

# 1. COORDINACIÓN MACROECONÓMICA EN EL MERCOSUR. MARCO ANALÍTICO Y HECHOS ESTILIZADOS

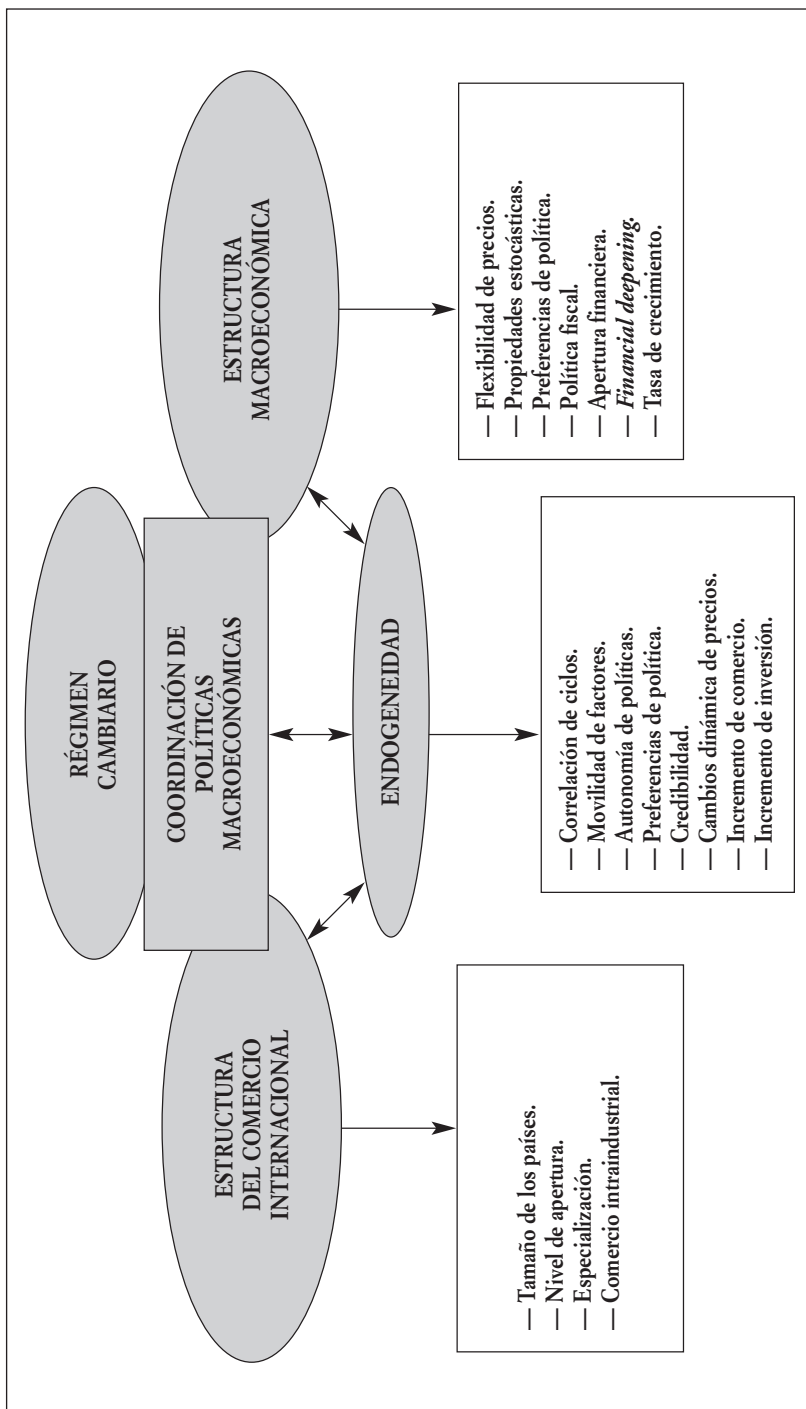
JOSÉ MARÍA FANELLI

## I. UNA PRESENTACIÓN ESQUEMÁTICA DEL PROBLEMA DE COORDINACIÓN

La cuestión de la coordinación de políticas macroeconómicas es compleja. Una de las razones básicas de ello es que implica incluir (o hacer referencia a) una gran cantidad de variables, parámetros estructurales y de política. Una complicación adicional es que la literatura es muy amplia y bastante dispersa. Por ejemplo, abarca desde los trabajos cuyo objetivo específico es el análisis de los regímenes cambiarios (Edwards y Savastano, 1999) hasta el enfoque de *optimum currency areas* (OCA), donde el propósito es discutir la factibilidad de una unión monetaria y no tan solo la coordinación de políticas macroeconómicas (Mundell, 1961, De Grauwe, 1994). Dada esta complejidad, hemos optado por organizar nuestra exposición en base a un esquema. El mismo será de utilidad no sólo para presentar el enfoque analítico que sirvió de base para la arquitectura del proyecto y ordenar la discusión de los hechos estilizados sino también para dar una visión global de las cuestiones involucradas y delimitar las fronteras de nuestro proyecto. Esto último es necesario pues el proyecto no trata todas las cuestiones y no pone igual énfasis analítico sobre cada una de las que sí trata.

El esquema I muestra los principales elementos involucrados en el problema de la coordinación de políticas macroeconómicas. En el centro aparece el régimen cambiario. Es prácticamente imposible que dos países avancen en la coordinación de sus políticas macroeconómicas ignorando el tipo de régimen cambiario que cada uno posee y sin definir los cambios máximos en el mismo que consideran compatibles con el resto de los objetivos e instrumentos presentes en las políticas nacionales. En este sentido, una hipótesis central del proyecto es que la elección del régimen cambiario está rigurosamente acotada por los rasgos específicos de la estructura macroeconómica y de comercio exterior de cada país. El esquema representa esta hipótesis colocando ambas estructuras a los costados del régimen cambiario y mostrando dentro de sendos recuadros las variables macroeconómicas y de comercio exterior que deben tomarse en consideración al analizar la coordinación de políticas y la elección de un régimen cambiario dentro de un bloque regional.

## ESQUEMA I



Es necesario no olvidar, por otra parte, que nos movemos en un mundo de mercados imperfectos. En un mundo tal, independientemente de las restricciones para seleccionar el régimen cambiario, una vez que un régimen determinado es puesto en práctica, el mismo ejercerá una influencia que puede no ser neutral sobre la evolución de las variables reales. Esto implica que los vínculos entre macroeconomía, comercio y régimen cambiario son de doble vía. El enfoque utilizado en el proyecto asume que las interacciones que se producen en esta doble vía generan fuerzas endógenas que pueden inducir tanto efectos transitorios de desequilibrio como mutaciones permanentes en el funcionamiento macroeconómico, en la estabilidad del régimen cambiario y en la evolución de la integración comercial. En el esquema hemos representado el cambio endógeno mediante flechas dobles que unen el recuadro de «endogeneidad» en la parte inferior del esquema con el resto de los elementos. La cuestión de la endogeneidad fue planteada en la discusión de las áreas óptimas por Frankel y Rose (1996). Estos autores consideran erróneo tomar como dados exógenamente los elementos que determinan la conveniencia o no de una unión monetaria y afirman que el nivel de integración comercial y el de correlación entre los ciclos no son independientes. Este fenómeno, en realidad, es un ejemplo particular del hecho más general consistente en que las interacciones entre la micro y la macroeconomía pueden dar lugar a mutaciones permanentes de la estructura económica (Fanelli y Frenkel, 1995; Fanelli, 2000).

En verdad, cuando se adopta el punto de vista más amplio de las relaciones micro/macro, no existe una razón *a priori* por la cual las interacciones y mutaciones endógenas deban afectar solamente la simetría de los ciclos. En el recuadro correspondiente a endogeneidad aparecen mencionados, además de la correlación de los ciclos, otros factores que podrían experimentar cambios endógenos importantes y que resultan de relevancia para la coordinación macroeconómica. Así, es razonable esperar que diferentes esquemas de coordinación macroeconómica tengan efectos permanentes y no sólo transitorios sobre factores clave tales como la movilidad de factores, la autonomía y preferencias de política, la credibilidad y los cambios en la dinámica de precios. Y, si estos factores cambian, también podrían producirse efectos permanentes tanto sobre la estructura y funcionamiento macroeconómicos como sobre el comercio y, vía la inversión y los cambios dinámicos en las ventajas comparativas, sobre el crecimiento.

