

1

MERCOSUR: INTEGRACIÓN Y PROFUNDIZACIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS

José María Fanelli (CEDES)

MERCOSUR: INTEGRACIÓN Y PROFUNDIZACIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS ¹

1. INTRODUCCIÓN

Como consecuencia de la sucesión de crisis macroeconómicas y financieras que se produjo en la región entre los años 1999 y 2002 el proceso de integración en el MERCOSUR se debilitó tanto en el plano político como en el comercial. Mientras que las fuertes recesiones inducidas por las crisis disminuyeron el comercio intra-regional, las turbulencias políticas resquebrajaron el espíritu de cooperación, a tal punto que comenzaron a plantearse alternativas de integración menos ambiciosas como la de un tratado de libre comercio. La situación actual, no obstante, es algo más prometedora. El crecimiento promedio del bloque ha aumentado –y con ello el comercio intra-bloque– al tiempo que las condiciones macroeconómicas mejoraron. Estos hechos podrían contribuir, al menos potencialmente, a dar mayor relevancia a los temas regionales en la agenda de políticas públicas. Aunque, por supuesto, si el bloque pretende ser más que una zona de libre comercio, se requiere identificar áreas específicas en las cuales una integración más profunda tendría “ventajas comparativas” en relación con otras opciones. Dado que el área financiera es una candidata natural cuando se piensa en profundización, en este libro se explora si la situación macroeconómica y financiera que ha tendido a consolidarse en los años post-crisis en el MERCOSUR ha abierto oportunidades para avanzar en la integración financiera.

1 Esta introducción presenta y discute los principales resultados del proyecto “Economic Growth, Institutions, and Financial Integration Policies in MERCOSUR”. Este proyecto fue coordinado por José María Fanelli del Centro de Estudios de Estado y Sociedad (CEDES). Participaron el Centro de Investigaciones Económicas (CINVE) de Uruguay, el CEDES de Argentina y la Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ) de Brasil, pertenecientes a la Red MERCOSUR. Estas instituciones agradecen el aporte financiero del Centro Internacional de Investigaciones para el Desarrollo (IDRC) sin cuya desinteresada contribución esto no habría sido posible.

Hay varias razones por las cuales el área financiera podría dar lugar a iniciativas que alimenten la agenda regional. En primer lugar, los mercados financieros son un segmento significativo del sector servicios, que es un sector difícil de tratar dentro de los procesos de integración cuando el compromiso no va más allá de una zona de libre comercio (de Paiva Abreu, 1997, Budnevich, 2004). En segundo lugar, la intermediación financiera es esencial para el funcionamiento de la economía de mercado y el sistema monetario debido a su rol en la generación de liquidez, la asignación intertemporal de recursos, la información y el manejo de los riesgos. Si la integración regional diera lugar a oportunidades para profundizar los mercados financieros que no estuvieran disponibles para cada socio por separado, ello crearía incentivos para priorizar la pertenencia al bloque. Por otra parte, un eventual avance en la integración financiera tendría efectos de retroalimentación ya que facilitaría el proceso de integración profunda en un mercado único.

Estas oportunidades, no obstante, han existido siempre de forma latente sin ser explotadas. ¿Por qué incluir posibles iniciativas de integración financiera dentro de las opciones que podrían enriquecer la agenda de integración en la actualidad? La respuesta es que la etapa post-crisis ha dado lugar a hechos que podrían haber cambiado la viabilidad de ciertas iniciativas. Más específicamente, la región está generando importantes superávits de cuenta corriente, los nuevos regímenes cambiarios son más flexibles y los bancos centrales están acumulando reservas internacionales. Asimismo, Brasil ha tenido éxito en reducir las tasas de inflación hasta niveles cercanos a los internacionales, lo cual es un logro importante desde el punto de vista regional ya que se trata del socio de mayor tamaño. En este nuevo contexto la fragilidad financiera se ha reducido significativamente y se han producido cambios en el balance ahorro-inversión de los agentes agregados que tienen consecuencias sobre la oferta y demanda de activos financieros.

Las cuestiones que motivaron el proyecto de investigación que se presenta en este libro están estrechamente vinculadas con estos hechos y con la observación de que una restricción estructural que enfrentan todos los miembros del bloque es la falta de profundidad de sus mercados financieros. Más específicamente, hay dos preguntas que son centrales: ¿podría la nueva situación facilitar el avance en la construcción de mercados financieros a nivel regional? ¿Se crearon y/o fortalecieron oportunidades para profundizar los mercados financieros que sólo pueden explotarse de manera efectiva operando en el nivel regional? Se puede argumentar que si la contestación a estas preguntas es afirmativa, los incentivos para la integración financiera deberían ser importantes. Siendo los niveles de profundización financiera

bajos, si la integración financiera regional fuera capaz de coadyuvar al desarrollo de los mercados financieros, ello haría una contribución marginalmente más importante al crecimiento, la eficiencia y la estabilidad en el caso del MERCOSUR que en el caso de la integración financiera en regiones más desarrolladas como es el caso de la UE. Claro que, en un contexto institucional y económico como el del MERCOSUR, los obstáculos a vencer son, *a priori*, también más fuertes y, seguramente, de magnitud comparable a los beneficios que podrían lograrse.

En función del bajo grado de profundización y de otros rasgos propios de los países emergentes como la alta volatilidad macro y la debilidad institucional, el trabajo de investigación que se presenta en este libro parte de la siguiente hipótesis: el problema de la integración financiera en un contexto sur-sur plantea cuestiones que deben estudiarse desde una perspectiva algo diferente que en el caso de una integración norte-norte o norte-sur; y esto es así tanto en lo que hace al análisis de los costos como de los beneficios. De esta manera, si bien las herramientas analíticas que se utilizan son las habituales en la literatura sobre integración financiera regional, se ha hecho un esfuerzo por integrar y analizar las implicancias de algunos factores que son específicos del contexto financiero de menor desarrollo que presenta el MERCOSUR. De ahí la importancia que se le ha dado a la metodología de estudios de caso como base del análisis.

Además de este capítulo introductorio, el libro tiene cuatro capítulos más. Tres de esos capítulos están dedicados a presentar, respectivamente, los casos de Argentina, Brasil y Uruguay². Los tres estudios tienen una estructura similar, a los efectos de facilitar las reflexiones comparativas sobre las oportunidades de integración. En primer lugar se estudia el sistema financiero, en segundo lugar los mercados de valores (bonos y acciones), en tercer lugar las características de la inserción en los mercados internacionales y, por último, el estado de situación en cuanto a los flujos financieros entre el país bajo análisis y el MERCOSUR. En todos los casos, la selección de temas a examinar se realizó en función de su relevancia para la cuestión de la integración financiera regional. En relación con esto, cabe destacar que no se dejan de lado ni la dimensión institucional y de políticas ni la dimensión monetaria y macroeconómica. En el último capítulo se discute el problema de la integración regional con una perspectiva más general; se realizan estimaciones econométricas relativas a los determinantes de la integración financiera y se discute brevemente la experiencia europea.

2 Por razones de presupuesto no se realizó un estudio equivalente sobre el caso paraguayo.

En cuanto a esta introducción, consta de cuatro secciones y su objetivo es brindar una visión global del problema de la integración financiera en el MERCOSUR utilizando los resultados de nuestra investigación. En la sección uno se discute el problema de la integración financiera desde una perspectiva sur-sur. En la sección dos se discuten desarrollos recientes en la cooperación financiera entre regiones a nivel internacional y se evalúa al MERCOSUR a la luz de esas experiencias. En la sección tres se exponen los hechos estilizados sobre la estructura financiera regional identificados en los estudios de caso que son de relevancia para el diseño de estrategias de integración financiera. En la sección final se recogen las conclusiones y se discuten implicaciones para la agenda de integración.

