no están sujetas a las mismas obligaciones reguladoras de los bancos, una situación que, en opinión de algunos, ha colocado a los bancos en desventaja competitiva. En consecuencia, ante el temor de que los negocios emigren del sector (bancario) regulado, al sector (no bancario) libre de esas regulaciones, han surgido presiones para que los reguladores bancarios actúen en consecuencia.

Se arguye que el Acuerdo de Capitales de Basilea de 1988 obligó a los bancos a mantener niveles de capital regulador que no corresponden a los actuales riesgos, según la evaluación que hacen los bancos de sus propios modelos internos.<sup>2</sup> La situación ha creado incentivos perversos, que llevan a distorsiones en las prácticas de préstamo. En particular, los requisitos de capital para prestar a prestatarios altamente calificados exceden los que los propios bancos hubieran escogido, lo que los pone en desventaja comercial con respecto a las instituciones no bancarias. Reconociendo estas tendencias, el Comité de Basilea ha propuesto un nuevo Acuerdo de Capitales, con fuerte enfoque en el alineamiento de los requisitos de capital reguladores con los riesgos reales.

Aunque se considera que las nuevas propuestas serán de efectos no centrales para los países en desarrollo, es probable que, al igual de lo ocurrido con el Acuerdo de 1988, se experimenten significativos impactos. Este documento se ocupará de delinear las áreas con mayor impacto potencial, tanto en el sentido positivo como negativo, antes de llegar a la conclusión con ciertas recomendaciones de política destinadas a maximizar lo primero y mi-

\* Publica el CEMLA, con la debida autorización, el artículo de S. Griffith-Jones y S. Spratt, quienes trabajan para el Instituto de Estudios para el Desarrollo, de la Universidad de Sussex, Brighton, R. U.

<sup>1</sup> Un modo alternativo de considerar esto consiste en examinar la exposición neta de los bancos a los países en desarrollo en términos de activos y pasivos. La exposición de los bancos culminó en 1997, con una posición crediticia neta de 147 000 millones. Así, desde entonces, empero, las reclamaciones netas a los países en desarrollo cayeron en una asombrosa suma de 292 800 millones de dólares, de modo que, para el 2000, los bancos se han convertido en deudores netos por la cuantía de 145 000 millones de dólares (Lubin, 2001).

<sup>2</sup> Véase el *Quarterly Bulletin* (2001), Banco de Inglaterra, por ejemplo.

nimizar lo segundo, a fin de evitar un impacto negativo *neto*.

## II. El nuevo Acuerdo de Capitales de Basilea

Aunque el propuesto nuevo Acuerdo de Capitales de Basilea deberá erigirse sobre “tres pilares que se refuerzan mutuamente”, es probable que los cambios propuestos en la medición del riesgo crediticio (tratado en el Pilar 1) será el que tenga implicaciones de más largo alcance tanto para los países desarrollados como en desarrollo. Consecuentemente, es este aspecto del nuevo Acuerdo el que centrará la atención de este documento.

Las propuestas toman en cuenta tres maneras de abordar la medición del riesgo crediticio, con crecientes grados de complejidad. Consisten en el enfoque estandarizado y los enfoques basados en la institución de calificaciones internas avanzadas (IRB). El nuevo sistema propuesto en el enfoque estandarizado responde a muchas de las preocupaciones surgidas entre los países en desarrollo acerca del Acuerdo de 1988. En particular, la remoción de la distinción OCED/no-OCED y la reducción de los incentivos para los préstamos a corto plazo constituyen propuestas positivas. Asimismo, la remoción del tope soberano será de beneficio para los bancos y corporaciones altamente calificados en países que no alcanzan esa misma calificación, sin que se tome en cuenta su pertenencia o no a la OCED. En conjunto, por lo tanto, las propuestas deberían alinear más ajustadamente, como se prevé, los requisitos de capital con el riesgo real.

La proposición de usar instituciones evaluadoras del crédito externo (ECAI) ha sido objeto de críticas en ciertos sectores. Si bien abrigamos ciertas dudas acerca de esta cuestión, son fundamentalmente de naturaleza práctica y no tienen por qué resultar insuperables.<sup>3</sup> De ahí que, tomándolas en conjunto, las propuestas contenidas en el enfoque estandarizado deben ser bienvenidas en general. Desafortunadamente, sin embargo, el enfoque estandarizado no puede ser considerado por sí sólo: a nuestro juicio, el enfoque IRB, si se implementa en su actual forma, tendría implicaciones negativas para los países en desarrollo. En consecuencia, el impacto neto del nuevo Acuerdo sobre los países en desarrollo será probablemente determinado por el grado en que el enfoque IRB llegue a dominar

<sup>3</sup> Para una discusión más detallada de estas cuestiones contenidas en un extenso documento, véase el sitio en la red correspondiente a finanzas IDS @<http://www.ids.ac.uk/global/finance/intfin.html>.

las relaciones de la industria bancaria con el mundo en desarrollo.

## III. El enfoque IRB

Posiblemente los cambios más significativos propuestos por el nuevo Acuerdo se relacionan con el mayor uso por los bancos de los sistemas de gestión de riesgo interno. La razón que impulsa estas acciones se basa en que una mayor sensibilidad a la medición del riesgo real permitirá a los bancos calcular con más exactitud el precio y las provisiones contra riesgo. Esto permitirá al sistema bancario funcionar más eficientemente y reducir los incentivos perversos creados por el Acuerdo existente. El resultado, según se espera, será un sistema bancario más sólido, más eficiente, que funcionará mejor para beneficio de todos los interesados. Este argumento se basa en los beneficios que resultarían de una asignación más eficiente de los recursos a nivel microeconómico. Sin embargo, no obstante que lo anterior puede ser verdad en el ámbito de los bancos individuales, no llega a tomar en cuenta las implicaciones sistémicas macroeconómicas potencialmente negativas de las propuestas. Desde la perspectiva de los países en desarrollo se observan dos áreas principales que son motivo de preocupación.