En lo que sigue utilizaremos el esquema que hemos descripto para presentar las hipótesis y los principales resultados de investigación del proyecto. Esperamos con ello ahorrar espacio y hacer más sencilla la presentación de los hechos estilizados que estuvimos en condiciones de identificar con nuestra investigación. Vale la pena aclarar, no obstante, que los trabajos realizados se centraron sobre todo en los problemas relacionados con la estructura comercial y la estructura macroeconómica. Los efectos en tér-

minos de endogeneidad no fueron abordados de manera sistemática, aunque la investigación permitió identificar hipótesis que merecerían ser estudiadas en el futuro.

## II. EL RÉGIMEN CAMBIARIO

Si la estructura de mercados fuera completa el régimen cambiario sería neutral. La elección de uno u otro arreglo cambiario no tendría efectos reales (Obstfeld y Rogoff, 1996). La plena flexibilidad de precios, unida a la posibilidad de asignar los recursos intertemporalmente y manejar los riesgos óptimamente convertiría la información sobre el régimen monetario y cambiario en irrelevante. La regla seguida por las autoridades para comprar y vender divisas así como para manejar la oferta monetaria sólo sería relevante para las variables nominales pero no para el valor de equilibrio de las reales. El mundo real está muy lejos de ser uno de mercados completos y, por lo tanto, el régimen cambiario importa porque las variaciones nominales afectan el valor de las variables reales. En la literatura se mencionan tres hechos estilizados que apuntan en la dirección de la no neutralidad del régimen cambiario:

- a) Existe una alta correlación entre las variaciones nominales y las reales del tipo de cambio y esto no debería ocurrir si el valor real de equilibrio no fuera afectado por los cambios en las variables nominales (Rogoff, 1996, Froot y Rogoff, 1995).
- b) La paridad del poder de compra (PPC) de las monedas predicha por la teoría no se cumple en el corto plazo y los períodos de ajuste tienen mucha inercia. Hay evidencia de que en los países desarrollados sólo se verifica a muy largo plazo y se ignora si esto último ocurre en los países en desarrollo por falta de información para comprobarlo (Edwards y Savastano, 1999).
- d) Los regímenes de tipo de cambio nominal flotante muestran una mayor varianza del tipo de cambio real y de los niveles de precios internos (Basu y Taylor, 1999).

Las economías del MERCOSUR, sin dudas, se caracterizan por tener una estructura de mercados incompleta. Y ello es particularmente así en lo que atañe a algunos mercados clave para el funcionamiento del régimen de cambios y la política monetaria. Los mercados de crédito y bonos son débiles y segmentados y la estructura de maduración muy incompleta. Esta falta de profundidad financiera hace difícil la implementación de políticas monetarias activas. Por ejemplo, es muy difícil realizar operaciones de esterilización sin inducir efectos apreciables, y muchas veces insostenibles,

sobre las tasas de interés. Por otra parte, los mercados para cobertura del riesgo cambiario prácticamente no existen y como regla general es muy difícil cubrirse o diversificar cualquier tipo de riesgo. Debido a estos rasgos estructurales, una hipótesis *a priori* con la que se diseñó el proyecto fue que la elección del régimen cambiario tiene efectos no neutrales. O, en otros términos, que la elección de un esquema específico de coordinación macroeconómica para el MERCOSUR tiene consecuencias para la evolución del lado real de la economía. Como detallamos más adelante, la evidencia empírica recogida se reveló consistente con esta hipótesis. Los tests estadísticos y econométricos realizados revelaron que los hechos estilizados, (a), (b) y (c) que aparecen en la literatura están presentes en la dinámica de comportamiento del MERCOSUR<sup>1</sup>.

Si la elección del régimen cambiario importa, una pregunta importante es qué deben tener en cuenta las autoridades al realizar esa elección. La literatura marca tres elementos clave. El primero es el nivel de autonomía en el manejo de la política monetaria, el segundo es el grado de libertad en los movimientos de capital y, el tercero, la flexibilidad del tipo de cambio nominal. Si las autoridades no enfrentaran restricciones, es posible que la política monetaria fuera asignada a objetivos domésticos (*i.e.* inflación o desempleo), que se optara por un régimen cambiario que mantuviera estable el tipo de cambio nominal y que se garantizara la plena movilidad de capitales para facilitar una correcta asignación del riesgo y los recursos en el tiempo. El número de parámetros y variables exógenas cuyo valor las autoridades pueden elegir sin «sobredeterminar» el modelo, sin embargo, es demasiado escaso (Fanelli, 2000). Esta falta de grados de libertad determina la aparición de un «trilema»: no es posible al mismo tiempo determinar el tipo de cambio nominal, contar con una política monetaria independiente y mantener la libre movilidad de capitales (Frankel, 1999). Sólo dos de esos objetivos pueden perseguirse de manera consistente.

En principio, podemos asumir que la preferencia revelada por cada país al elegir sus objetivos e instrumentos y dar «solución» al trilema es el resultado de una decisión óptima, dadas las restricciones tanto económicas como políticas y sociales. Bajo este supuesto, en el caso específico de los cuatro socios del acuerdo regional, las decisiones respecto del régimen cambiario estarían revelando que enfrentan restricciones o poseen preferencias de política muy diferentes ya que las elecciones son dispares. En particular, los estudios nacionales describen una situación en la cual los dos socios mayores se encuentran en posiciones bastante asimétricas. La Argentina mantiene un tipo de cambio fijo y libre movilidad de capitales. Su solución al trilema estaría revelando que

---

<sup>1</sup> No obstante ello, en relación con las velocidades de ajuste, se observó una cierta mayor velocidad en el caso del MERCOSUR y una tendencia a rechazar más fácilmente que en el caso de los países industrializados la hipótesis de una raíz unitaria en la serie de tiempo correspondiente al tipo de cambio real bilateral de Argentina y Brasil. Ver más adelante.

prefiere renunciar a la política monetaria antes que a la estabilidad cambiaria o la libre movilidad del capital. Brasil, en cambio, posee un tipo de cambio flotante en un contexto de movilidad de los flujos. Está claro que, en este caso, la opción es a favor de la autonomía monetaria orientada a objetivos domésticos (básicamente antiinflacionarios). El costo, obviamente, es renunciar a la estabilidad del tipo de cambio nominal aceptando, en consecuencia, una mayor volatilidad en el tipo de cambio real. Esta asimetría en la solución del trilema es, para muchos analistas, un obstáculo de magnitud tanto para la coordinación de políticas macroeconómicas como para el comercio intrabloque.

Uno de los objetivos que animó la investigación fue evaluar esta última hipótesis con mayor precisión. Aún cuando la hipótesis parece bastante intuitiva, a poco que se reflexiona sobre ella aparecen ciertos factores que sugieren que el problema es más complejo de lo que parece a primera vista. En primer lugar, *ceteris paribus*, una elección del régimen cambiario que se aproxime al óptimo en cada país y, por ende, coadyuve a la estabilidad es beneficiosa para la salud macroeconómica del bloque regional y, también, para su comercio. Los estudios econométricos demuestran que los efectos ingreso son mucho más importantes que los efectos precio como factores explicativos del comercio regional (Heyman y Navajas, 1998). El mejor régimen cambiario es el que asegura un crecimiento sostenido de la demanda efectiva de cada país pues ello tiene un efecto positivo sobre el comercio de cada socio. Así, un Brasil que crece establemente es un poderoso incentivo para las exportaciones argentinas. En segundo lugar, hay que considerar los efectos endógenos que la configuración actual o, alternativamente, una mudanza en ella, tendrían sobre la estabilidad macroeconómica. Por ejemplo, podría ocurrir que un intento apresurado por transformar los regímenes existentes para «acomodar» sus características a un patrón común generara situaciones de desequilibrio que impidieran el avance en la coordinación macroeconómica (*vgr.* vía un efecto negativo sobre la credibilidad) o en la integración comercial (*vgr.* impidiendo una corrección suficientemente rápida de precios relativos de desequilibrio o afectando los incentivos a la inversión).