2. INTEGRACIÓN FINANCIERA SUR-SUR, ARQUITECTURA INTERNACIONAL Y DESARROLLO FINANCIERO

Para examinar el problema de la integración financiera en el MERCOSUR es necesario tomar en cuenta que los países financieramente desarrollados y los países “emergentes” muestran características diferenciales. Esto hace que la problemática relacionada con la integración financiera sur-sur muestre características distintas en relación a la integración financiera norte-norte y norte-sur. En relación con esto, hay cuatro características típicas de los países emergentes que es necesario tener en cuenta:

1. La aceleración del crecimiento es una meta central en la agenda. Para alcanzar el PBI *per cápita* de los países desarrollados, es necesario crecer más rápido que éstos;
2. Los mercados financieros son incompletos y las estructuras de *governance* de las corporaciones e intermediarios financieros son deficientes;
3. Las instituciones son débiles y ello repercute en la calidad de las regulaciones y la supervisión;
4. La integración con los mercados internacionales de capital es avanzada pero deficiente; mientras los flujos de capital son significativos, el proceso de apertura y desregulación ha estado asociado con alta volatilidad y crisis.

Los estudios de caso muestran que estas características son compartidas – aunque en diferente grado, ver sección III– por los miembros del MERCOSUR. En lo que sigue discutimos por qué estas características deben ser tenidas en cuenta a la hora de identificar oportunidades y estrategias para la integración financiera.

La evidencia empírica indica que –controlando apropiadamente por los efectos espurios que pueden inducir las relaciones de causalidad mutua entre crecimiento y desarrollo financiero– un mayor desarrollo financiero tiene efectos positivos sobre el crecimiento del ingreso *per cápita* (Levine, 2007). Como los países con menor profundidad tienen más camino por recorrer en su evolución financiera, se sigue que los potenciales dividendos de crecimiento que el desarrollo financiero podría generar son más altos en países emergentes como los del MERCOSUR.

Hay una razón adicional, aunque indirecta, por la cual el desarrollo financiero podría mejorar el crecimiento en el caso del MERCOSUR. Un número importante de autores que investigan los determinantes del crecimiento han encontrado que la volatilidad excesiva afecta negativamente a este último (Ramey y Ramey, 1995, Easterly et al., 2000, Aizenman y Pinto, 2005) mientras que los estudios macroeconómicos indican que la falta de profundidad financiera pone límites estrictos a los grados de libertad para realizar políticas monetarias anticíclicas (Taylor, 2005; Blanchard, 2004). Esto no es trivial y puede tener efectos de largo plazo; muchos investigadores sostienen la hipótesis de que la menor amplitud y duración de los ciclos en los países desarrollados en la actualidad se deben a las mejoras en las políticas monetarias en un marco de mercados financieros más profundos (Blanchard y Simon, 2001; Stock y Watson, 2003). Asimismo, los trabajos sobre crisis financieras y cambiarias han revelado que un mayor nivel de profundización reduce la probabilidad de ocurrencia de éstas al aumentar la calidad y diversidad de instrumentos para el manejo de riesgos (Fanelli, en prensa). De esta forma, una mayor sofisticación financiera se traduciría, vía reducciones en la volatilidad y la probabilidad de ocurrencia de crisis, en mayor crecimiento.

Una tercera faceta positiva de la integración financiera es que ella coadyuvaría en el reforzamiento del proceso de integración tanto en el plano comercial como de la integración profunda y la coordinación macroeconómica. Aún cuando la experiencia europea sugiere que la integración de los mercados financieros tiende a ocurrir en un momento tardío de la integración, hay otros instrumentos de cooperación financiera como los fondos de reserva regionales que pueden implementarse de manera temprana y ayudan a generar mayor espacio para políticas anticíclicas.

En suma, si la integración financiera dentro del MERCOSUR ayudara a profundizar los sistemas financieros, los dividendos se cobrarían en términos dinámicos y no sólo en términos de una ganancia estática, de una sola vez. Este es un punto significativo dada la importancia que tiene acelerar el crecimiento como objetivo de política en los países emergentes.

Si bien la evidencia sobre la relación positiva entre desarrollo financiero y crecimiento es abundante, la literatura es menos concluyente en cuanto a los factores que determinan el desarrollo financiero. Esto, obviamente, es una limitación importante ya que de poco sirve saber que hay una relación positiva entre crecimiento y profundidad financiera si no es posible especificar con relativa precisión de qué depende el desarrollo financiero. En su *survey* sobre crecimiento y finanzas, Levine (2007) afirma que el crecimiento y los aspectos institucionales y contextuales (historia, política, geografía) se deben incluir entre los factores que influyen sobre el desarrollo financiero, pero que se necesita mayor precisión sobre la definición de las variables y la forma en que

operan sobre la evolución financiera. Por otra parte, este autor deja explícitamente de lado en su *survey* el análisis del rol que tiene la integración internacional en el mejoramiento de la intermediación financiera. Esto no sorprende ya que la literatura de crecimiento tendió a desarrollarse de forma independiente de la literatura sobre flujos de capital. Más allá de esto, la literatura que trata este último tema le asigna un rol ambivalente a la integración unilateral en los mercados financieros globales: se acepta generalmente que un mayor grado de apertura puede incentivar el desarrollo financiero pero, al mismo tiempo, se alerta respecto de los mayores riesgos que implica la presencia de volatilidad, frenazos (*sudden stops*) y contagio, fenómenos que pueden retrasar el desarrollo de los mercados financieros, especialmente cuando generan crisis gemelas (Kaminsky y Reinhart, 1999, Kose et al. 2003 Fanelli, en prensa).

En realidad, la tradición de tratar separadamente los problemas de crecimiento y macro-financieros asociados a los flujos de capital constituye un problema a la hora de utilizar resultados académicos con fines prácticos: es difícil apreciar bajo qué condiciones los hallazgos de investigaciones realizadas de manera paralela y con metodologías distintas son consistentes. En este sentido, hay dos cuestiones prácticas que son de relevancia para nuestro tema que no tienen respuesta satisfactoria. La primera es: ¿ante la presencia de fallas en los mercados internacionales, qué rasgos debe reunir la estructura financiera (agentes y reglas de juego) para ser funcional al objetivo de propiciar una profundización creciente? La segunda es: ¿cómo construir y consolidar las instituciones que esa estructura de intermediación necesita en un contexto volátil y con fallas en la arquitectura financiera internacional?

En relación con la primera pregunta, la cuestión de las características estructurales se discutió tradicionalmente en términos de sistemas basados en bancos vs. sistemas basados en mercados. Sin embargo, esta visión dicotómica está actualmente siendo reemplazada por un enfoque “funcional” que afirma que, si bien las funciones financieras a cumplir son exógenas, las características institucionales y las estructuras de *governance* que cada economía utiliza para cumplir esas funciones son determinadas de manera endógena dentro de un proceso donde las estructuras heredadas tienen un rol saliente (Merton y Bodie, 2004). Dentro de esta visión, bancos y mercados son en realidad complementarios más que sustitutos y se retroalimentan. No obstante, es poco lo que se sabe sobre el proceso que determina endógenamente las estructuras financieras. En particular, no es claro cómo deberían ser las estructuras en las diferentes etapas evolutivas, bajo diferentes grados de apertura y configuraciones de la arquitectura financiera internacional.