### 1) Costo y cantidad de préstamos

Parece probable que uno de los impactos del nuevo Acuerdo consistirá en el incremento de la cantidad de préstamos a los prestatarios calificados por arriba de BBB y en una caída de los préstamos a los prestatarios calificados por debajo de BBB. Dado que la mayoría de estos últimos prestatarios se hallan en el mundo en desarrollo, es probable que se observe una reducción en los niveles globales de préstamo por parte de los bancos internacionalmente activos. Los préstamos se concentrarán, en cambio, en soberanías, corporaciones y bancos altamente calificados. Patricia Jackson, jefa de la División de Regulación e Industria Financiera del Banco de Inglaterra, lo expresa de esta manera:

Para cualquier banco, el efecto del enfoque en las calificaciones internas sobre el capital requerido, dependerá del perfil de riesgo de su libro particular: los libros de elevado riesgo exigirán más capital de lo que es corriente y los libros de bajo riesgo menos.<sup>4</sup>

Cierto número de estudios independientes ha tratado de evaluar el impacto probable del costo de

<sup>4</sup> Banco de Inglaterra (*op. cit.*).

tomar un préstamo para los prestatarios de baja calificación. Algunos han sugerido alarmantes incrementos en los costos de los préstamos, hasta el punto de que los países en desarrollo resultarían efectivamente excluidos de los préstamos bancarios internacionales.<sup>5</sup> Otras investigaciones, que asimismo predicen una aguda alza en el costo de los préstamos a prestatarios de más baja calificación, no han hallado incrementos de la misma magnitud.<sup>6</sup> No obstante esto, todos los diversos enfoques señalan que se registrará una significativa alza en el costo de los préstamos a los prestatarios de baja calificación. De hecho, este problema también se cita en las recientes proposiciones a Basilea por cierto número de grandes bancos internacionales, algunos de los cuales arguyen que las calibraciones usadas por el Comité de Basilea son demasiado conservadoras y por lo tanto producen requisitos de capital, particularmente para los prestatarios de baja calificación, que exceden los producidos por sus propios modelos internos. Por ejemplo, Citigroup afirma que:

...conforme al nuevo Acuerdo, la calibración de capital es causa de que los requisitos reguladores mínimos de capital se incrementen hasta niveles inapropiadamente elevados, cuando se les compara con las reglas existentes o los modelos de riesgo internos.

De la misma manera, el Grupo Credit Suisse declara que:

La calibración de grados de alto riesgo en el IRB sanciona a los SME y mercados emergentes. Su acceso al capital de las grandes instituciones se volverá significativamente más difícil.<sup>7</sup>

El Comité de Basilea parece que ha aceptado en gran medida este punto. El trabajo en curso trata de asegurar que la curva del capital regulador se aplane lo suficiente como para alinearse con los modelos económicos de capital utilizados por los grandes bancos, pero se hacen dos observaciones. Primera, algunos han argüido que la preocupación por el impacto de las nuevas propuestas sobre el costo de los préstamos bancarios son erróneas, pues aunque no se discute que los requisitos de capital para préstamos a prestatarios de calificación baja se elevarán según el enfoque IRB,<sup>8</sup> la suges-

<sup>5</sup> Reisen (2001).

<sup>6</sup> Powell (2001).

<sup>7</sup> Véase "Comentarios recibidos en el Segundo Paquete de Consultas" @ <http://www.bis.org/bcbs/cacommments.htm>.

<sup>8</sup> El hecho de que los requisitos de capital exageran el riesgo para prestatarios altamente calificados da un especial ímpetu a las nuevas propuestas. Sin embargo, si estos requisitos deben ser bajados y el nivel global del capital en el sistema bancario tiene que permanecer fijo en 8%, entonces los requisitos aplicados en el extremo correspondiente a los de baja calificación deberán elevarse.

ión es que los bancos pongan precio a sus préstamos conforme a sus propios modelos internos, en lugar de basarlos en los requisitos de capital. En consecuencia, todo lo que el nuevo Acuerdo hará es poner los requisitos reguladores en línea con la práctica existente. Esto no obstante, si bien así puede suceder cuando el capital regulador requerido queda por *debajo* del que los bancos han elegido mantener, por el contrario, si las propuestas actuales de requisitos reguladores quedan por *arriba* de los indicados por los propios modelos de los bancos, se podría obligar a éstos a incrementar el costo (y/o reducir la cantidad) de lo prestado a los prestatarios de baja calificación.

Segunda, aun si la curva IRB es puesta en línea con las producidas por los modelos internos de los bancos, ¿es esto acaso una evaluación realista del riesgo planteado por los prestatarios de los países en desarrollo? En ausencia de datos sólidos de los incumplimientos históricos a largo plazo para todas las clases de prestatarios (lo que no cabe duda que es un asunto urgente para los países en desarrollo), el 'riesgo' puede considerarse como la cuantificación de las expectativas. Los altos niveles de incertidumbre que esta situación produce, crean fuertes incentivos para el gregarismo, (comportamiento de rebaño) con los países en desarrollo periódicamente unas veces apartándose y tras ajustándose a la "moda" (como es actualmente el caso). En esta forma, puede argüirse que las percepciones del mercado del riesgo planteado por los países en desarrollo son a menudo exageradas y otras subestimadas, rara vez son justificables objetivamente por los hechos fundamentales en economía. Teniendo en cuenta, que los países en desarrollo encaran un entorno de préstamos muy diferente al de los prestatarios de los países desarrollados, se diría que se da el caso para reconocer formalmente estas diferencias y desarrollar un enfoque distinto al capital regulador. El Comité de Basilea parece haber concedido que hay motivos para diseñar una curva separada para los SME, y está actualmente trabajando en esta cuestión. En consecuencia, se arguye que los SME deberían ser tratados de manera diferente, a causa de su distinto perfil de riesgo y su importancia como motor de crecimiento económico, pudiendo emplearse un argumento similar en lo que concierne a los países en desarrollo.