También es posible, por otra parte, que el supuesto de que la elección del régimen cambiario realizado por los países del MERCOSUR es óptima sea errado. Bajo esta hipótesis, los países del bloque no se encuentran sobre su «frontera de eficiencia» y, por lo tanto, hay espacio para un mejor diseño de los regímenes cambiarios existentes. Un diagnóstico de este tipo es el que está en la base de algunas propuestas de política que se han adelantado. Una de ellas es la dolarización. Esta alternativa se discutió sobre todo en la Argentina. Por tratarse de una iniciativa que sería tomada de forma unilateral por este país, esta opción no sólo representa un alejamiento de la idea de coordinación macroeconómica en el bloque regional sino que podría representar, incluso, una amenaza para la salud política del mismo en la medida en que una decisión unilateral, *prima facie*, tendería a debilitar el espíritu de cooperación que es un insumo indispensable de los acuerdos

regionales. Hay una propuesta alternativa que también parte de la hipótesis de la falta de optimalidad de los arreglos cambiarios existentes pero que es más afín a la idea de coordinación. Es la que propone diseñar un esquema de compensaciones arancelarias en función de los desvíos del tipo de cambio real respecto de una banda predefinida alrededor del valor de equilibrio de esta última variable.

Es posible imaginar, no obstante, una tercera alternativa en relación con las condiciones de optimalidad de los regímenes actuales: que sean óptimos dadas las restricciones existentes en el corto plazo. Este enfoque afirmaría que, dada la configuración macroeconómica presente, lo mejor para la Argentina es la convertibilidad y, para Brasil, la flotación. Esta hipótesis, por supuesto, lleva implícita la idea de que, en la medida en que las restricciones cambian en el largo plazo, sería correcto pensar en una transformación de los regímenes existentes. Puesto en la perspectiva de la coordinación de políticas dentro del bloque, este enfoque requiere atender a dos cuestiones clave. La primera es identificar cuáles son las restricciones de corto plazo más importantes que limitan los grados de libertad de las autoridades y les impiden ubicarse sobre su «frontera de eficiencia» de largo plazo en relación con la elección del régimen cambiario y la coordinación de políticas dentro del bloque. Esto implica tener en cuenta las restricciones que impone no sólo la configuración actual de las variables macroeconómicas fundamentales sino, también, la historia macroeconómica y la dinámica política de cada país.

La segunda cuestión se refiere a la acción de los factores endógenos al proceso de integración. Esto es clave tanto para el diseño de la meta final de la política de coordinación como para el manejo del ritmo del proceso de coordinación. Dentro de este enfoque pueden agruparse las propuestas a favor de un avance gradual en la adaptación de los instrumentos y en la puesta en práctica de las instituciones de armonización de políticas macroeconómicas. Específicamente, como esta propuesta toma en cuenta las restricciones que imponen las variables fundamentales en el corto plazo, los abogados de esta alternativa proponen como primer paso para la coordinación, una armonización gradual en el valor de las variables fundamentales. Típicamente se propone comenzar con objetivos domésticos en cada país para la inflación, el déficit fiscal y la deuda pública. Estas propuestas, por otra parte, son compatibles con diferentes metas finales, donde la más ambiciosa, obviamente, es la de concluir con una unión monetaria en el MERCOSUR.

Cabe mencionar, para evitar confusiones, que la referencia a la optimalidad en la elección de regímenes y tipos de coordinación macroeconómica es sólo un recurso analítico para aclarar la discusión. En la práctica, la incertidumbre del contexto es tan alta y la cantidad de variables de tipo económico y de política nacional y externa que tienen influencia sobre el proceso tan amplia, que es difícil hablar de optimalidad. En realidad, es justamente esta complejidad del mundo real de la política económica, la que justifica el esfuerzo realizado en el marco del proyecto por comprender con mayor pro-

fundidad el contexto nacional y regional de la política macroeconómica y las especificidades de la estructura macroeconómica de cada economía. Una de las debilidades de los trabajos sobre coordinación en general y sobre el MERCOSUR en particular es que se tiende a hacer abstracción excesiva tanto de las restricciones que impone la dinámica de precios propia de cada país como de los factores de economía política que suelen tener una influencia decisiva sobre el proceso de toma de decisiones. Vale la pena, entonces, pasar revista con mayor detalle de la evidencia empírica y los hechos estilizados aportados por nuestra investigación.

### III. FLEXIBILIDAD DE PRECIOS Y VOLATILIDAD

Sobre la base de la literatura y las hipótesis del proyecto en cuanto al funcionamiento macroeconómico de los países del bloque, en el recuadro macroeconómico del esquema I hemos listado los siete elementos de la estructura macroeconómica que consideramos de mayor relevancia para los problemas de coordinación de políticas macroeconómicas en el MERCOSUR.

En primer lugar aparece la *flexibilidad de precios*. La literatura asigna un rol clave a este factor. Ello es así tanto en los trabajos sobre OCA como sobre regímenes cambiarios y, en general, sobre ciclos económicos. Cuanto mayor la flexibilidad de precios y salarios, menor la importancia del arreglo cambiario. Cuando los precios de bienes y factores son flexibles, un desvío del tipo de cambio real respecto de su valor de equilibrio generará excesos de oferta y demanda que inducirán cambios en los precios nominales internos. Tales cambios serán suficientes para hacer desaparecer el desequilibrio cambiario. Bajo estas circunstancias, la renuncia a la política monetaria en el trilema no tendría prácticamente costos.

Si la flexibilidad de precios no fuera suficiente, en cambio, se observarían correlaciones positivas entre las variaciones nominales y reales del tipo de cambio. Esto es, si los precios tienen cierta rigidez, un aumento del tipo de cambio nominal se traducirá en un aumento del tipo de cambio real. En tales circunstancias, se observarán desvíos significativos y de cierta duración del tipo de cambio real respecto de su valor de equilibrio, sea éste determinado por los factores fundamentales (Edwards y Savastano, 1999) o por la PPC. Asimismo, los excesos de oferta y demanda tenderán a traducirse no sólo en ajustes de precios sino, también, de cantidades y, en consecuencia, los desvíos transitorios del tipo de cambio real afectarán al nivel de actividad y el empleo. Bajo estas circunstancias, el trilema reaparece y una eventual renuncia a la política monetaria o los controles de capital en función de la coordinación macroeconómica tiene un costo. Dentro del MERCOSUR, la Argentina es un ejemplo paradigmático de los costos de renunciar a la política monetaria en aras de la estabilidad cambiaria y la libertad de movimientos del capital.



La hipótesis de que los desvíos del tipo de cambio real tienen efectos sobre las cantidades implica que la evolución de este último será crítica para el éxito o el fracaso de todo intento de coordinación de políticas. Idealmente, sería óptimo para el diseño de la coordinación macroeconómica conocer dos cuestiones. Primero, el período medio de duración de los desvíos respecto del equilibrio. Segundo, la volatilidad de la serie. Contestar estas preguntas, sin embargo, no es sencillo pues la evolución del tipo de cambio real es el resultado del comportamiento de dos niveles de precios nominales locales y un tipo de cambio nominal bilateral. Por ende, para comprender la dinámica del tipo de cambio real es necesario analizar tanto las propiedades estocásticas de los precios como las restricciones que impone el régimen cambiario al ajuste del tipo de cambio nominal.

Uno de los hechos estilizados más interesantes que caracterizan el comportamiento de las economías en desarrollo en general y de América Latina en particular es que las propiedades estocásticas de las series de tiempo presentan diferencias significativas en relación con los países desarrollados. En este sentido, un de las características más salientes es que la volatilidad es muy superior en los países en desarrollo (IDB, 1995, Fanelli y Frenkel, 1995, Fanelli, 1999). Las series de precios y de tipo de cambio no son una excepción en relación con esto y ese hecho tiene implicancias tanto para el problema de la coordinación macroeconómica como de la elección del régimen cambiario. En función de ello, las *propiedades estocásticas* de las series aparecen en el recuadro como un segundo rasgo relevante de la estructura macroeconómica. Sólo recientemente se ha comenzado a investigar de forma sistemática las consecuencias macroeconómicas de la volatilidad. En base a estas razones, se dedicó un esfuerzo importante dentro del proyecto al análisis de la volatilidad y las propiedades estocásticas de las series relacionadas con el tipo de cambio real.