Obviamente, si no existe un modelo teórico estructural que exprese cuánto de mercado, cuánto de bancos y cuánta apertura debería observarse en cada etapa, el diseño de políticas de desarrollo financiero se dificulta. Esto no im-

plica, por supuesto, desconocer los avances en lo que hace a estándares y códigos para el buen funcionamiento del sistema financiero (marco regulatorio, supervisión, y procedimientos contables). En realidad, en este aspecto se ha llegado a un nivel tal de codificación que se puede acceder a los estándares en el Website del FSF (Financial Stability Forum) y otras instituciones como IOSCO (Internacional Organization of Securities Commissions), y el BIS (Bank of International Settlements). Pero estas recomendaciones sufren de una carencia básica: son a-contextuales. Todo lo que puede observarse es que los sistemas más profundos tienen reglas que se acercan en gran medida a las recomendadas y los poco profundos no. Pero mucho menos es lo que se sabe sobre el proceso de *implementación* de esas reglas y sus *resultados* en contextos poco profundos. En cuanto a la implementación, no está claro qué rol les corresponde a las autoridades domésticas y a los organismos de la arquitectura financiera internacional en un mundo con frenazos y contagio. En cuanto a los resultados, no se sabe qué modificaciones deben hacerse para facilitar la *transición* desde un sistema subdesarrollado a otro desarrollado. Estas flaquezas no son sorprendentes. Si, como lo afirma la visión funcionalista, las reglas del juego que gobiernan las transacciones financieras son en parte endógenas y determinadas por factores evolutivos, sería extraño que las normas para el buen manejo financiero pudieran implementarse independientemente del contexto político, las tradiciones legales, las instituciones informales y el grado de apertura existentes en un país en una situación determinada (ver Rojas Suarez, 2007).

Estas no son cuestiones menores en relación a la segunda pregunta planteada, referida al proceso de construcción de reglas. Las fallas en las primeras experiencias de liberalización estuvieron relacionadas con los problemas de secuencia de las reformas y, de hecho, muchos estudios han aportado evidencia muy convincente respecto de que las crisis que se produjeron durante el período de apertura y liberalización se debieron, en parte, a las dificultades inesperadas que surgieron en el proceso de construcción institucional e implementación (Rojas Suarez, 2007). Asimismo, los organismos especializados de la arquitectura financiera internacional tampoco mostraron gran efectividad para ayudar a los países que experimentaban dificultades en el proceso de apertura financiera unilateral (Ocampo, 2006). Las preocupaciones de los países emergentes en relación con esto están bien reflejadas en el Consenso de Monterrey de 2002, que se focalizó en cuestiones de cooperación financiera tanto multilateral como regional y fue elaborado en el marco de la Conferencia Internacional para el Desarrollo realizada en Monterrey, México, a la cual asistieron más de 50 jefes de estado, junto con representantes de 200 naciones y de las organizaciones financieras internacionales. Además de identificar las fallas en los mercados financieros globales y en la arquitectura financiera internacional que afectan a los países en desarrollo, en su punto

57 el Consenso afirma que “Es indispensable asegurar la participación eficaz y equitativa de los países en desarrollo en la formulación de normas y códigos financieros. También es indispensable asegurar el cumplimiento de esas normas y códigos de manera progresiva y voluntaria a fin de reducir la vulnerabilidad de los países a las crisis financieras y al efecto de contagio” (Naciones Unidas, 2002, p.8).

Una lección que se sigue de estas carencias de la literatura y de los estándares y códigos recomendados es que, para avanzar en la construcción institucional de forma de garantizar que gradualmente el sistema financiero vaya cumpliendo sus funciones, no es posible prescindir de las lecciones prácticas aportadas por las experiencias concretas u omitir las carencias que presenta la arquitectura financiera internacional.

Justamente, las lecciones prácticas de los ochenta y los noventa llevaron a numerosos autores y hacedores de política a proponer el ámbito regional como una plataforma para la ingeniería institucional financiera. Así, el Consenso de Monterrey reclama en su punto 64, que: “Se promueva el papel de las comisiones regionales y los bancos regionales de desarrollo en apoyo del diálogo sobre cuestiones macroeconómicas, financieras, comerciales y de desarrollo entre los países a nivel regional.” (Naciones Unidas, 2002, ps. 12-13).

El trabajo en el nivel regional estaría orientado, así, a recoger los beneficios de la apertura y el desarrollo financiero pero dentro de un marco institucional más resistente al contagio y la volatilidad (Ocampo, 2006). Este énfasis es novedoso. Los argumentos utilizados para fundamentar las políticas de integración financiera regional en la experiencia líder de la UE, enfatizaban el rol del desarrollo financiero como forma de fortalecer la integración profunda. Los argumentos que fundan las políticas de la UE miran sobre todo “fronteras adentro” del mercado común y no se relacionan de manera directa con las fallas en los mercados o la arquitectura financiera internacional. Los argumentos más recientes para hacer ingeniería financiera regional en los países emergentes, en cambio, miran “fronteras afuera” de los bloques. El argumento central es que las fallas en los mercados y la arquitectura internacionales ponen restricciones importantes sobre el desarrollo financiero de los países al exponerlos en exceso a la volatilidad y fenómenos como el contagio. La propuesta de Chiang Mai, por ejemplo, se ubica dentro de esta perspectiva. También es el caso de las propuestas para desarrollar fondos de reserva regionales en la línea del FLAR (Park et al., en prensa, Agosin, 2000; Machinea y Titelman, 2006; Titelman, 2006; Ocampo, 2006).

Estas propuestas estuvieron en buena medida relacionadas con las crisis financieras que se sucedieron luego de la turbulencia asiática de 1997 y, por ende, resulta natural que el énfasis esté colocado en la búsqueda de mecanismos regionales para complementar las estructuras de la arquitectura financiera internacio-

nal de forma de reducir tanto la volatilidad macroeconómica como la probabilidad de ocurrencia de crisis.

Un supuesto implícito en las propuestas para constituir mecanismos regionales que mejoren las relaciones fronteras afuera –con las instituciones de la arquitectura financiera y los mercados internacionales– es que si es posible manejar las consecuencias de la volatilidad “importada” y evitar crisis, ello redundará en mayor desarrollo financiero. Esto parece innegable a la luz de la evidencia empírica. Sin embargo, es concebible que, digamos, un fondo de reservas tenga éxito en el plano de la estabilización macroeconómica sin por ello contribuir de manera directa a que la intermediación financiera supere obstáculos como la falta de escala y diversificación o la segmentación, que están en la base de la incompletitud de los mercados financieros. Esto es particularmente importante a la hora de diseñar estrategias para la cooperación financiera sur-sur. En el MERCOSUR, la baja profundidad de los mercados requiere de estrategias de cooperación que operen simultáneamente tanto fronteras adentro como fronteras afuera del bloque. Esto plantea problemas complejos de ingeniería institucional ya que es indispensable articular las reformas en la arquitectura financiera doméstica y regional con las condiciones que imponen las instituciones de la arquitectura financiera internacional y las fallas en los mercados de crédito globales. Sin embargo, esta estrategia parece la única compatible con la necesidad de constituir un marco de políticas y reglas de juego adaptados a economías con poca profundidad financiera y que experimentan alta volatilidad agregada (ver Fanelli, en prensa).

En lo que hace a la estrategia de trabajo fronteras afuera en el caso del MERCOSUR, el elemento más importante en la situación actual del bloque tiene que ver con la implementación de instrumentos para el manejo de riesgos asociados a *shocks* externos, como el *risk-pooling*, la emisión por los Bancos Centrales de bonos para cubrir contingencias contra las cuales es actualmente difícil asegurarse y la optimización del uso de reservas internacionales.