## 2) *La tendencia procíclica*

Una de las acusaciones más significativas dirigidas a las nuevas propuestas es que exacerbarán las tendencias procíclicas en el sistema bancario. El movimiento hacia ponderaciones de riesgo para

reflejar de manera más exacta la probabilidad de incumplimiento (PD) es inherentemente procíclica por el hecho de que, durante un periodo de auge, el promedio de PD declinará, y en consecuencia los incentivos para prestar se incrementarán. A la inversa, durante una recesión, el promedio de PD se incrementará (a causa de las circunstancias económicas más difíciles) y, por lo tanto, puede desarrollarse una compresión del crédito, durante la cual todos los prestatarios, salvo los de más alta calificación, tendrán dificultades para obtener fondos. Asimismo, el deterioro de las condiciones económicas, haría que los préstamos existentes “emigrasen” hacia categorías de más alto riesgo, lo que elevaría los requisitos de capital globales y profundizaría la recesión. El Comité de Basilea ha reconocido esta preocupación en el Segundo Paquete Consultivo, pero arguye lo siguiente:

El Comité ha considerado también el argumento de que una estructura más sensible al riesgo tiene el potencial de amplificar los ciclos económicos. El Comité cree que los beneficios de una estructura de capital sensible al riesgo contrarresta esta preocupación.

Sin embargo, tal como es el caso con gran parte del nuevo Acuerdo, la solución de compromiso en términos de costos y beneficios se juzga básicamente en términos de su impacto en los principales bancos. Para el mundo en desarrollo, es probable que experimenten la carga de los costos desproporcionadamente (reducción de préstamos junto con creciente frecuencia y escala de las crisis), y simultáneamente en cambio obtengan pocos beneficios. Si damos por supuesto que las crisis financieras están relacionadas con el ciclo económico, y aceptamos que los países en desarrollo resultan desproporcionadamente afectados por esas crisis, se vuelve claro que los países en desarrollo tienen más que temer de los ciclos económicos amplificados que el mundo desarrollado. Dado que en este último se han dejado oír voces influyentes que expresan verdadera preocupación por el impacto de las incrementadas presiones cíclicas, ciertamente los temores de los países en desarrollo son de tomarse en cuenta.

El Comité de Basilea parece también haber aceptado la validez de esa crítica. Se considera probable, por lo tanto, que el próximo documento consultivo incluya varias medidas para combatir las tendencias procíclicas. Sin embargo, lo que importa preguntarse es si las medidas concretas que se propondrán serán lo suficientemente significativas para contrarrestar los efectos negativos potenciales de la creciente tendencia procíclica. Y además, ¿en qué medida *alguna* será capaz de contrarrestar la inherente tendencia procíclica de una estructura sensible de mercado, y mantener al mismo tiempo

una incrementada sensibilidad al riesgo global, que es un objetivo central del nuevo Acuerdo?

#### **IV. El impacto neto de las propuestas de política sobre los países en desarrollo**

Si bien las propuestas contenidas en el enfoque estandarizado deben ser bienvenidas *en general*, puesto que se enfocan a muchas de las preocupaciones expresadas por los países en desarrollo acerca del Acuerdo existente, la introducción de los enfoques IRB tienen muchas implicaciones problemáticas. Si el impacto negativo de los enfoques IRB contrarresta los impactos positivos del enfoque estandarizado, desde la perspectiva de un país en desarrollo, entonces el nuevo Acuerdo habrá servido meramente para dar con una mano lo que se quita (en mayor medida) con la otra. Subsiste el hecho, empero, de que las implicaciones sistémicas de una mayor sensibilidad al riesgo en las normas de préstamo probablemente repercutirán por igual en países desarrollados y en desarrollo, aunque de manera más perjudicial en los últimos dado el menor tamaño de sus economías, sobre todo por lo que respecta a los flujos de capital internacional. En consecuencia, es crucial que la solución de compromiso entre la eficiencia en la asignación microeconómica y la estabilidad sistémica macroeconómica sea más clara y detenidamente pensada. Es evidente que lo que resulta bueno para los bancos individuales no necesariamente tiene que ser bueno para la estabilidad del sistema financiero internacional en general, ni para las perspectivas económicas del mundo en desarrollo, en particular.

Nuestras propuestas de política pueden resumirse como sigue:

- Una adopción demasiado precipitada de los enfoques IRB probablemente tendrá significativas y posiblemente no intencionales consecuencias, por lo que recomendamos que se aplacen por algún tiempo su instrumentación, para permitir una investigación más a fondo.
- Sin embargo, si el enfoque IRB debe ser implementado en forma que se parezca a la que tiene actualmente, es esencial que los requisitos reguladores sean atenuados para los prestatarios de baja calificación, *en la medida de lo posible*, hasta los niveles sugeridos por los propios modelos de los bancos. Es decir, la curva IRB debería ser aplanada en forma significativa.
- Deberá prestarse seria atención a los mecanis-

mos anticíclicos que puedan mitigar los elementos procíclicos de los enfoques IRB. Una medida de ese tipo que está captando crecientes niveles de apoyo es el enfoque de provisionamiento español: la forma práctica en que opera este mecanismo debe ser investigada empíricamente para asegurarse de la factibilidad de extender ese sistema internacionalmente.

- La posibilidad de una curva separada, similar a la que está en consideración para los SME, deberá ser cabalmente investigada. Desde una perspectiva global, los países en desarrollo podrían ser un 'motor de desarrollo' en la misma medida que lo son los SME en el ámbito nacional. Además, el perfil de riesgo de los países en desarrollo es distinto del de los prestatarios del mundo desarrollado, y esta diferencia podría ser reconocida en un enfoque diferente en cuanto a los requisitos de capital.
- Las mejoras contenidas en el enfoque estandarizado deberán ser desarrolladas, a fin de aminorar, si no eliminar, los incentivos hacia los préstamos a corto plazo, y el número de proclamados riesgos expandido, para reducir los sesgos reguladores que favorecen a ciertas categorías de prestatarios.
- Un aspecto del enfoque estandarizado que ha llamado mucho la atención es la propuesta de emplear las instituciones de calificación de crédito externo para asignar las calificaciones. Tomando en cuenta que la estabilidad financiera internacional puede ser considerada un bien público, no hay duda que se trata de un fuerte argumento para que el elemento público esté implicado en la calificación del crédito. Entre las grandes instituciones financieras internacionales, el Banco de Pagos Internacionales (BPI) está considerado como el que mejor se ha comportado en términos de señalar crisis potenciales, y es particularmente estimado por tener la estabilidad financiera como objetivo principal, por lo cual está bien situado para cumplir el papel mencionado anteriormente.