El análisis de la evolución de los niveles y la volatilidad de los tipos de cambio reales bilaterales de los tres socios del MERCOSUR se basó en los índices de precios al consumo y mayoristas de Argentina, Brasil y Uruguay, con datos mensuales del período de enero de 1975 a setiembre de 1999. En la modelización el estudio utilizó técnicas econométricas de series de tiempo convencionales (ARIMA), análisis de intervención, test de raíces unitarias y modelos de volatilidad ARCH y GARCH<sup>2</sup>. A continuación sintetizamos los principales hechos estilizados identificados en el trabajo en relación a la PPC, la volatilidad y la no neutralidad del régimen cambiario.

*La condición de PPC relativa y el tipo de cambio real*<sup>3</sup>. La evidencia recogida permite rechazar la hipótesis de la PPC relativa entre Uruguay y Bra-

---

<sup>2</sup> Para una presentación detallada de la modelización ver los estudios nacionales en este mismo volumen. Estos modelos están sistemáticamente presentados en Enders (1995)

<sup>3</sup> Los conceptos de tipo de cambio real y paridad relativa son usados en su definición convencional. Para un análisis exhaustivo de estos conceptos ver Froot y Rogoff (1995).

sil. En cuanto a Uruguay con Argentina y Argentina con Brasil, no es posible llegar a una conclusión definitiva. La potencia de los tests de raíz unitaria bajo condiciones de inestabilidad, como la experimentada por estas economías, es débil para discriminar entre hipótesis. En el caso de Argentina y Brasil, no obstante, la tendencia hacia la paridad del poder de compra es mucho más fuerte para los precios mayoristas. Esto sugiere que, a medida que la integración convierta en transables más y más bienes, el arbitraje reforzará la tendencia hacia la PPC.

La condición de la PPC relativa, no obstante, pertenece al largo plazo. En el corto plazo se observan muy importantes variaciones del tipo de cambio real. En este sentido, los determinantes fundamentales de los tipos de cambio bilaterales son más complejos que el simple cociente de precios relativos constantes que establece esa condición. El estudio uruguayo es muy iluminador en relación a cómo podría evolucionar la dinámica de los tipos de cambio bilaterales en la región en el futuro. El caso uruguayo muestra que, cuando Argentina y Brasil modifican sus tipos de cambio con el resto del mundo, el efecto sobre el tipo de cambio real bilateral de Uruguay no es el mismo. Las modificaciones en el tipo de cambio real de Brasil determinan cambios permanentes en los precios relativos con Uruguay. En cambio, las variaciones del tipo de cambio de Argentina son absorbidas en parte, aunque no completamente, por modificaciones en los precios uruguayos. Los tests realizados indican que a la Argentina le resulta más difícil cambiar su tipo de cambio real bilateral con Uruguay pues los movimientos en el tipo de cambio real argentino determinan presiones inflacionarias en Uruguay que tienden a compensar las depreciaciones de la moneda argentina. Esto es consistente con el hecho de que Argentina y Uruguay están mucho más integrados comercialmente entre sí que lo que está este segundo país con Brasil. Mientras Argentina y Uruguay tienden a conformar un bloque natural y comparten bienes transables regionales, el intercambio de Uruguay con Brasil está compuesto todavía en alta proporción por *commodities*, cuyo precio internacional es independiente de la evolución de las economías brasileñas y uruguayas.

En función de estos hechos, es razonable esperar que si la integración con Brasil avanza, los precios tenderán a mostrar una dinámica de comportamiento más parecida a la de Uruguay y Argentina. Si esto ocurre como regla general dentro del bloque, con el paso del tiempo habrá una tendencia a que la condición de la PPC se refuerce. Esto tiene consecuencias de alta relevancia para la coordinación de políticas pues habrá una necesidad creciente de armonizar las tasas de inflación de los países del bloque regional.

*Volatilidad significativa en los tipos de cambio bilaterales.* Este es un hecho que vale para los tres socios del MERCOSUR analizados y tanto para los tipos de cambio nominales como reales.

La fuerte volatilidad, sin embargo, no impidió el aumento del comercio. En realidad, las primeras iniciativas a favor de la integración entre Brasil y

Argentina en la segunda mitad de los ochenta se producen en el período de mayor volatilidad del tipo de cambio real. Con todo, antes de sacar conclusiones sobre los efectos de la volatilidad en el comercio hay que tener en cuenta dos puntos. Primero, el aumento más importante del comercio y la consolidación del acuerdo se dieron en un contexto de fuerte reducción de la volatilidad en el período que coinciden el Plan Real en Brasil y el de Convertibilidad en Argentina. Segundo, la mayor volatilidad parece estar asociada a un período medio de ajuste no muy pronunciado. En el caso de Argentina y Brasil, los modelos estimados para precios mayoristas indican que el ajuste hacia el tipo de cambio de largo plazo es más rápido que lo que marcan los estudios para países desarrollados. Esto es coherente con la hipótesis de que la duración de los contratos es menor en contextos volátiles y es un punto muy favorable para encarar políticas de coordinación aún en el contexto de regímenes cambiarios diferentes.

*No neutralidad del régimen cambiario.* Los tests realizados no dejan dudas: las mudanzas de régimen cambiario tanto en Brasil como en Argentina y Uruguay inducen mutaciones permanentes en las propiedades estocásticas de las series de tipo de cambio real bilateral vía los efectos sobre la dinámica de las magnitudes nominales. En particular, la implementación del Plan de Convertibilidad redujo de manera espectacular la volatilidad del tipo de cambio real bilateral. Asimismo, la volatilidad se redujo aún más con el plan Real. La misma vuelve a aumentar con la devaluación brasileña de enero de 1999 pero su nivel está muy lejos de volver a los períodos pre-Plan Real.

En el trabajo se hizo un esfuerzo por analizar la contribución de cada país a la volatilidad del tipo de cambio real bilateral. Ahí surge que la Argentina fue de lejos el país que más contribuyó históricamente. Sin embargo, esta situación cambia de raíz con la implementación de la convertibilidad. Los modelos ARCH, utilizados para medir la volatilidad de las expectativas cambiarias, indican claramente que la convertibilidad significó un cambio estructural. A partir de 1991, es Brasil el que más contribuye a la volatilidad de corto plazo. Uruguay sólo esporádicamente fue una fuente de volatilidad para los tipos bilaterales. En realidad, su papel sólo fue relevante al producirse el abandono de la tablita en 1982. Esto sugiere que Brasil es el país que debería aún hacer un esfuerzo importante en cuanto a lograr niveles de volatilidad compatibles con la coordinación macroeconómica en el bloque.

En la discusión de políticas normalmente se asume casi por principio que la diversidad de regímenes y, en particular, la convertibilidad argentina, son un obstáculo para avanzar en la coordinación. La evidencia recogida no avala esta hipótesis sin más. En primer lugar, al reducir abruptamente la volatilidad, la convertibilidad representó un paso adelante para la posibilidad de armonizar políticas y no al revés. Asimismo mejoró las condiciones para el arbitraje al reducir la incertidumbre sobre la evolución futura de los precios. En segundo lugar, la evidencia sobre el comportamiento de los pre-

cios locales sugiere que existe suficiente flexibilidad *conjunta* en los precios absolutos y los tipos de cambio nominal como para permitir el ajuste del tipo de cambio real.

#### IV. PREFERENCIAS DE POLÍTICA Y OTROS DETERMINANTES MACROECONÓMICOS

En definitiva, esta evidencia sugiere firmemente que la flexibilidad de precios del bloque no es suficiente. Sería difícil exagerar la importancia de este hecho en el contexto actual del MERCOSUR. Así lo atestiguan, sin ir más lejos, el reciente episodio de cambio de régimen en Brasil o el ajuste deflacionario de la Argentina en el período posterior a la crisis de Rusia. En los trabajos nacionales del proyecto aparece muy claramente que en tales situaciones, las autoridades se ven en la dolorosa obligación de sacrificar algunos objetivos de política en beneficio de otros. De ahí que el tercer elemento que aparece en el recuadro son *las preferencias de política*. Todo intento de coordinar políticas con otro país implica agregar una restricción y ello puede implicar o no nuevos sacrificios de objetivos. En la medida en que las funciones de preferencia son similares, la coordinación se verá simplificada. Por otra parte, cuanto más ambiciosa la coordinación, mayor será el peso de la restricción. Una unión monetaria implica una convergencia en las preferencias respecto a la combinación entre inflación y desempleo. Convergencia que no es necesaria, al menos a corto plazo, en el caso de iniciativas de coordinación menos ambiciosas como las de apuntar a una gradual convergencia de tasas de inflación, niveles de déficit y coeficientes de endeudamiento.