En lo que hace al trabajo fronteras adentro –orientado a incentivar los flujos financieros *dentro* del MERCOSUR– es importante distinguir entre iniciativas que buscan principalmente *paliar* fallas de mercado e iniciativas orientadas a *eliminarlas*. Dentro de las primeras se incluyen los fondos regionales y los bancos regionales cuyo propósito es financiar proyectos con alto rendimiento pero que no encuentran financiamiento apropiado. Dentro de las segundas cabe agrupar todas aquellas medidas que buscan completar los mercados, sea creando los que no existen, sea fortaleciendo los que ya están constituidos por la vía de aumentar su escala y liquidez y de reducir los costos de operación. En lo que hace a los incentivos para la creación de mercados, los efectos esperados más importantes en el plano regional se asocian con la escala. El desarrollo de mercados a nivel regional puede hacer rentable incurrir en

los costos fijos de instalar un mercado no existente o de establecer un intermediario cuyos costos pueden distribuirse entre una cantidad superior de operaciones. De igual manera, si la integración más profunda diera lugar a la creación de firmas de mayor escala, ello podría ayudar al desarrollo de los mercados de bonos corporativos; según la evidencia empírica, hay una correlación positiva entre el tamaño de la firma y la emisión de bonos de ese tipo (Borensztein y Eichengreen, 2006). Un aumento de la escala y la diversidad de sectores y agentes también sería beneficioso en lo relativo al manejo de riesgos, al aumentar las posibilidades de diversificación y las oportunidades para reasignar los efectos de las contingencias. En esta dimensión se incluyen no sólo las iniciativas de armonización de las regulaciones financieras entre países y la facilitación del acceso a mercados sino también las iniciativas de armonización macroeconómica cuyo objetivo principal es reducir riesgos como el cambiario o la volatilidad en el valor de las garantías, que actúan como freno al incremento de las operaciones intra-bloque. En este punto, las estrategias de cooperación financiera están muy conectadas con la cuestión de la convergencia en las variables macroeconómicas y, más ambiciosamente, la cuestión de la coordinación de políticas y regímenes macroeconómicos.

Para evaluar la factibilidad y “realismo” de cualquier estrategia de cooperación financiera regional dentro del escenario global actual, no obstante, es necesario tener en cuenta, por un lado, las lecciones de la experiencia internacional y, por otro, las restricciones que impone el estado actual de las estructuras financieras nacionales en el MERCOSUR. Dedicamos las dos secciones que siguen a estas cuestiones.

3. UNA MIRADA A LAS EXPERIENCIAS DE COOPERACIÓN FINANCIERA REGIONAL

La preocupación que generó la sucesión de crisis en los países emergentes después de las turbulencias asiáticas de 1997 impulsó los esfuerzos de cooperación regional en el plano financiero. Más recientemente, el interés por la cooperación financiera volvió a reforzarse por razones algo diferentes: la acumulación sistemática de reservas en el mundo emergente que motivó inquietudes respecto de si tal acumulación era eficiente. En lo que sigue pasamos revista de un conjunto de iniciativas e instituciones que son actualmente de importancia y son de utilidad para iluminar oportunidades y restricciones para la integración financiera en el MERCOSUR³.

Los acuerdos de cooperación regional que nos interesan incluyen iniciativas que orientan su trabajo tanto fronteras adentro como fronteras afuera de los bloques correspondientes. Entre sus objetivos predominan dos: optimizar el manejo de la liquidez externa –a lo que se asocia naturalmente la cuestión de la coordinación macroeconómica– y mejorar las condiciones de acceso al financiamiento para el desarrollo. Por otra parte, estas iniciativas utilizan arreglos institucionales que actúan sobre las consecuencias de las fallas de mercado y, también, arreglos cuyo principal fin es crear mercados y mejorar la estructura financiera (infraestructura y *governance*)⁴. Estos acuerdos abarcan relaciones norte-norte, norte-sur y sur-sur.

En lo referido al manejo de la liquidez externa, las experiencias de mayor relevancia para el MERCOSUR son los fondos de reserva y las redes de acuerdos para el uso de *swaps* en situaciones de iliquidez. Entre los acuerdos que incluyen países desarrollados y en desarrollo el más significativo es la iniciativa de Chiang Mai mientras que entre los acuerdos sur-sur el FLAR es la experiencia más interesante.

Recurriendo a una institucionalidad menos definida que la del MERCOSUR, los países asiáticos implementaron una serie de iniciativas en el campo de

3 Para un análisis exhaustivo de la evolución reciente de la cooperación financiera regional ver Ocampo (2006). Para América Latina en particular ver Titelman (2006) y Machinea y Titelman (2006); para el Asia ver Park et al. (en prensa).

4 Nótese que en la actualidad, la noción de que el desarrollo de los mercados financieros es intensivo en ingeniería institucional es generalmente aceptada. Esto es un cambio copernicano respecto de la idea simple de las primeras versiones de las políticas de liberalización financiera y del Consenso de Washington según las cuales la desregulación de los mercados domésticos y de la cuenta capital llevaría naturalmente al desarrollo financiero, aún cuando los mercados financieros mundiales mostraran fallas en su funcionamiento. Véase Rius (en Prensa) sobre las complicaciones de economía política asociadas a esto.

la cooperación financiera. El eje institucional de estos esfuerzos fueron los países de la ASEAN (Asociación de Naciones del Asia Sudoriental). En 1999, estos países crearon el Asian Surveillance Process (ASP). Este fue un paso orientado sobre todo a intercambiar información y realizar revisiones de pares en el marco de la preparación de reportes semestrales para reuniones de ministros de finanzas. Una profundización importante del proceso estuvo dada, en 2000, por la instrumentación de la Iniciativa Chiang Mai, que se dio en el marco del ASEAN+3 (o sea, ASEAN más China, Japón y Corea). El objetivo fue proveer liquidez a países con desequilibrios de corto plazo en la balanza de pagos. También se creó una red de arreglos de *swap* bilaterales, y recientemente, esos arreglos devinieron multilaterales, en un paso adicional hacia un posible mayor grado de pooling de reservas (Park, 2006).

La iniciativa de Chiang Mai se orienta fronteras afuera en la medida que intenta complementar una arquitectura financiera internacional que demostró estar sólo mediocrementemente preparada para lidiar con la volatilidad, los frenazos y el contagio. Si bien en un principio se había planteado la creación de un fondo asiático como una iniciativa separada del FMI, la presión de los organismos hizo que las condiciones de acceso a las facilidades crediticias de Chiang Mai fueran articuladas con la del FMI (Eichengreen, 2001).

El FLAR forma parte del Sistema Andino de Integración y sus objetivos son: dar apoyo financiero para desequilibrios de balanza de pagos de los países miembros, sea otorgando créditos o garantizando préstamos de terceros; contribuir a armonizar las políticas cambiarias, monetarias y financieras; y mejorar las condiciones de inversión de las reservas internacionales efectuadas por los países miembros. Si bien estos objetivos se solapan en parte con los del FMI, el grado de condicionalidad es menos exigente, lo que hace los préstamos más rápidos y flexibles. El FLAR tiene una excelente historia crediticia ya que no sólo ha otorgado a algunos de sus miembros como Bolivia y Ecuador fondos que son comparables a los aportados por el FMI bajo circunstancias de falta de liquidez sino que no registra problemas de pago y pudo hacer valer su condición de acreedor privilegiado. Esto le valió contar con una alta calificación crediticia, superior a la de los países que lo conforman. Una característica muy interesante desde el punto de vista del MERCOSUR es que está conformado por países en desarrollo, el fondo es pequeño, la condicionalidad es blanda y, aún así, ha cumplido con sus objetivos. En realidad, existen cálculos (Agosin, 2000) de que el pooling de proporciones relativamente bajas de las reservas de cada país puede tener impacto como instrumento de estabilización, sobre todo si estos fondos son articulados con las acciones del resto de las instituciones multilaterales.

A pesar de que estos acuerdos se orientan a paliar los efectos de la volatilidad financiera sobre la macroeconomía, no se observan experiencias de inte-

rés en la coordinación macroeconómica en regiones que involucren relaciones sur-sur o sur-norte. El notable ejemplo de la unión monetaria europea sólo abarca países desarrollados. En este sentido, será interesante observar los resultados de los esfuerzos actuales por incluir países de menor desarrollo relativo. Más allá de esto, la evidencia indica claramente que es difícil coordinar políticas en el eje norte-sur y sur-sur y que los países emergentes siguen privilegiando de manera abrumadora el manejo unilateral de la macroeconomía. Luego de la crisis asiática, un número creciente de países ha optado por flexibilidad cambiaria con intervención, lo que se tradujo en una acumulación de reservas significativa. Asimismo, las economías que aún mantienen tipos de cambio sin flotación como China u Hong Kong, también han estado acumulando reservas.