## V. Conclusiones

El hecho de que el Comité de Basilea haya decidido posponer la implementación del nuevo Acuerdo hasta después de proceder a una posterior evaluación del paquete consultivo, merece reconocimiento. Teniendo en cuenta el enorme número de propuestas que se han presentado en respuesta al Segundo Paquete Consultivo, las variadas y complejas cuestiones que el mismo plantea, y la vital importancia de lograr un Acuerdo eficaz, no cabe duda de que se trata de una decisión acertada. Es de esperar que las preocupaciones de los países en desarrollo reciban suficiente atención en este proceso, que debería ser lo más transparente y abierto posible. El Acuerdo de 1988, diseñado teniendo en mente a los bancos del G-10, rápidamente se convirtió en la norma de la industria. De la misma manera, el nuevo Acuerdo, aunque en principio no destinado a las necesidades de los países en desarrollo, tendrá serias e inevitables consecuencias para muchas economías emergentes y en desarrollo. Teniendo en cuenta la crucial importancia de asegurar un nivel de financiamiento estable y adecuado, para facilitar el muy necesitado desarrollo económico a las partes más pobres del mundo, resulta vital que estos temas sean objeto de seria atención, de modo que se pueda evitar un impacto negativo neto.

## Referencias bibliográficas

- Lubin, D. (2001), *Bank lending to emerging markets: "crossing the border"*, documento preparado para el proyecto más amplio de UNU: Afluencia de capitales a los países en desarrollo después de la crisis asiática: cómo administrar su volatilidad.
- Powell, A. (2001), *A Capital Accord for Emerging Economies?*, Universidad Torcuato di Tella.
- Quarterly Bulletin* (2001), Banco de Inglaterra, primavera.
- Reisen, H. (2001), *Will Basel II Contribute to Convergence in International Capital Flows?*, texto mimeografiado, Centro de Desarrollo de la OCED, París.

# Autoridades de los bancos centrales latinoamericanos y otras instituciones miembros del CEMLA

## ASOCIADOS

### BANCO CENTRAL DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

*Presidente:* Mario Blejer. *Vicepresidente:* Aldo R. Pignanelli. *Segundo vicepresidente:* Felipe-Rodolfo Murolo. *Directores:* Amalia Martínez Christensen, Guillermo L. Lesniewier, Roberto Reyna, Augusto Magliano, Alejandro G. Henke y Ricardo Branda. *Síndico:* Marcelo E. Griffi; *adjunto:* Raúl A. Menem. *Subgerentes generales:* Raúl Planes (Operaciones) Roberto Riccardi (Servicios centrales), Alejandro G. Henke (Regulación y régimen informativo), Alberto Tulosai (Supervisión y seguimiento), Juan-Carlos Barale (Cumplimiento y control) y Rubén Marasca (Análisis y auditoría). *Gerentes principales:* Roberto T. Miranda (Secretaría del Directorio), Jorge H. Mazzei (Auditoría general), Marcos E. Moiseeff (Asuntos judiciales), María del Carmen Urquiza (Estudios y dictámenes jurídicos), Gabriel del Mazo (Estudios y dictámenes de la superintendencia), José Rutman (Normas y autorizaciones), Eduardo Levy Yeyati (Estudios económicos), Adolfo C. Lavenia (Créditos), Alejandra Naughton (Administración y servicios), Alberto R. Karlen (Administración de reservas), Héctor Biondo (Tesoro) y José-Antonio Barone (Control de gestión y organización). *Superintendente:* Guillermo L. Lesniewier. *Vicesuperintendente:* Alejandro G. Henke. *Gerentes:* Juan Basco (Operaciones externas), Beatriz Biasone (Análisis financiero e información), Guillermo Escudé (Investigaciones económico-financieras), Verónica Balzarotti (Investigación y planificación normativa), Óscar Páez (Auditoría de banca central), Amelia-Inés González (Auditoría de sistemas), Alfredo Besio (Emisión de normas), Juan-Carlos Isi (Consultas normativas), Daniel Mi-

ra Castets (Autorizaciones), vacante (Sistema de pago y operaciones), Jorge Rodríguez (Exterior y cambios), Guillermo Zuccolo (Créditos), Ismael Salvatore (Tesoro), Adriana Fischberg (Contaduría general), Juan-José Lauro (Recursos humanos), César R. Riccardi (Sistemas), Horacio Rodríguez, *a. i.* (Servicios generales), Ricardo O. Maero (Régimen informativo), Gustavo Bricchi (Gestión de la información), Ricardo H. Calissano (Asuntos contenciosos), Jorge Lombardi (Control de entidades no financieras), Alicia López (Control de operaciones especiales), Rubén Escobar (Control de sistemas de compensación), Miguel Pareja (Liquidación de entidades), Marcelo Ferrario (Coordinación de supervisión), Delia Cortelletti (Supervisión de entidades financieras), Rosalina Díaz (Supervisión de entidades financieras: Grupo I), Daniel Domínguez (Grupo II), Daniel H. Merlo (Grupo IV), Fabián Violante (Grupo V), Francisco Pes, *a. i.* (Grupo VI), Horacio Fernández (Grupo VII), Carlos di Donato (Supervisión de entidades financieras), Alberto Figueroa (Supervisión especializada), Gustavo Sani (Análisis crediticio), Francisco Gismondi (Análisis del sistema), Néstor Torchia (Auditoría de la superintendencia), Marcelo Fernández (Auditoría externa de sistemas), Pablo Carbajo (Control de auditores) y Rodolfo de Lorenzi (Auditoría de servicios centrales).

*(Información oficial, febrero de 2002)*

### CENTRALE BANK VAN ARUBA

COMITÉ EJECUTIVO. *Presidente:* A. R. Caram; *directores ejecutivos:* K. A. H. Polvliet y J. R. Figaroa-Semeleer. *Jefes de departamento:* J. F. Kock-Kelly (Contaduría), C. A. Connor (Auditoría interna), J.