Es necesario tomar en cuenta, no obstante, que hay un elemento relacionado con la flexibilidad que hemos sugerido más arriba que puede ser beneficioso para reducir los costos de la coordinación. Como consecuencia de haber sufrido de alta inflación durante un extenso período, las economías del bloque tienden a presentar una estructura de contratos de corto período de maduración. Si bien hubo una sensible reducción en la tasa de inflación, los estudios nacionales del proyecto ponen de manifiesto que el alargamiento en la duración de los contratos fue sólo parcial. Esto actúa en contra de la hipótesis, sostenida por la literatura para el caso de los países desarrollados, de una fuerte inercia y una prolongada duración de los períodos de desequilibrio. La mayor flexibilidad nominal de los contratos cortos implica que, dada una cierta desviación de la PPC (o del tipo de cambio real de equilibrio determinado por las variables fundamentales), en principio podría ser más fácil volver al equilibrio para una economía con contratos más cortos. Una economía de este tipo tiene menos inercia y mayor volatilidad. Así, sería posible observar una mayor varianza en torno del valor de equilibrio pero

un período de duración media del desvío menor. Desde este punto de vista, mayor volatilidad pero menor duración del período medio de desvío no son incompatibles.

En la literatura suele puntualizarse que la libre movilidad del factor trabajo a través de las fronteras podría ser de ayuda para amortiguar los efectos de las rigideces de precios sobre el desempleo (De Grauwe, 1994). Sin embargo, una rápida unificación del mercado de trabajo regional no aparece en la agenda de negociación de corto plazo del MERCOSUR. En función de ello, no hemos mencionado este factor como relevante. Por otra parte, dicho sea de paso, la existencia de tasas de desempleo disímiles dentro de cada país no abona el optimismo respecto de la capacidad de las migraciones para ajustar los desequilibrios del mercado de trabajo.

Cuando existen rigideces nominales, la literatura sugiere que podría utilizarse la *política fiscal* como amortiguador para los problemas de empleo o de efectos regionales asimétricos. Por ello la hemos agregado a nuestra lista como un cuarto elemento. Típicamente estas políticas toman la forma de transferencias directas. Los trabajos nacionales realizados en el marco del proyecto sugieren, no obstante, que en los países del MERCOSUR actual no existe demasiado espacio para utilizar la política fiscal con tal propósito. Por una parte, los sistemas fiscales son frágiles e ineficientes y están aquejados por problemas estructurales (como el desfinanciamiento del sistema de seguridad social o la falta de claridad en el reparto de derechos y obligaciones entre la nación y los estados federales). Asimismo, los márgenes para realizar una política anticíclica están muy acotados. Una de las razones principales de esto es que los movimientos de capital no sólo son volátiles sino que muestran una cierta tendencia a comportarse de manera procíclica. De tal forma, el acceso del sector público al financiamiento se hace más dificultoso cuando sería más necesario generar un mayor nivel de déficit. En la actualidad, por otra parte, la relativa fragilidad financiera del sector público en los dos mayores países ha determinado que los instrumentos fiscales se hallen subordinados al cumplimiento de un objetivo concreto: garantizar la solvencia del sector público. El fuerte aumento del riesgo país luego de la crisis rusa convirtió el cumplimiento de este objetivo en una necesidad perentoria. En el caso de Uruguay esto es menos cierto pues el país ya cuenta con una mejor calificación de riesgo. De hecho Uruguay es el único país con el grado de inversión en el bloque. No obstante ello, la política fiscal se halla bastante sobredeterminada y es difícil pensar en una utilización más o menos flexible de la misma para compensar la pérdida de instrumentos monetarios o cambiarios.

Hemos estado usando la figura del trilema por su poder de síntesis para mostrar los desafíos que enfrenta la política de coordinación. Sin embargo, no deberíamos abusar de esta imagen en el contexto del MERCOSUR pues ella da una imagen demasiado optimista respecto de los grados de libertad con que cuentan los países de la región. En efecto, por una parte, el trilema

asume que los países tienen capacidad —cuentan con los instrumentos necesarios— tanto para hacer política monetaria como para imponer controles sobre los movimientos de capital. Esto no siempre es cierto. En el caso de Uruguay, por ejemplo, la apertura irrestricta forma parte de su estrategia de desarrollo como centro financiero mientras que para la Argentina es un ingrediente de su estrategia para ganar credibilidad internacional. El único de los tres países con una cierta propensión a poner algún tipo de traba a la libre movilidad es Brasil. En buena medida, la capacidad para llevar adelante una política monetaria autónoma sin recurrir a controles de capital depende del nivel de desarrollo financiero. En función de estos hechos, hemos colocado como quinto y sexto elementos de relevancia para la coordinación el grado de *financiamiento* y de *apertura financiera*. Nuestro proyecto, sin embargo, no realizó un estudio sistemático de estas cuestiones.

El séptimo elemento que consideramos importante para el diseño de la coordinación es la *tasa de crecimiento tendencial*. El MERCOSUR tiene la particularidad de no incluir ningún país industrializado y, si bien existe disparidad en el producto per cápita, la misma es acotada y, en verdad, puede encontrarse tanta disparidad entre los países como dentro de ellos. En su conjunto, la economía del bloque puede catalogarse como una semiindustrializada de ingreso medio. Esto implica que uno de los objetivos permanentes de la política económica será el de asegurar un proceso de *catching up* de los países desarrollados. En realidad, según las visiones recientes del crecimiento, una economía de ingreso medio debería mostrar una tendencia natural a crecer más rápido que una industrializada<sup>4</sup>. En principio es Brasil el país que debería liderar el crecimiento pues no sólo es de mayor tamaño que Argentina y Uruguay, también tiene un PBI per cápita más bajo. Esta cuestión tiene implicancias macroeconómicas porque si se instala un proceso de integración comercial creciente y convergencia de los ingresos per cápita, las economías del acuerdo devendrían más dependientes del Brasil. En segundo lugar, si las diferencias en las tasas de crecimiento muestran magnitudes muy diferentes podrían producirse problemas de cuenta corriente, dependiendo de la configuración de elasticidad de oferta y demanda por bienes transables (Krugman, 1989, De Grauwe, 1994). La cuestión del crecimiento tampoco fue estudiada sistemáticamente en este proyecto.

## V. EL PAPEL DEL COMERCIO INTERNACIONAL

Desde un principio, la discusión sobre OCA puso en primer plano las variables comerciales como un factor determinante para definir un área monetaria

---

<sup>4</sup> Ver, por ejemplo, Temple (1999).

óptima. Recientemente, este enfoque teórico fue extendido en dos direcciones. La primera extensión se debe a Bayoumi y Eichengreen (1997). Estos autores afirman que si los elementos que marca la teoría de OCA (simetría del ciclo y factores de comercio) son relevantes para determinar un área monetaria óptima que implica un arreglo cambiario de tipo fijo, entonces esos mismos factores también deben influenciar otras clases de regímenes cambiarios. Esto es, deben influenciar el grado de flexibilidad en los tipos de cambio y/o de intervención en el mercado por parte de la autoridad monetaria. La segunda extensión es el ya mencionado enfoque endógeno de Frankel y Rose (1996). Según esta visión, si bien los factores identificados por la teoría de OCA son los relevantes, la causalidad no corre en un solo sentido. Específicamente, estos autores aportan evidencia en el sentido de que las transformaciones inducidas por la integración en el plano comercial afectan el comovimiento cíclico de las economías y viceversa.