Es justamente la enorme acumulación actual de reservas uno de los factores que ha reavivado el interés por una cooperación financiera más profunda. Hay indicios claros de que la acumulación de reservas está yendo bastante más allá de lo que justifica un nivel razonable de autoseguro y ello podría ser, en parte, una consecuencia del subdesarrollo financiero. En el caso de China, por ejemplo, la excesiva acumulación de reservas podría estar reflejando, en cierta medida, el desbalance entre una estructura financiera de mala calidad y una gran capacidad competitiva (Wu, 2007). Una forma de paliar los efectos indeseados de la falta de desarrollo financiero podría ser la de canalizar fondos a través de bancos de desarrollo regionales. El mundo árabe e islámico es un ejemplo en este sentido. Los países petroleros han utilizado este mecanismo para proveer financiamiento a países más pobres de la región. Los países asiáticos no han avanzado en este aspecto pero sí hay ejemplos de entidades exitosas en el ámbito latinoamericano; entidades que en realidad fueron creadas a partir de los años sesenta para apoyar el proceso de integración regional.

Las experiencias de cooperación financiera para el desarrollo de América Latina son muy relevantes desde el punto de vista del MERCOSUR (incluso, algunos de los miembros tienen cierta participación en las instituciones que interesan). Un grupo de bancos de desarrollo regional ha estado muy activo desde los años noventa y ha logrado poner a disposición de sus socios fondos comparables a los movilizados por entidades como el Banco Mundial. Dentro de ese grupo cabe mencionar, en primer lugar, a la Corporación Andina de Fomento (CAF) que es la institución más exitosa y tiene la peculiaridad de que, si bien participan países extra-region, es un emprendimiento claramente categorizable como sur-sur. Otros emprendimientos son el Banco Centroamericano de Integración (BCIE) que también aumentó sus préstamos pero con altibajos y el Banco de Desarrollo del Caribe (BDC). Una característica saliente de estas instituciones es que ellas tienen una calificación crediticia superior a las de sus países miembros. La calificación de Moodys's es Aa2 para CAF, Aaa para BCIE y Baa1 para BDC (Titelman, 2006).

Si bien hay propuestas en consideración, ni la CAF ni el FLAR han realizado tareas importantes en lo que hace al trabajo fronteras adentro centrado en la creación de mercados. Su actividad se ha dirigido, sobre todo, a generar capacidad prestable para paliar las fallas de mercado existentes. En Asia, en cambio, se han puesto en práctica recientemente una serie de propuestas específicamente destinadas a crear mercados, focalizadas en los mercados de bonos tanto nacionales como regionales. El objetivo central es evitar la dependencia de bonos de corto plazo y en dólares, lo cual se espera que contribuirá a prevenir crisis al evitar los descalces de plazo y moneda (Park, 2006) Las medidas incluyen la creación de infraestructura institucional (solución de controversias, agencias de calificación, información, armonización regulatoria y tributaria) y del Asian Bond Fund en dos tramos ABF1 (año 2003) y ABF2 (año 2004). El primer tramo cubre bonos denominados en dólares y el segundo fondo, más interesante, se creó para invertir en bonos denominados en monedas de economías de la región. Así, los bancos centrales dedicaron una fracción de las reservas de los países para comprar títulos de gobierno y para-estatales, tanto en moneda extranjera como local con el objeto de ampliar la escala de los mercados, aumentar su liquidez y crear índices regionales del mercado de bonos.

Por supuesto, el intento más ambicioso de integración financiera regional fronteras adentro fue puesto en práctica por la Unión Europea, en un contexto en que ésta era percibida como central para la consolidación de la unión monetaria y del mercado único de bienes y servicios. De acuerdo con las autoridades de la UE, la integración profunda sólo puede lograrse si las barreras a las actividades financieras a través de las fronteras son abolidas de manera efectiva. Según el Presidente del Banco Central Europeo (Trichet, 2003) un mercado de capitales eficiente e integrado asegura que la política monetaria sea implementada consistente y efectivamente, promueve el funcionamiento fluido del sistema de pagos y contribuye a mantener la estabilidad financiera, minimiza los costos de transacción y mejora la asignación del ahorro a los proyectos de inversión más rentables. El informe Sapir (Sapir et al., 2003) también subraya la importancia de los mercados de capital para promover el crecimiento e impulsar la innovación. En línea con esta visión, la Comisión Europea lanzó el Plan de Acción Financiera en 1999, que contenía 42 medidas orientadas a integrar financieramente las economías europeas⁵. Por supuesto que este ambicioso Plan tenía como sustento el Eurosistema, el arreglo entre los Bancos Centrales Europeos y los Bancos Centrales Nacionales de los estados miem-

5 Había habido pasos previos; en 1985 se habían adoptado dentro del Programa de Mercado Único principios de armonización mínima, licencia única y reconocimiento mutuo. En virtud de la licencia única y del reconocimiento mutuo, toda sociedad financiera que obtuviese su licencia en cualquiera de los estados miembros podía operar libremente en todos los demás y estaba sujeta únicamente a la supervisión del estado que le hubiera concedido la licencia.

bros, que se encarga de los aspectos monetarios y es responsable de la definición e implementación de la política monetaria única en el área del euro (v. Deutsche Bundesbank, 2004). Si bien el Plan de Acción fue implementado y los mercados europeos están hoy mucho más integrados, sus efectos no se han sentido de manera pareja en todos los segmentos. El Plan funcionó como un potente catalizador para los servicios de banca mayorista y los mercados monetarios de la zona del euro pero el sector de la banca minorista está mucho menos integrado, la proximidad con el cliente sigue siendo un factor esencial. Asimismo, los servicios de pagos al por menor y los servicios de inversión y de seguros se encuentran también bastante fragmentados (González Paramo, 2005).

En síntesis, los acuerdos de cooperación financiera regional que muestran mayor actividad en la actualidad incluyen tanto relaciones sur-sur como sur-norte y norte-norte y se orientan tanto a paliar las fallas en los mercados financieros como a construir estructuras de mercado más completas y eficientes. Desde la perspectiva de estas experiencias, el MERCOSUR aparece muy atrasado en lo que hace a la integración financiera incluso si se lo compara sólo con aquellas iniciativas que involucran países más afines como los latinoamericanos o los asiáticos de la ASEAN. La experiencia europea claramente no puede ser el espejo donde mirarse para el MERCOSUR por una razón simple: el nivel de desarrollo financiero y la capacidad de construcción institucional está más allá del horizonte visible dentro del MERCOSUR. A lo sumo pueden ser interesantes las medidas que se implementaron al comienzo del proceso en Europa como los principios de armonización mínima. Pero más allá de los detalles, lo cierto es que en el MERCOSUR no existen iniciativas ni orientadas fronteras adentro ni orientadas fronteras afuera. ¿Implica esta ausencia de iniciativas en el MERCOSUR que no existen oportunidades a explotar? Antes de contestar esta pregunta, vale la pena pasar revista de los resultados de los estudios de caso en lo relativo a las características de las estructuras financieras del MERCOSUR.

4. LOS HECHOS ESTILIZADOS DE LA ESTRUCTURA FINANCIERA DEL MERCOSUR

A partir de las investigaciones llevadas a cabo por los estudios de caso se puede identificar un conjunto de hechos estilizados que son útiles para evaluar el estado actual de la integración financiera en el MERCOSUR y para detectar posibles oportunidades de cooperación en el plano financiero. A continuación pasamos revista de esos hechos.