S. Fräser-Blijden (Sistemas de información), P. Mungra (Supervisión bancaria), H. M. Dacal-Oduber (Bóveda y caja), M. M. Tromp-González (Economía política, incluso Control de cambios), R. M. Geerman (Operaciones), F. P. Meijer (Asuntos generales de personal y seguridad), O. A. van der Biezen (Secretaría) y A. V. Croes-Fleming (Asesoría legal). JUNTA DIRECTIVA DE SUPERVISIÓN. *Presidente:* A. J. Swaen; *directores:* E. G. R. Cohen-Henríquez-Jansen, A. M. Nemecek, T. R. L. Vinjal y R. E. Yrausquin.

*(Información oficial, marzo de 2002)*

#### BANCO CENTRAL DE BOLIVIA

DIRECTORIO. *Presidente:* Juan-Antonio Morales Anaya; *vicepresidente:* Armando Méndez Morales; *directores:* Enrique Ackermann Arguedas, Juan Medinaceli Valencia, Javier Comboni Salinas y Roberto Camacho Sevillano; y *secretario:* Álvaro Romero Villavicencio. *Gerentes de área:* Marcela Nogales Garrón (General), Alberto Loayza Flores (Auditoría interna), Armando Pinell Siles (Política económica), Antonio Salgado Alvístur (Secretaría general), Julio Loayza Cossío (Operaciones monetarias), David Espinoza Torrico (Operaciones internacionales), Eduardo Gutiérrez Escobar (Entidades financieras), Raquel Galarza Anze (Asuntos legales), Róger Luna Aguirre (Sistemas), vacante (Administración) y Eduardo Navarro Rodríguez (Contabilidad). *Subgerentes de área:* Antonio Jordán Jimeno (Planificación y control de gestión), Marlene Vargas Hinojosa (Auditoría de operaciones monetarias internacionales y financieras), Milko G. Zegarra Urréjola (Auditoría de operaciones administrativas y de apoyo), Arturo Beltrán Caballero (Política económica), Freddy Gumiel Vela (Sector externo), Teresa Vera Paz (Sector monetario y fiscal), Raúl Mendoza Patiño (Investigaciones especiales), Walter Orellana Rocha (Operaciones de mercado abierto), Rodolfo Saldaña Villegas (Operaciones del sector público), Julio Viveros Burgos (Tesorería), Boris Barniza Caballero (Operaciones externas), Luis Arce Catácora (Reservas), Misael Miranda Vargas (Análisis), Samuel Blanco Rivero (Recuperación y realización de activos), Rosario Pericón Rivera (Operaciones e información), Wilma Pérez Paputsachis (Asuntos jurídicos), Guillermo Fabbri Crespo (Análisis y normas), Marcelo Ramírez Molina (Infraestructura informática), Wilfredo-Daniel Zapana Castillo (Sistemas de información), Margot Lino de Ayala (Bienes y servicios), vacante (Recursos humanos) y Gloria-Doris Aguirre Ríos (Contabilidad). *Jefes de departamento:* Magda Lahore

Uriarte, Ricardo Molina Díaz, Boris Gamarra Flores, Eloy Morales Coronel, Tatiana Quiroga Morales, Óscar Lora Rocha, Jean-Paul Guzmán Saldaña, Juan-Carlos Fernández Peñaranda, María-Angélica Fleitas, Paola Mejía Valdivia, Jorge Arispe Camacho, Hugo Rocha Solares, Francisco Lecoña Luque, Eduardo Pardo, Eddy Ustáriz Milkova, Óscar Ferrufino Morro, Ronald Pinto Ribera, Marco A. Laguna Vargas, Óscar Otálora Urquiza, Carlos Arcani Quispe, Luis Idiáquez Peralta, Luis A. Palacios Yáñez, Freddy García Massa, Rolando Moya Chumacero, Gabriela Arana Marquina, Carmen Aníbarro de Aguilera, Norma Bilbao la Vieja Quiroga, Freddy Aguirre Marquiegui, Karina Rebollo Palacios, Wilma Guerra Montenegro y Darío Magne Mamani.

*(Información oficial, febrero de 2002)*

#### BANCO CENTRAL DO BRASIL

JUNTA DIRECTIVA. *Presidente:* Armínio Fraga Neto; *directores:* Carlos-Eduardo de Freitas (Liquidación y privatización), Daniel-Luiz Gleizer (Asuntos internacionales), Edison Bernardes dos Santos (Administración), Luiz-Fernando Figueiredo (Política monetaria), Luiz-Edson Feltrim (Organización y regulación del sistema financiero), Ilan Goldfajn (Política económica) y Tereza-Cristina Grossi Togni (Supervisión). *Consultores de la Dirección:* Hélio Mori, João-Antônio Fleury Teixeira, Alexandre Pundek Rocha, Dalmir-Sérgio Louzada, Catherine Hennings, Marco-Antonio Belem da Silva, Alvir-Alberto Hoffmann, Clarence Joseph Hillerman, Jr., y José-Pedro Ramos Fachada Martins da Silva. *Jefes de departamento:* Jefferson Moreira (Administración financiera), Luiz Pereira Leite (Auditoría interna), Luís-Gustavo da Matta Machado (Operaciones bancarias), Sérgio Almeida de Souza Lima (Estadística e información), José-Maria Ferreira de Carvalho (Control de cambios), Ricardo Liao (Combate a ilícitos cambiarios y financieros), Vânio-Cesar Pickler Aguiar (Supervisión indirecta), José-Antonio Eirado Neto (Informática), Carlos-Eduardo da Silva Monteiro (Procuraduría general), Sérgio Goldenstein (Operaciones de mercado abierto), Belmivam Borges Borba (Administración de recursos materiales), Carlos-Eduardo Sampaio Lofrano (Sistemas de regulación y finanzas), Luiz-Edson Feltrim (Organización del sistema financiero), Altamir Lopes (Investigación económica), Gustavo-Alberto Bussinger (Estudios e investigaciones), Mardônio-Walter Sarmiento Pereira Silva (Administración de recursos humanos), Daso Maranhão Coimbra (Operaciones de reservas in-

ternacionales), José-Clóvis Batista Dattoli (Planeamiento y organización), José-Irenaldo Leite de Ataíde (Liquidación), José-Linaldo Gomes de Aguiar (Relaciones internacionales y deuda externa), José-Maria Ferreira de Carvalho (Capital extranjero) y José dos Santos Barbosa (Medio circulante). *Secretarios*: Antônio-Carlos Monteiro (Ejecutivo), Gérson Bonani (Relaciones institucionales), José-Antônio de Castro (Asuntos de la Dirección y del Consejo monetario nacional) y Hélio-José Ferreira (Proyectos). *Asesores*: Luiz do Couto Neto (Parlamento) y João dos Reis Borges Muniz (Prensa).