En consonancia con estos enfoques, nuestro esquema y las investigaciones del proyecto incorporan las características de la estructura comercial en el análisis de la coordinación macroeconómica. Una visión de este tipo es particularmente necesaria en el contexto del MERCOSUR pues al ser éste un acuerdo regional «joven» es razonable esperar que se produzcan mutaciones significativas en la configuración del comercio y en el nivel de integración intrabloque en plazos no demasiado prolongados. Si las dos extensiones del enfoque de OCA comentadas son correctas, estas mutaciones del comercio deberían influir sobre la dinámica macroeconómica y, por ende, cambiar el conjunto de restricciones y oportunidades que enfrenta la coordinación macroeconómica dentro del acuerdo regional. Las investigaciones nacionales fueron coincidentes en identificar cambios significativos en la estructura de comercio a raíz del avance en la integración regional, así como mudanzas concomitantes en la dinámica de comportamiento macroeconómico.

En el recuadro correspondiente a la estructura de comercio del esquema I aparecen las variables que se considera necesario incluir en el análisis de la coordinación macroeconómica y que, consecuentemente, recibieron atención privilegiada en el trabajo de investigación. Ellas son: el tamaño del país, el grado de apertura, el tipo de especialización y la participación del comercio intraindustrial.

En relación al *tamaño* y el *nivel de apertura*, la teoría afirma que cuanto más pequeño y abierto es un país mayor es el beneficio de mantener la estabilidad del tipo de cambio. Una economía pequeña toma precios internacionales y, si es abierta, la participación de los bienes transables será mayor. En consecuencia aumentarán los beneficios que la estabilidad del tipo de cambio nominal puede brindar tanto en términos de reducción de costos de transacción como en términos de actuar como ancla nominal de los precios. Por otra parte, una economía pequeña y financieramente abierta tiene una capacidad muy limitada para mantener una política monetaria inde-

pendiente frente a los países grandes. Esto hace que sea más reducido el costo de renunciar a la autonomía en el manejo monetario.

En lo que hace al tamaño, en realidad, el MERCOSUR es una experiencia bastante singular. Aunque en conjunto tiene un tamaño absoluto considerable, representa una proporción reducida de la economía mundial (alrededor del cuatro por ciento). Dentro del bloque, además, ningún país es lo suficientemente grande y/o cuenta con una reputación tal que le permita actuar como líder en una eventual unión monetaria. Para decirlo con un ejemplo, el MERCOSUR es mucho más pequeño que la Unión Europea y no cuenta entre sus miembros a Alemania. Esto, unido a la presente disparidad de regímenes cambiarios, habla en contra de un esquema rígido de coordinación como lo es una unión monetaria. Esta situación, obviamente, podría cambiar endógenamente en el futuro. Una integración regional creciente y un eventual incremento del tamaño económico relativo del bloque (debido al *catching up*) haría más atractivo un arreglo basado en tipos de cambio intrabloque más estables. Aunque, obviamente, ello no necesariamente implica un tipo de cambio fijo y sí una convergencia hacia una situación de menor volatilidad tanto real como nominal en el tipo de cambio.

En el caso del MERCOSUR, sería muy difícil evaluar los desafíos que plantea la coordinación sin incluir en el análisis las secuelas que dejó una historia de alta inflación. Específicamente, hay dos rasgos que es necesario tener en cuenta: el bajo grado de *financial deepening* y el avanzado nivel de dolarización financiera de los portafolios. Ambos factores erosionan la capacidad de las autoridades para manejar la política monetaria. La dolarización, además, potencia los efectos de la volatilidad del tipo de cambio sobre los riesgos financieros.

Dentro del conjunto de países del proyecto, Uruguay se acerca bastante al paradigma de país pequeño, abierto y dolarizado. Los estudios macroeconómicos realizados en el proyecto revelan que, efectivamente, en consonancia con las sugerencias de la teoría no hubo una tendencia a utilizar la política monetaria como elemento de amortiguación de *shocks*. Uruguay tiene uno de los mercados de cambio sin restricciones más antiguos de la región (operando desde 1974) y adoptó desde el comienzo de los años noventa una banda de flotación respecto del dólar americano, con deslizamiento suave del centro de la misma, con explícitos objetivos de estabilización de los precios internos. Se privilegió así, de hecho, el objetivo de estabilizar el tipo de cambio pero, dada la volatilidad y la tasa de crecimiento de las series de precios nominales (que el estudio analizó sistemáticamente), tal estabilización no implicó la apuesta a un tipo de cambio fijo. Dentro de este esquema se logró una reducción gradual pero importante de la tasa de inflación.

La Argentina, por su parte, es un país tomador de precios pero es bastante cerrado. Este último no es un dato *a priori* a favor de un tipo de cambio fijo. Sin embargo, su pasado de inestabilidad y la voluntad de reducir la esperanza y la volatilidad de las tasas de variación de los precios nominales,



la llevaron a adoptar la convertibilidad como un recurso extremo para ganar credibilidad y anclar los valores nominales. El examen de las propiedades estocásticas de las series de precios mostró que, claramente, se produce un cambio estructural con la mudanza de régimen en 1991. En este sentido, el estudio sobre Argentina sugiere una fuerte no neutralidad del régimen cambiario. Por otra parte, una vez implementada la caja de conversión, la dolarización actuó como cerrojo del sistema. Esto es, como existe una muy alta proporción de agentes endeudados en dólares, un cambio de régimen tendría un altísimo costo en términos de inestabilidad financiera. Ello limita severamente la posibilidad de que las autoridades recurran a un cambio no anticipado de régimen como alternativa de política económica. El caso de la Argentina pone muy nítidamente de manifiesto la necesidad de integrar el grado de dolarización de los portafolios como una restricción adicional a la hora de diseñar mecanismos de coordinación.

Brasil es también un país muy cerrado y no tiene un peso de mercado que le permita actuar como un formador de precios. A diferencia de Uruguay y Argentina, una vez superada la etapa de alta inestabilidad que siguió a la crisis de la deuda, en los noventa Brasil ha mostrado una cierta inestabilidad en su elección del régimen cambiario. Luego del fracaso del real (que en buena medida utilizó el tipo de cambio nominal como herramienta antiinflacionaria), las autoridades adoptaron un sistema de flotación. En las nuevas circunstancias, el Brasil se comporta, de hecho, como un país grande, cerrado y no dolarizado. El trabajo sobre Brasil muestra claramente que este país maneja su política monetaria de manera autónoma y, también, está enfrentando niveles importantes de volatilidad cambiaria, tanto nominal como real en el corto plazo. Hecho este último no sorprendente, dada la existencia de imperfecciones que actúan a favor de la no neutralidad. La volatilidad, sin embargo, es marcadamente más acotada que la observada en los ochenta.

En el actual contexto, hay dos factores que en principio sugieren una posible inconsistencia de largo plazo entre el régimen cambiario y monetario brasileño y la evolución del comercio y los fundamentos macroeconómicos. Ellos son, por una parte, la creciente interdependencia dentro del bloque y la política de apertura comercial en general y, por otra, una cierta tendencia a la dolarización de las carteras observada, sobre todo, en períodos de turbulencia. El estudio nacional brasileño hace hincapié, no obstante, en un cambio muy importante: las relativamente bajas tasas de inflación que siguieron a la devaluación de enero de 1999 reflejan una dinámica de precios diferente a la observada en períodos previos, signados por altas tasas de inflación en los períodos post-devaluatorios. Esta reducción en las tasas de inflación promedio aumenta la capacidad de las autoridades para implementar eventuales políticas de coordinación macroeconómica dentro del bloque. Sobre todo con la Argentina que ya posee una tasa muy baja de inflación.

Desde la perspectiva de la coordinación macroeconómica un hecho significativo es que, a pesar de los esfuerzos de apertura unilateral y del acuerdo regional, Brasil y Argentina siguen siendo economías extremadamente cerradas en términos internacionales. Ello es claramente así cuando se toman como referencia economías de similar tamaño y nivel de desarrollo. Uruguay, en cambio, es una economía mucho más abierta. De cualquier manera, sería erróneo desconocer que el MERCOSUR y los esfuerzos más o menos simultáneos de apertura unilateral ejercieron una influencia favorable sobre la apertura de los socios y sobre los flujos de comercio dentro del bloque. En las tres economías se observa un fuerte aumento de las importaciones y, concomitantemente, desbalances de importancia en la cuenta comercial en ciertos años. Un hecho notable es que mientras la participación de cada socio en las importaciones de los otros países del bloque no subió de manera significativa, la proporción de las exportaciones destinadas al MERCOSUR en cada país sí lo hizo. Esto sugiere que las preferencias regionales sirvieron para que los países socios no perdieran participación en las compras de sus vecinos en un contexto de fuerte aumento de las importaciones. En la actualidad, Uruguay es el país que muestra mayor dependencia de los países del MERCOSUR como destino para sus exportaciones, seguido por Argentina. Brasil es el que destina la menor proporción de sus exportaciones hacia el bloque.