El primer hecho a resaltar es que los estudios aportan evidencia muy clara que confirma que los sistemas financieros del MERCOSUR no sólo son poco profundos sino que tienen un nivel de desarrollo menor que el que cabría esperar en función del PBI per cápita de la región. Pero más allá de lo que muestran indicadores cuantitativos como M2/PBI o crédito privado/PBI, hay características cualitativas que señalan claramente la falta de profundidad. Entre las debilidades más importantes se encuentra la incapacidad para generar crédito a largo plazo. Los papeles negociados son en su mayoría de corto plazo y los de plazo mayor tienden a ser a tasas variables, indexados o dolarizados. Brasil es el país que muestra el menor grado de dolarización. Los instrumentos financieros domésticos también se han des-dolarizado en la Argentina con posterioridad a la “pesificación” inducida por el gobierno durante la crisis. Los inversores argentinos, no obstante, mantienen una enorme cantidad de activos dolarizados fuera del sistema financiero doméstico. Los mercados, además, están muy segmentados. Sólo las grandes empresas tienen acceso a los mercados de bonos corporativos o a los mercados externos, al tiempo que las pequeñas firmas y las familias enfrentan un nivel significativo de racionamiento. En algunos casos, el estado cuenta con políticas para paliar estas fallas de mercado. Es el caso del crédito hipotecario en Uruguay y del BNDES en Brasil.

Un segundo hecho que los estudios señalan unánimemente es que los sistemas financieros del MERCOSUR están basados en bancos más que en mercados. Sin embargo, tanto en Brasil como en Argentina, el desarrollo de los mercados de acciones y bonos no es relativamente tan malo. En este sentido, Borensztein y Eichengreen (2006) llaman la atención sobre el hecho de que la relación entre capitalización de los mercados de bonos y M2 no es tan baja como cabría esperar, lo que estaría indicando que el problema no es el subdesarrollo de un segmento específico de la estructura financiera sino la falta de evolución de la estructura de intermediación como un todo. Esto confirmaría la hipótesis funcionalista que afirma que los mercados de valores y los bancos tienden a ser complementarios más que sustitutos.

Un segmento que sí se marca como particularmente débil en los estudio es el correspondiente a los mercados de bonos privados o corporativos. Esto es verdad para los tres países, aunque en el caso de Brasil se han observado desarrollos interesantes de titulización de instrumentos como facturas a pagar mientras en la Argentina se observa un desarrollo incipiente de los fideicomisos asociados a actividades específicas. Los mercados de bonos públicos, por el contrario están bastante más desarrollados y este hecho puede ayudar a cimentar los mercados en la medida que aumenta la liquidez y establece un *benchmark* de referencia para el resto de los mercados en lo que hace a los rendimientos. Obviamente, una excesiva expansión podría generar un fenómeno de desplazamiento del sector privado si la oferta de bonos públicos no estuviera en relación con la capacidad de ahorro de la economía. Adicionalmente, el trabajo de Argentina llama la atención sobre la absorción creciente de fondos por parte del banco central como contrapartida de la esterilización asociada a la acumulación de reservas.

El país que tiene el menor grado de profundidad en su sistema bancario es la Argentina; la crisis de 2001-2 tiene mucho que ver con este hecho y, en la medida que el país va dejando atrás esa crisis, el sistema bancario va regenerando su capacidad de generación de crédito. Uruguay muestra mayor profundidad, pero la crisis de principios de la década ha comprometido su futuro, particularmente en lo que hace al segmento *off shore*. En Brasil el mayor nivel de profundidad no se ha revertido en la generación de una oferta de crédito suficiente para el sector privado. Una deuda pública de gran tamaño absorbe buena parte de la oferta de crédito dejando poco margen para llenar las necesidades de firmas y familias. Esta situación podría mejorar sustancialmente en el futuro si se mantiene la tendencia a la reducción del peso de la deuda pública.

En todos los casos los estudios revelan una significativa presencia de la banca extranjera; lo cual indica que no existe discriminación en contra del capital extranjero. La participación de la banca extranjera, sin embargo, se vio resentida por las crisis en Argentina y Uruguay. La presencia de la banca pública es destacada en todos los países al tiempo que la banca privada nacional es débil en Argentina y prácticamente inexistente en Uruguay. Esto es un problema ya que no se han desarrollado o no han sobrevivido bancos pequeños que estaban especializados en nichos regionales o sectoriales. En la Argentina la desaparición de la banca cooperativa tuvo costos en términos de destrucción de un valioso stock de información que había sido acumulado por ese tipo de entidad. Brasil es el único de los socios que utiliza instrumentos financieros de manera activa y a gran escala para hacer política industrial. En este sentido es probable que el BNDES genere ciertas irregularidades en el campo de juego en relación con algunos sectores específicos de la región.

Un tercer conjunto de hechos se refiere a la integración en los mercados internacionales. Los países bajo análisis cuentan con niveles altos –aunque no sin variaciones– de apertura de la cuenta capital y, en general, no discriminan contra el capital extranjero en el sistema bancario (aunque en Brasil hay limitaciones). Los trabajos documentan que las economías del MERCOSUR han recibido flujos de capital significativos, incluyendo la inversión extranjera directa en general (muy activa durante las privatizaciones) y en el sistema bancario. Los flujos de capital, no obstante, muestran fuerte volatilidad. Todos los miembros han pasado por situaciones de frenazo. En las situaciones de turbulencia la interacción entre el régimen cambiario, las condiciones externas y la intermediación doméstica resultó determinante en relación a los resultados observados. Esto implica que las políticas deberían adoptar un criterio de “equilibrio general”; no se deberían introducir reformas en un segmento determinado de la intermediación o el régimen monetario sin tener en cuenta la funcionalidad del todo.

Un cuarto hecho estilizado es que los flujos de capital intra-Mercosur son muy pequeños. Los dos países más grandes invierten en el exterior. La Argentina bajo la forma de activos líquidos; el Brasil bajo la forma de IED. Pero ni Argentina ni Brasil invierten sumas significativas en activos de los países del MERCOSUR. Sólo recientemente se ha detectado un cierto mayor apetito inversor de Brasil en lo que hace a inversión directa, de la mano del mayor crecimiento y la valorización del real. En este sentido, está claro que una tarea central de cualquier agenda de integración financiera debería ser la de diseñar instrumentos para “internalizar” o regionalizar la demanda de activos externos por parte de los inversores que residen en países miembro.

El quinto hecho que vale la pena subrayar es que los episodios de turbulencia financiera disparados por desequilibrios macroeconómicos domésticos y *shocks* financieros externos son factores importantes en la explicación del bajo nivel de profundidad ya que los efectos de las turbulencias tienden a perdurar en el tiempo. En realidad, es razonable pensar que la repetida ocurrencia de marcados desequilibrios financieros tiene que haberse incorporado al conjunto de información que los inversores utilizan al decidir. En el trabajo sobre Argentina se afirma que es posible que las dificultades para eliminar deficiencias tales como el cortoplacismo y la dolarización pueden estar asociadas con una situación de tipo *peso problem* que impide el desarrollo de ciertos segmentos de mercado aún en situaciones de mayor estabilidad. Es interesante mencionar, sin embargo, que en todos los países analizados, el sistema financiero ha mostrado capacidad para crecer cuando encuentra situaciones propicias, como lo son las aceleraciones en el crecimiento o períodos de tranquilidad macroeconómica y en los mercados internacionales. En realidad, el problema básico no es cómo acelerar el crecimiento de las finanzas o la falta de emprendedores en ese campo sino cómo lograr un desarrollo que sea robusto a

shocks de significación. Como lo marca la literatura, en este aspecto, son cruciales la calidad del marco regulatorio y de la supervisión.