(Información oficial, marzo de 2002)

#### BANCO DE LA REPÚBLICA (COLOMBIA)

*Gerente general*: Miguel Urrutia Montoya. *Gerentes*: José-Darío Uribe Escobar (Técnico) y Gerardo-Alfredo Hernández Correa (Ejecutivo). *Subgerentes*: Hernando Vargas Herrera (Estudios económicos), José Tolosa Buitrago (Monetario y de Reservas), Néstor-Eduardo Plazas Bonilla (Administración), Luis-Francisco Rivas Dueñas (Informática), Darío Jaramillo Agudelo (Cultural) y Joaquín Bernal Ramírez (Operación bancaria). *Directores*: Fernando Albán Díaz del Castillo (Relaciones públicas), Jorge-Orlando Melo González (Biblioteca), Bernardo Calvo Regueros (Tesorería), Roberto de Beaufort (Reservas) y Alberto de Brigard Pérez, *a. i.* (Comunicación institucional). *Jefes de sección*: María-Clemencia Martínez Acosta (Capacitación) y Luis-Miguel Cataño Cataño (Mesa de dinero). *Auditor general*: Luis-José Orjuela Rodríguez. *Contador general*: Jairo Contreras Arciniegas. *Asesora de la Gerencia general*: Cristina Fernández Mejía.

(Información oficial, febrero de 2002)

#### BANCO CENTRAL DEL ECUADOR

*DIRECTORIO*. *Presidente*: Mauricio Yépez Najas; *miembros*: Sixto Cuesta Compán, José Cucalón, Juan Carlos Pitarque y Cornelio Malo Donoso *PERSONAL EJECUTIVO*. *Gerente general*: Leopoldo Báez; *subgerente general*: Patricio Ordóñez; *directores generales*: Francisco Hidalgo V. (Estudios), Mario Jaramillo (Banca) y Mauricio Ullrich (Servicios corporativos); *gerente de la Sucursal Mayor Guayaquil (a. i.)*: Tomás Plúas; *secretario general*: Ramiro Viteiri; *Asesor legal*: Diego Regalado.

(Información oficial, febrero de 2002)

#### BANCO CENTRAL DE HONDURAS

*PRESIDENCIA*. *Presidenta-directora*: María-Elena Mondragón de Villar; *vicepresidente-director*: Daniel-Alfredo Figueroa. *Directores*: Manuel Fontecha Ferrari y Gustavo Lara López; *auxiliares*: Pompeyo Aguilar Contreras, Claudio-Raúl Salgado, Lucy Bu de Bueso, Diana Flores Lanza, Manuel de Jesús Bautista y Manuel Díaz Parhm. *GERENCIA*. *Gerente*: Jesús-Ernesto Anariba; *subgerentes*: Edwin Araque Bonilla (Técnico), Ariel Pavón (Operaciones), Santiago Herrera Valle (Administración y servicios) y Suyapa Funes (Estudios económicos). *Jefes de departamento*: Carlos-Alfredo Báez Carazo (Servicios jurídicos), Roldán Duarte Maradiaga (Organización y planeamiento), Matilde Maradiaga de Franco (Previsión social), Pedro Pavón Ortez (Seguridad e investigaciones especiales), Julio-César Quintanilla Hernández (Servicios generales), Nicardo F. Palma (Contaduría), Saúl-Moisés León (Emisión y tesorería), César García Madrid (Informática y tecnología), José-María Palacios (Recursos humanos), Gabriel-Eduardo Delgado Suazo (Cambios), Santiago Everett (Financiamiento externo), Amílcar-Roberto Zelaya (Auditoría interna) y Juan-Carlos Reyes (Crédito y valores). *Jefes de unidad*: Héctor Méndez Cáliz (Agregados económicos), Leida Samra de Pinto (Agregados financieros), Ángel Arita Orellana (Programación financiera), Liliana Castillo de Sierra (Investigación económica), Isis O. Rossi de Vindel (Comunicaciones y relaciones internas), José-Antonio Borjas (Servicios fiscales) y Martha Moradel (Servicios bibliotecarios). *Gerentes de sucursal*: Marco-Antonio Cáceres (San Pedro Sula), Ramón Betancourth (Choluteca) y Jorge-Alberto Méndez Cuadra (La Ceiba).

(Información oficial, febrero de 2002)

#### BANCO CENTRAL DEL PARAGUAY

*DIRECTORIO*. *Presidente*: Raúl-José Vera Bogado; *directores titulares*: Juan-Antonio-Ricardo Ortiz Vély, Luis-Gerardo Lezcano Pastore, Mario-Héctor Pastore Barreiro y Aníbal-Fernando Paciello Rodríguez. *Superintendentes*: Ángel-Gabriel González (Bancos) y Luis-Alberto Toffoletti Rius (Seguros). *Gerente general*: Gilberto Rodríguez Garcete. *Gerentes de área*: Carlos Fernández Valdovinos (Estudios económicos), José-Dionisio M. Bogado Méndez (Operaciones nacionales), Rolando Arrellaga Yaluk (Operaciones internacionales), Jorge-Antonio Espínola Almeida (Contabilidad y finanzas), Rogelio Cáceres Báez (Servicios administrativos), Diego-Arturo Martínez Sánchez (Auditoría interna), Ju-