Las transformaciones en la morfología del comercio exterior en lo que hace a especialización productiva importan, básicamente, en cuanto contribuyen a determinar el tipo de *shock* que es relevante para cada economía y, también, el grado de comovimiento en los ciclos económicos de las economías del acuerdo regional. En relación con esta cuestión, hay dos hipótesis respecto de las consecuencias de los acuerdos regionales sobre la especialización, cuyas implicancias son disímiles. Según Eichengreen (1992) y Krugman (1993), una integración creciente incentiva la especialización ya que cada economía tiene la oportunidad de explotar en mayor medida sus ventajas comparativas. Bajo esta hipótesis, cada país tenderá a desarrollar sectores diferentes y ello actuará a favor de un aumento en la asimetría de los ciclos dentro de la región. Este resultado se debe a que los *shocks* que afectan a cada industria particular son idiosincrásicos y ello actuará en contra de una alta correlación de los ciclos. Frankel y Rose (1996) sostienen la hipótesis alternativa de que el aumento de la integración juega a favor de una mayor sincronía. Adelantan dos argumentos en favor de ella. El primero es que si dos economías comercian mucho entre sí, un *shock* de demanda en una tenderá a afectar a la otra. El segundo es que, en la actualidad, buena parte del comercio es de tipo intraindustrial Y, si en el proceso de integración el comercio intrasectorial tiende a ser dominante, los *shocks* de demanda y de productividad afectarán por igual a las industrias a ambos lados de la frontera. Dada la importancia de estas cuestiones para nuestro objeto de estudio, el proyecto dedicó un importante esfuerzo a estudiar, desde la pers-

pectiva de la coordinación, los cambios en la morfología del intercambio en términos de comercio intra e intersectorial.

Los estudios pusieron de manifiesto que el intercambio con los países fuera del MERCOSUR refleja las ventajas comparativas tradicionales de estos países, sobre todo en el caso de Uruguay y la Argentina. En cambio, en el comercio intraregional aparecen otros sectores que no son objeto de comercio con el resto del mundo. El comercio regional creó oportunidades para la explotación de economías de escala y para la diversificación de los productos exportados (muy significativo es el caso de la industria automotriz). Esta hipótesis es consistente con el hecho de que, en todos los casos, el comercio intraindustrial muestra una tendencia claramente creciente. En el caso de Uruguay esto es así sobre todo con Argentina ya que con Brasil el intercambio sigue siendo predominantemente entre sectores diferentes y basado en ventajas comparativas tradicionales. Cuando se observa con mayor desagregación el tipo de comercio intraindustrial, surge nítidamente que el intercambio de Brasil y Argentina es de mayor «calidad» que el que cada país tiene con el resto del mundo; en el comercio intraindustrial entre ambos países predomina el de tipo horizontal.

A pesar de la diversificación y el aumento del intercambio industrial por la vía de la especialización y la escala, las contribuciones a la balanza comercial en el caso de la Argentina y el Uruguay siguen mostrando un claro sesgo marcado por las ventajas comparativas creadas por la dotación de recursos. Argentina muestra en general déficit de comercio en las ramas industriales no alimenticias, mientras el superávit es pronunciado en combustibles y alimentos. Al igual que con el resto del mundo, Argentina financia su déficit en productos industriales con el superávit en alimentos y recursos energéticos, pero con el MERCOSUR el desbalance entre el superávit primario y el déficit en manufacturas es mucho menos marcado.

En síntesis, la formación del bloque posibilitó la explotación de ventajas comparativas naturales y, también, de escala y diversificación, al tiempo que la interdependencia aumentó. Es importante seguir de cerca la evolución futura de estas tendencias a los efectos de diseñar y administrar los esquemas de coordinación. Bajo la hipótesis de especialización creciente la coordinación macroeconómica en base a un tipo de cambio común fijo o, directamente, una unión monetaria, se hace más difícil. En la medida en que los *shocks* tienden a ser asimétricos, aumenta el valor de una política monetaria independiente en cada país del acuerdo regional. Lo contrario ocurre si la hipótesis alternativa es la correcta. En el contexto del MERCOSUR, sin embargo, es necesario tener presente que de esta conclusión no se sigue que la asimetría de los ciclos hace más fácil la coordinación de políticas en general y que la simetría la simplifica. La asimetría sólo hace menos conveniente la coordinación de políticas en base a un tipo de cambio fijo, no la coordinación de políticas en general. En realidad, el énfasis puesto en la literatura sobre la relación entre simetría del ciclo y política monetaria se debe al

supuesto implícito de que el país de que se trata puede manejar su política monetaria. En el caso de países con bajo nivel de *financial deepening* y alta dolarización como los del MERCOSUR, sin embargo, los grados de libertad para hacer política monetaria son mucho más escasos, como ya lo hicimos notar. Asimismo, no siempre ciclos simétricos resultan favorables para una coordinación exitosa. Por ejemplo, si dos países sufren una fuerte recesión de forma simultánea disparada por el mismo *shock* exógeno, y uno de ellos decide recurrir a barreras no arancelarias o controles en los movimientos de capital, ello ocurriría en una situación en que su vecino sería muy poco proclive a tolerar este tipo de desvíos respecto del proceso de integración debido a sus propios problemas. El mismo tipo de medidas sería mucho más tolerable, en cambio, si el país vecino estuviera disfrutando de un fuerte aumento en sus niveles de actividad.

En realidad, cuando se quita el énfasis que la literatura pone sobre la política monetaria, se observan más nítidamente otras oportunidades que dos países cuyos ciclos son asimétricos podrían explotar. Un ejemplo puede aclarar esta cuestión. Supongamos dos países que están completamente especializados y muestran una plena asimetría en sus *shocks*. Asumamos también que los mercados de capital internacional son imperfectos. En tales circunstancias, esos países mostrarán una fuerte volatilidad en sus variables reales debido a los *shocks* idiosincrásicos que afectan a la industria en que están especializados. Tanto los agentes privados como el gobierno estarían deseosos de diversificar el riesgo que el grado de especialización del país les genera. Pero no podrán hacerlo debido a las fallas en el mercado internacional de capitales. Ante tales circunstancias, aún cuando no están dadas las condiciones para una unión monetaria o un tipo de cambio fijo, ambos países tienen mucho para ganar mediante un acuerdo de coordinación macroeconómica. Esto es, podrían diseñar una política fiscal común compensatoria. Dada la asimetría de *shocks*, una situación fiscal holgada en un país tendería a coincidir con una ajustada en el otro y, por ende, sería posible amortiguar el ciclo «intercambiando» superávits y déficits intertemporalmente, a través de las fases del ciclo. Con este esquema fiscal anticíclico, la coordinación macroeconómica contribuiría a amortiguar los efectos de las fallas de mercado a nivel internacional. De hecho este ejemplo es bastante realista. Por una parte, efectivamente las fallas existentes en los mercados internacionales impiden la correcta diversificación del riesgo nacional, por otra, dentro de cada país existen políticas fiscales compensatorias del tipo comentado que se dirigen a amortiguar los efectos de *shocks* específicos que afectan las industrias de una región determinada.

En el caso de Brasil y Argentina, esta política está limitada por dos razones básicas. La primera es la fragilidad y falta de eficiencia de las instituciones fiscales. El desperdicio de las oportunidades de coordinación por la debilidad institucional no implica, sin embargo, que tales oportunidades no existan y que los países no puedan proponerse superar sus limitaciones. La

segunda es que también existen *shocks* que afectan simétricamente a ambas economías e inducen una tendencia a correlacionar sus ciclos. En particular, nuestra investigación muestra que ambas economías tienen un comercio intraindustrial creciente y, al menos en términos de efecto impacto, suelen ser afectadas de manera parecida por las perturbaciones que se originan en los movimientos de capital internacionales.