Un sexto hecho estilizado es, justamente, que todos los estudios dan cuenta de intentos significativos de reforma de la arquitectura financiera doméstica en la última década, orientados a adoptar las mejores prácticas y las reglas recomendadas en los estándares y códigos internacionales. Tales esfuerzos normalmente se hicieron con el objetivo de mejorar la integración con los mercados globales. Hay que tener en cuenta, no obstante, que los deterioros del marco regulatorio y de supervisión están muy correlacionadas con la ocurrencia de crisis financieras asociadas con shocks externos y de política. La crisis de 2001-2 generó una regresión importante en la Argentina y, también en Uruguay. Brasil es el país que ha avanzado de una manera más gradual y eficaz y cuenta hoy con una institucionalidad bancaria razonablemente sólida y es también el país que ha tenido relativamente menos situaciones de crisis bancarias.

En realidad, sorprende en relación con las reformas en el campo financiero que no haya habido mayor preocupación por articular los esfuerzos de apertura financiera y mejora del marco regulatorio con el proceso de integración regional. Los resultados y los planes de trabajo del Subgrupo de Trabajo 4 – que se ocupa de las reglas de juego en el plano financiero– son más bien pobres y su nivel de visibilidad es muy bajo. Asimismo, no hubo posiciones coordinadas en las negociaciones en el plano multilateral concernientes a servicios financieros en el marco de la OMC. Las generosas concesiones de la Argentina en la década pasada divergen de la estrategia más conservadora de Brasil (de Paiva Abreu, 1997).

En definitiva, lo que estos hechos indican es que existe vocación por adaptarse a las recomendaciones de las mejores prácticas del tipo sugerido por el FSF y que no se discrimina al capital extranjero, pero también que la inestabilidad financiera es un obstáculo serio. Hay inserción en los mercados globales pero sobre la base de un rayo norte-sur. Las relaciones sur-sur y, en particular, con América Latina y con países del MERCOSUR es muy pequeña. Tampoco hay gran participación de entidades bancarias dentro del MERCOSUR. En realidad, los inversores que tienen presencia en varios países simultáneamente son extra-MERCOSUR y pertenecientes a países desarrollados (el ejemplo saliente en este aspecto son los bancos españoles).

5. CONCLUSIONES

En la primera sección hicimos notar que la investigación fue motivada por la aparición de una serie de hechos macroeconómicos y financieros en la década actual que contrastan con lo observado, al menos, desde la crisis de la deuda a principios de los ochenta. Sucintamente, los hechos más salientes son:

- a. El MERCOSUR pasó de ser un tomador neto de fondos prestables en el resto del mundo a ser un colocador neto y sus dos socios mayores muestran significativos superávits de cuenta corriente en los últimos años.
- b. Los Bancos Centrales del MERCOSUR están aumentando de manera sistemática sus niveles de reservas internacionales.
- c. Los regímenes cambiarios han mudado sustancialmente en relación a los noventa: se pasó de esquemas de paridad fija a sistemas con mayor flexibilidad.
- d. El socio de mayor tamaño muestra tasas de inflación que tienden a converger con las internacionales y sus políticas monetarias y fiscales son acordes con tal hecho.

A pesar de estos desarrollos positivos, los hechos estilizados que surgen de los estudios de caso muestran que:

- e. Los sistemas financieros siguen mostrando niveles de profundidad bajos.
- f. No existen o son extremadamente débiles las iniciativas de cooperación financiera y monetaria.

El hecho (e) sugiere que aún bajo condiciones mucho más favorables desde el punto de vista financiero y macroeconómico, la intermediación financiera no tiende “naturalmente” a desarrollarse y el hecho (f) indica que los socios no utilizan las oportunidades que podrían existir para crear mercados más profundos utilizando la región como plataforma. Bajo estas condiciones, la falta de profundización financiera podría devenir en el futuro una restricción apreciable sobre el crecimiento y la estabilidad en la región.

El punto (a) implica que la economía de la región está generando un exceso de ahorro sobre la inversión y el punto (b) que una parte está siendo acumulada como reservas. En función de lo que hemos discutido respecto de la experiencia internacional, dos preguntas que surgen naturalmente son, primero, si es eficiente que la economía regional esté generando este superávit y, segundo, si esos fondos de ahorro están siendo invertidos de manera óptima. Dado que los mercados de intermediación muestran fallas de importancia, estas preguntas parecen sumamente atinadas.

Respecto de la primera pregunta, una justificación razonable para que la economía genere superávit es que el *shock* externo positivo que está beneficiando a la región puede ser transitorio y, si lo es, es natural que se produzca transitoriamente un exceso del ahorro sobre la inversión. Sin embargo, en parte o totalmente, el shock podría ser permanente y no transitorio. Con mercados financieros deficientes, las autoridades sólo reciben señales muy distorsionadas del sector privado y del resto del mundo en relación con estas cuestiones. Si el shock fuera transitorio, los agentes privados no tiene canales eficientes para invertir los fondos que eventualmente deseen pasar a consumo futuro. Los trabajos de investigación han revelado que tanto en Brasil como en Argentina —y presumiblemente en el resto de los países socios— el consumo es más volátil que el ingreso lo que habla a las claras de las dificultades para suavizar intertemporalmente el consumo. Si, por el contrario, el shock fuera permanente, para asignar correctamente los nuevos recursos generados por el shock hacia los sectores con mayor potencial de crecimiento futuro se necesita un mercado financiero con cierta profundidad. Esto implica que independientemente de que el shock sea transitorio o permanente, no se puede descartar que la acumulación de recursos externos sea la contrapartida de que los fondos no estén siendo canalizados hacia los sectores con mejores oportunidades de inversión. Los problemas de asignación de la inversión en la Argentina son consistentes con esta hipótesis. Asimismo, la baja tasa de inversión del bloque, sobre todo en Brasil, es compatible con una situación como esta. La creación de canales financieros más fluidos podría ayudar a aumentar la inversión física y a mejorar su asignación.

El punto (b) nos dice que buena parte del superávit está alimentando la acumulación de reservas internacionales que el Banco Central invierte en activos financieros de bajo rendimiento. La justificación más importante para acumular reservas es que, luego de las crisis de la década anterior y en vista de las deficiencias de la arquitectura financiera internacional, los países emergentes deben invertir recursos en un autoseguro que les permita aislarse de fenómenos como el contagio y los frenazos. Nuevamente, sin señales de mercado, no está claro de cuánto debería ser el autoseguro óptimo. Sobre todo si no se sabe cuánto del shock es transitorio y cuánto permanente. Asimismo, es posible que la acumulación de reservas de manera independiente

por cada país sea excesivamente cara y que algún mecanismo de *risk-pooling* pudiera ser más eficiente.

Estas cuestiones coyunturales así como las deficiencias estructurales revisadas en los estudios de caso y el hecho de que otras regiones muestran avances en la cooperación financiera, sugieren que el MERCOSUR debería explorar alternativas de integración financiera que siguieran tanto la estrategia de trabajo “fronteras afuera” como “fronteras adentro”.

En lo que hace fondos de reserva, la experiencia internacional que hemos discutido sugiere claramente que el MERCOSUR debería, al menos, evaluar seriamente propuestas en este sentido. En relación con esto, los estudios sobre el ciclo en el MERCOSUR (Fanelli y González Rozada, 2003) indican que las fluctuaciones en el bloque tienen un componente común importante y que ese componente se correlaciona con los cambios en el escenario financiero global. Pero esos estudios marcan que también es de relevancia el componente idiosincrásico del ciclo. Esto último sugiere que habría un cierto margen para diversificar riesgos. Sin embargo, es posible que no sea “rentable” para el MERCOSUR crear un fondo de reservas con sus cuatro miembros plenos exclusivamente, sobre todo desde el punto de vista de los costos de transacción políticos. Sin embargo, esta no es la única alternativa. El bloque podría buscar asociarse a acuerdos más amplios de fondos de reserva. El candidato natural es el FLAR. Machinea y Titelman (2006) aportan evidencia sobre la factibilidad de expandir el FLAR en Latinoamérica. El MERCOSUR podría negociar en bloque su adhesión al FLAR. Como un problema importante es la cuestión de *moral hazard*, la condicionalidad del fondo ampliado podría ser manejada y diseñada a nivel del MERCOSUR. Esto es, el bloque MERCOSUR establecería una garantía solidaria sobre el uso de las reservas por cualquiera de sus miembros pero también establecería las condiciones macroeconómicas a cumplir a nivel del bloque. Esto podría constituir una buena gimnasia para avanzar hacia una mayor coordinación macroeconómica. Por supuesto, la exploración de alternativas en esta línea debería hacerse en consonancia con los desarrollos en el plano de la arquitectura financiera internacional.