lio-Manuel Fernández Frutos (Desarrollo y gestión institucional) y Emilio Ortiz Trepowsky (Gabinete de la Presidencia y Directorio). *Directores de departamento e intendencia*: Jorge Navero Villanueva (Asistencia técnica), Jorge-Raúl Corvalán Mendoza (Economía internacional), José-Aníbal Insfrán Pezo (Estudios monetarios y financieros), Carlos A. Rodríguez Báez (Cuentas nacionales y mercado interno), Ramón-Norberto Carreras Sánchez (Operaciones internacionales), Miguel A. Yegros (Administración de reservas), Fermín Gill Páez (Contabilidad), Mario-Melanio Báez Páez (Servicios generales), Elizabeth Oviedo de Centurión (Finanzas), José-Heliodoro Maciel (Adquisiciones y suministros), Mariano Viveros Pineda (Seguridad), Ángela-María Jiménez Arámbulo (Informática), Benigno-María López Benítez (Servicios jurídicos), Mario-Fernando Bécker Domínguez (Recursos humanos), Hernán-Melanio Colman Rojas (Asesoría en Administración), Julio-César Ibarrola Medina (Crédito y cuentas públicas), Sixto Morinigo Caballero (Tesorería), Rafael-Ciro Ibarra Collar (Coordinación general de pagos), Isaac-Rubén Aguilera Dávalos (Operaciones de mercado abierto), Óscar-Atilio Boidanich F., *a. i.* (Supervisiones

especiales de la Superintendencia de bancos), Armando-Daniel Rodríguez Franco (Intendencia administrativa de la Superintendencia de bancos), Máximo-Gustavo Benítez Giménez (Análisis financiero y normas de la Superintendencia de bancos), Dimas-Ramón Ayala Dávalos (Inspección de la Superintendencia de bancos), Derlis Penayo (Estudios técnicos y actuariales de la Superintendencia de seguros), Rafael González Ávalos (Control financiero de la Superintendencia de seguros), Fermín Franco Araujo (Control de operaciones de reaseguros y auxiliares del seguro), Fleming-Raúl Duarte Ramos (Ejecución de programas), Adolfo-Ramón Bordón López (Auditoría interna), Luis-Alberto Peralta Duarte (Secretaría general) y Fátima-Francisca Vásquez Fleitas (Secretaría del Directorio). *Jefes*: Luis Ferreira, *a. i.* (Cámara compensadora), Luis-María Chamorro Colman (Relaciones públicas y protocolo), Andrés Benítez Ruiz Díaz (Centro de comunicación social), Daniel Narváez (Asociación de empleados), Nelson Quiñónez Cabañas (Sindicato de funcionarios del BCP) y Atilio Romero Bolaños (Sindicato de graduados universitarios).

*(Información oficial, febrero de 2002)*

## Actividades del CEMLA durante diciembre de 2001-febrero de 2002

<i>Actividad</i>	<i>Instituciones copatrocinadoras</i> <i>Lugar y fecha</i>
<i>Curso</i>	
La Banca Central Moderna: un Enfoque Integral	México, D. F., 11 de febrero – 22 de marzo
<i>Seminarios</i>	
Derivados: Oportunidades y Retos para los Bancos Centrales	México, D. F., 4 – 8 de febrero
Implicancias Legales de los Consejos Monetarios “Dolarización y otros Arreglos Cambiarios y Similares	México, D. F., 14 – 15 de febrero
<i>Reuniones</i>	
Junta de Gobierno del CEMLA	Banco de México México, D. F., 5 de diciembre
VI Reunión de Comunicación de Banca Central	Banco de México México, D. F., 7 – 9 de diciembre

# Premio de Banca Central “Rodrigo Gómez”: convocatoria para 2003

A fin de honrar la memoria de don Rodrigo Gómez, director general del Banco de México, S. A., los gobernadores de los bancos centrales latinoamericanos establecieron un premio anual para estimular la elaboración de estudios que tengan interés para los bancos centrales.

Publicamos a continuación la convocatoria con las bases para el premio que se otorgará en 2003:

**1.** Podrán presentarse aquellos trabajos sobre temas de interés directo para los bancos centrales miembros del CEMLA, que deberán versar sobre cualquiera de los siguientes temas:

- a) Política y programación monetarias (experiencias en América Latina)
- b) Papel de las instituciones financieras en el desarrollo económico
- c) Análisis de los mercados de capitales
- d) Política de balanza de pagos y movimiento internacional de capitales
- e) Cooperación financiera entre países latinoamericanos
- f) Problemas monetarios internacionales y sus repercusiones en América Latina

**2.** Los estudios que se presenten deberán ser originales, incluyendo tesis de grado universitario que no hayan sido editadas con fines comerciales, así como trabajos que se presenten en las conferencias anuales de la Red de investigadores de los bancos centrales del Continente Americano. Los trabajos podrán presentarse escritos en español, francés, in-

glés o portugués, acompañados, de ser posible, de una traducción al inglés o al español, lo que facilitará la labor del jurado calificador. Los trabajos no podrán tener una extensión mayor de 30 000 palabras (equivalente a aproximadamente 100 carillas, de 1 600 caracteres cada una).

**3.** El autor o autores de los trabajos que se presenten a concurso deberán ser personas físicas nacionales de los países de los bancos centrales asociados del CEMLA o de los que integran las reuniones de gobernadores de bancos centrales de América Latina<sup>1</sup> y de España. No podrán concursar los miembros del personal directivo del CEMLA (director general y subdirector general).

**4.** El jurado calificador estará integrado por los gobernadores de bancos centrales miembros de la Junta de gobierno del CEMLA, o por sus representantes. El CEMLA, en su calidad de Secretaría permanente de las reuniones de gobernadores, actuará como organismo asesor del jurado en la forma en que éste lo determine y estará a cargo de los aspectos administrativos del concurso.