## VI. CONCLUSIONES PARA LA POLÍTICA DE COORDINACIÓN MACROECONÓMICA

En la discusión sobre regímenes cambiarios para el bloque se abren tres posibilidades. La primera es el *statu quo*, sin coordinación macroeconómica en el MERCOSUR. La segunda es la dolarización. La tercera es intentar la coordinación, cuyo último paso eventualmente sería la formación de una unión monetaria. Dado que la investigación muestra que el régimen cambiario es no neutral, estas alternativas no son irrelevantes para el funcionamiento del lado real de la economía.

La evidencia empírica que hemos recogido no habla a favor de la hipótesis del *statu quo*. Mantenerlo implicaría asumir que los países, en su conjunto, no tienen oportunidades de coordinación que explotar y ello es claramente falso, sobre todo en un escenario de integración más profunda dentro del bloque. Hay mucho por avanzar, por ejemplo, en cuanto a reducir la volatilidad de los tipos de cambio reales bilaterales.

La evidencia recogida en el estudio desaconseja en lo inmediato tanto la dolarización conjunta como una unión monetaria. Ambas implicarían fijar de manera permanente los tipos de cambio. Y hay dos obstáculos fundamentales. Primero, la estructura actual del comercio muestra que las economías brasileña y argentina están aún muy cerradas y el intercambio intrabloque es todavía bajo. Segundo, subsiste un importante grado de volatilidad en las economías tanto en los precios relativos como en los absolutos.

El gran desafío del MERCOSUR en la actualidad es avanzar decididamente en la integración profunda del espacio económico para maximizar las ganancias del comercio. Economías cerradas y alejadas como la argentina y la brasileña necesitan comercio y más comercio. Esta meta estratégica desaconseja la utilización de mecanismos anti-comercio como la utilización de aranceles y subsidios para compensar variaciones del tipo de cambio. Por otra parte, esta alternativa es también desaconsejada por la volatilidad aún remanente. Dada la varianza del tipo de cambio real bilateral, esto implicaría pasar tal varianza a las reglas que definen el comercio bilateral. Además, el rango de ajustes compensatorios posibles está acotado por las preferencias arancelarias de que gozan los socios. Obviamente, no tendría sentido que se discrimine más contra un socio que contra un no socio del acuerdo sólo

porque el primero devaluó su moneda. Por otra parte, las simulaciones realizadas en nuestro estudio con una banda del 10 por ciento indican que tampoco puede descartarse que se den períodos prolongados en los que estarían vigentes aranceles compensatorios, lo cual podría terminar por afectar estructuralmente al comercio bilateral.

Según nuestro estudio, la alternativa más viable es la que parece estar imponiéndose luego de la reciente declaración de Buenos Aires. Esto es, fijar pautas para alinear los valores de las variables macroeconómicas fundamentales. En la declaración se alude al desequilibrio fiscal, la deuda pública y la tasa de inflación y se fija marzo de 2001 como comienzo del proceso de fijación de metas y armonización. A diferencia del esquema de compensaciones arancelarias que actúa *ex post* sobre los desajustes de precios relativos, el intento de alinear las variables fundamentales implica actuar *ex ante*. Es decir, evitando que las variables que contribuyen a determinar el valor de equilibrio de los precios relativos bilaterales tomen valores muy alejados del sendero de equilibrio. Una condición a favor de este intento y, en particular, a favor del intento de fijar metas de inflación, es la reducción tanto del valor medio como de la volatilidad de las series de inflación en todos los países del acuerdo. En definitiva, podríamos decir que las economías del MERCOSUR aún tienen una inflación y una volatilidad excesivas para ensayar una unión monetaria pero que están maduras para inducir una convergencia en la evolución de las variables macroeconómicas clave. Una armonización creciente tendría altas probabilidades de éxito si se realizara en el marco de un avance decidido y con coraje hacia la integración profunda.

## VII. REFERENCIAS

- Basu, S. and A. M. Taylor (1999), «Business Cycles in International Historical Perspective», *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 13, Spring. pp. 45-68.
- Bayoumi, T. and B. Eichengreen (1997). «Exchange Rate Volatility and Intervention: Implications of the Theory of Optimum Currency Areas», International Monetary Fund and CEPR, University of California, Berkely, NBER/CEPR, August.
- De Grauwe, P.(1994), *The Economics of Monetary Integration*, Oxford, Oxford University Press
- Edwards, S. and M.A. Savastano (1999). «Exchange Rates in Emerging Economies: What Do We Need to Know?», NBER Working Paper 7228, NBER Working Paper Series, Cambridge, MA, July.
- Eichengreen, Barry (1992), «Should the Maastricht Treaty Be Saved?», *Princeton Studies in International Finance*, n.º 74, International Finance Section, Princeton University.
- Eichengreen, Barry (1994), *International Monetary Arrangements for the 21st Century*, Brookings Institution, Washington D.C.

- Eichengreen, Barry, «Strengthening the International Financial Architecture: Where Do We Stand?» (1999), University of California Berkeley, *Mimeo*.
- Enders, Walter (1995), *Applied Econometric Time Series*, New York, John Wiley & Sons Inc.
- Fanelli, José María (1999), «Macroeconomic Regimes and the Trade Agenda in Latin America», trabajo presentado en la Latin American Trade Network, Buenos Aires, Junio.
- Fanelli, José María (2000), «Micro-Macro Interactions, Competitiveness and Sustainability», Cedes, *Mimeo*.
- Fanelli, J. M. y R. Frenkel (1995), «Micro-Macro Interactions in Economic Development», *Unctad Review*.
- Frankel, J.A. and A.K. Rose (1996). «The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria», Working Paper 5700, NBER Working Paper Series, Cambridge, MA, August.
- Frankel, (1999), «No Single Currency Regime is Right for All Countries or at All Times», NBER Working Paper 7338, NBER Working Paper Series.
- Froot, K.A. and K. Rogoff (1995). «Perspectives on PPP and Long-run Real Exchange Rate», in G. Grossman and K. Rogoff (eds): *Handbook of International Economics*, vol. III, Ch.32, pp.1647-1688.
- Heyman, D. y F. Navajas, (1998), «Coordinación de Políticas Macroeconómicas en MERCOSUR: Algunas Reflexiones» en CEPAL, (1998) «Ensayos sobre la inserción regional de la Argentina», Documento de Trabajo n.º 81, Comisión Económica para América Latina y el Caribe-CEPAL, Buenos Aires.
- Inter-American Development Bank (1995), *Economic and Social Progress in Latin America, 1995*, Washington D.C.: Inter-American Development Bank.
- Krugman, P. (1989). «Differences in Income Elasticities and Trends in Real Exchange Rates», in *European Economic Review* 33, North Holland, pp.1031-1054.
- Krugman, Paul (1993), «Lessons of Massachusetts for EMU», in Giavazzi and F. Torres, eds, *The Transition to Economic and Monetary Union in Europe*, Cambridge University Press, New York, 241-261.
- Little, J.S. and G. P. Olivei (1999). «Rethinking the International Monetary System: An Overview», en *New England Economic Review*, Federal Reserve Bank of Boston, Boston, MA, Nov.-Dec., pp.2-24.
- Mundell, Robert (1961), «A Theory of Optimum Currency Areas», *American Economic Review*, November, 509-517.
- Mundell, Robert (2000), Currency Areas, Volatility and Intervention, *Mimeo*, Columbia University.
- Obstfeld, M. and K. Rogoff (1996), *Foundations of International Macroeconomics*, Cambridge, Mass., MIT Press.
- Ocampo, José Antonio (2000), «Recasting the International Financial Agenda», *Mimeo*, Cepal, Santiago.
- Rogoff, K. (1996). «The Purchasing Power Parity Puzzle», in *Journal of Economic Literature*, The American Economic Association, USA, Vol. XXXIV, no. 2, pp. 647-668, June.
- Temple, Jonathan (1999), «The New Growth Evidence», *Journal of Economic Literature*, Vol. XXXVII, pp.112-156, March.
- World Bank (1999), *Trade Blocs and Beyond: Political Dreams and Practical Decisions*, (1999). Draft Policy Research Report, World Bank, October.