Está claro, no obstante, que en la situación de superávit de cuenta corriente actual la formación de un fondo no resuelve el problema de cómo utilizar los excesos del ahorro sobre la inversión. En relación con esto, el MERCOSUR sólo podría ser de ayuda si contribuye a crear mecanismos de conexión eficiente entre el ahorro y la inversión y a desarrollar instrumentos financieros que expandan el espectro de transacciones que abarcan intercambios entre diversos estados contingentes. Para este objetivo es vital crear nuevos canales para la utilización de los activos externos que se acumulan, incluyendo los que están en la cartera de los particulares que se encuentran invertidos en muchos casos en activos externos de muy baja rentabilidad.

Esto último es muy importante en Argentina. Avanzar en esto implica trabajar “fronteras adentro”.

Una opción natural es la de crear un banco o agencia de financiamiento regional. En realidad, a la luz de las actividades del CAF o el BCIE es bastante sorprendente que el MERCOSUR no cuente con algo similar. Los países del bloque muestran un PBI per cápita relativamente alto para América Latina y tienen entre sus socios a Brasil que acumuló una enorme experiencia con el BNDES. Obviamente, quizás es justamente por la efectividad del BNDES que no se plantea la cuestión a nivel regional. Pero el punto es que la inversión en Brasil es baja y el crédito disponible para el sector privado no puede considerarse abundante. Asimismo, tanto en Brasil como en la Argentina la inversión pública se ha desplomado y ello ha repercutido en ciertas áreas de formación de infraestructura y capital humano. Una institución regional podría estar en condiciones de ayudar en la identificación de proyectos de inversión definidos a partir del interés regional conjunto y con la mira en facilitar la integración profunda. La infraestructura para el comercio y el apoyo a iniciativas para un sistema regional de innovación son candidatos obvios en este sentido. Las iniciativas existentes para favorecer a los países más pequeños también podrían articularse.

De cualquier forma, una entidad de financiamiento de este tipo no contribuye *per se* a desarrollar una estructura de mercados más densos. En función de la visión actual de la literatura respecto de que los mercados de valores y los bancos son complementarios, un banco de desarrollo regional debería ayudar a desarrollar los mercados de valores privados y de bonos para las firmas. La experiencia internacional reciente sugiere diferentes alternativas⁶. En particular, si como ocurre por ejemplo con la CAF, una entidad de crédito regional consiguiera una calificación de crédito mejor que la de los países miembros podría ayudar en la emisión de bonos para separar los distintos tipos de riesgo incorporados en un bono emitido por una corporación. Por ejemplo, podría hacerse cargo del riesgo de crédito pero no del riesgo cambiario en la línea de lo que está intentando hacer el BID. También podría subsidiar los costos de emisión de papeles privados asociados a grandes proyectos de inversión y la operación de los mercados para negociar esos papeles a los efectos de suavizar el obstáculo que representan los costos fijos de “armar” el mercado, hasta que el mercado adquiriera un nivel mínimo de escala. Asimismo, podrían diseñarse mecanismos para asociar a los bancos nacionales y los fondos de pensión en la operatoria de la entidad regional. En la medida

6 Para cumplir mayor cantidad de transacciones entre estados contingentes se debería crear la infraestructura para tratar de emitir bonos en moneda local indexados al IPC, con pagos que se adaptan en función del deterioro de los términos del intercambio, bonos indexados al PBI (Argentina ha hecho una experiencia en este sentido al renegociar su deuda) y bonos indexados a uno o varios commodities.

que se tuviera éxito en incentivar los mercados de bonos en el nivel MERCOSUR se crearían incentivos para avanzar más rápidamente en la armonización de las regulaciones y en mecanismos como los que puso en práctica la UE hacia el principio del proceso, como el reconocimiento mutuo de las licencias para operar. De cualquier manera, como se muestra en los trabajos, hoy es muy baja la participación de bancos de un socio en el sistema financiero de los otros.

Contar con mercados más profundos es también importante para ganar grados de libertad para las políticas macroeconómicas. Según Eichengreen (2001) un mercado de bonos más profundo permite amortiguar mejor los shocks. En línea con las decisiones de otros países emergentes, los países del MERCOSUR han optado por regímenes cambiarios más flexibles e intervención en los mercados de cambio. Asimismo, el hecho que el socio mayor haya reducido sustancialmente su tasa de inflación y cuente con políticas más creíbles es una buena noticia en el sentido de que podría actuar como “ancla” para la convergencia del resto de los países del bloque.

El MERCOSUR no tiene porqué forzar la marcha de la cooperación financiera ya que las tareas de construcción institucional son complejas. De hecho, podría comenzarse por la creación de un instituto para la cooperación financiera cuya primera tarea fuera establecer una agenda de tareas factibles, basándose en la experiencia internacional reciente. Asimismo, podría realizar estudios orientados a adaptar las recomendaciones sobre mejores prácticas y estándares y códigos al contexto del MERCOSUR y, sobre esa base, propender a la armonización normativa y al diseño de una agenda práctica de acciones tanto fronteras afuera como fronteras adentro del bloque.

En suma, los resultados de los estudios no muestran un panorama alentador en lo que hace al estado de la integración financiera en el MERCOSUR y los esfuerzos por incrementarla. En primer lugar, las transacciones financieras entre los estados miembros son muy pequeñas y la participación de instituciones financieras de uno de los miembros en las economías de los otros es mínima; en segundo lugar, no existe coordinación importante ni en el plano monetario ni en el financiero. Cuesta creer, no obstante, que la falta de avance en la integración financiera se deba, exclusivamente, a la falta de oportunidades para cooperar. Hemos señalado algunas iniciativas que podrían inspirar una agenda algo menos pobre que la actual.

¿Por qué está, entonces, el MERCOSUR tan atrasado en los aspectos financieros y monetarios? Una hipótesis razonable es que el MERCOSUR ha encontrado dificultades relativamente más importantes que otros bloques en dos frentes: el exceso de volatilidad y la economía política. En relación al primer factor, hemos señalado que las crisis han inducido regresiones importantes en el comercio intra-bloque y en la institucionalidad financiera. Para

evaluar la importancia de la economía política, a su vez, es vital tomar en cuenta que la integración financiera es intensiva en la construcción de instituciones y la política es la encargada de construir esas instituciones. La política del MERCOSUR no se ha distinguido, hasta ahora, por la eficacia para decidir de manera independiente de las demandas de la coyuntura política y de las presiones de grupos con intereses específicos.

En este contexto, parece que el MERCOSUR se debatirá en el futuro entre situaciones polares. El *statu quo* implica seguir con estructuras financieras desequilibradas y pobres; tomar acciones decididas hacia la cooperación financiera, por el contrario, podría tener consecuencias muy beneficiosas, justamente debido a lo deficiente de la situación financiera actual: los países que muestran una discrepancia mayor entre su nivel de PBI per cápita y su nivel de desarrollo financiero son los que tienen un mayor potencial de crecimiento para explotar por la vía de la profundización financiera.