**5.** Habrá un solo premio, consistente en la cantidad de diez mil dólares de Estados Uni-

<sup>1</sup> Antillas Holandesas, Argentina, Aruba, Barbados, Belice, Bolivia, Brasil, Caribe Oriental (Anguilla, Antigua y Barbuda, Dominica, Granada, Montserrat, San Cristóbal y Nevis, Santa Lucía y San Vicente y las Granadinas), Colombia, Costa Rica, Cuba, Chile, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Guyana, Haití, Honduras, Islas Caymán, Jamaica, México, Nicaragua, Panamá, Paraguay, Perú, República Dominicana, Suriname, Trinidad y Tabago, Uruguay y Venezuela.

dos, que se adjudicará al trabajo o trabajos merecedores de tal distinción, según el criterio del jurado calificador. En caso de empate en el primer lugar entre dos concursantes, el premio se dividirá en partes iguales. El fallo será inapelable y el jurado podrá declarar desierto el premio, si así lo estima pertinente.

**6.** Los trabajos deberán enviarse a la dirección del CEMLA (Durango n<sup>o</sup> 54, México, D. F., 06700) en nueve ejemplares, a más tardar el 15 de enero de 2003 y se procurará obtener la decisión del jurado en un plazo no mayor de noventa días a partir de esa fecha.

**7.** Al remitir los trabajos a los miembros del jurado, el CEMLA suprimirá los nombres de los autores y asignará a cada estudio presentado una clave que será el único medio de identificación de que disponga el jurado para comunicar las calificaciones respectivas.

**8.** Cada miembro del jurado enviará al CEMLA su calificación de los trabajos en orden de preferencia, cuando menos por lo que se refiere a los tres primeros lugares que asigne. El CEMLA hará los cálculos respectivos y comunicará los resultados a los miembros del jurado.

Una vez que éstos se hayan dado por informados la Junta de gobierno autorizará al CEMLA para notificar la decisión al autor o autores favorecidos. En caso de que más de dos trabajos empaten en el primer lugar, el CEMLA se dirigirá de inmediato al jurado, en busca de una nueva clasificación entre los trabajos que hayan quedado empatados.

**9.** El autor o autores del estudio o estudios merecedores del premio cederán los derechos de autor al CEMLA, quien lo o los publicará, procurando que la primera edición de los mismos, en el idioma original, se realice a tiempo para que sea conocida por los gobernadores de bancos centrales de América Latina y de España en su reunión correspondiente al mes de septiembre de 2003.

**10.** El CEMLA podrá, si así lo recomienda el jurado y la institución lo estima procedente, por convenir a sus fines, efectuar arreglos con los autores de trabajos no premiados que hayan calificado en el certamen, para la publicación de esos estudios. En las ediciones resultantes se haría mención específica de que el trabajo se publica por haber calificado en el certamen.



El **CENTRO DE ESTUDIOS MONETARIOS LATINOAMERICANOS** fue fundado en 1952 por siete bancos centrales de América Latina, a saber: Banco Central de Chile, Banco de la República (Colombia), Banco Nacional de Cuba, Banco Central del Ecuador, Banco de Guatemala, Banco Central de Honduras y Banco de México, S. A. Actualmente, son miembros de la institución los bancos centrales de América Latina y el Caribe, bancos centrales extrarregionales, así como organismos supervisores y entidades regionales del sector financiero. La lista completa se detalla en la contraportada. En los campos monetario, financiero y bancario el **CEMLA** promueve investigaciones, organiza reuniones y seminarios internacionales y recoge experiencias que sistematiza por medio de la administración de programas de capacitación y de asistencia técnica que contribuyen a formar y actualizar a los funcionarios de sus instituciones miembros.

Uno de sus objetivos es informar sobre la evolución del pensamiento económico dentro y fuera de la región, y difundir los hechos de importancia en materia de políticas monetaria, financiera y cambiaria, fundamentalmente. Sus libros, revistas y boletines contienen un vasto material de estudio y constituyen una permanente fuente de información para los estudiosos de estos temas.

## **BOLETÍN**

*Suscripción anual: 70.00 dólares (América Latina y el Caribe: 45.00 dólares; estudiantes y maestros: 35.00 dólares). Ejemplar suelto: 12.00 dólares (América Latina y el Caribe: 8.00 dólares; estudiantes y maestros: 6.00 dólares).*

*Suscripciones y pedidos:*

*Claudio Antonovich  
CEMLA, Departamento de Relaciones públicas  
Durango nº 54, México, D. F., 06700, México*

*Teléfono: (5255) 55-33-03-00, ext.: 255  
Telefax: (5255) 55-25-44-32  
E-mail: antonovich@cemla.org*

## MIEMBROS DEL CEMLA

### ASOCIADOS

Banco Central de la República Argentina	Banco de Guatemala
Centrale Bank van Aruba	Bank of Guyana
Central Bank of the Bahamas	Banque de la République d'Haïti
Central Bank of Barbados	Banco Central de Honduras
Central Bank of Belize	Bank of Jamaica
Banco Central de Bolivia	Banco de México
Banco Central do Brasil	Bank van de Nederlandse Antillen
Eastern Caribbean Central Bank	Banco Central de Nicaragua
Cayman Islands Monetary Authority	Banco Central del Paraguay
Banco Central de Chile	Banco Central de Reserva del Perú
Banco de la República (Colombia)	Banco Central de la República Dominicana
Banco Central de Costa Rica	Centrale Bank van Suriname
Banco Central de Cuba	Central Bank of Trinidad and Tobago
Banco Central del Ecuador	Banco Central del Uruguay
Banco Central de Reserva de El Salvador	Banco Central de Venezuela

### COLABORADORES

#### *Bancos centrales*

Deutsche Bundesbank (Alemania)	Banca d'Italia
Bank of Canada	Bank of Japan
Banco de España	Bangko Sentral ng Pilipinas
Federal Reserve System (Estados Unidos)	Banco de Portugal
Banque de France	

#### *Otras instituciones*

Superintendencia de Bancos y Entidades Financieras (Bolivia)	Superintendencia de Bancos (República Dominicana)
Superintendencia del Sistema Financiero (El Salvador)	Banco Centroamericano de Integración Económica
Comisión Nacional de Bancos y Seguros (Honduras)	Banco Latinoamericano de Exportaciones, S. A.
Superintendencia de Bancos (Panamá)	Fondo Latinoamericano de Reservas