

Banco Central de Chile  
Documentos de Trabajo

Central Bank of Chile  
Working Papers

N° 52

Diciembre 1999

## **INTEGRACIÓN FINANCIERA Y COORDINACIÓN MACROECONÓMICA EN EL MERCOSUR**

Carlos Budnevich

Roberto Zahler

---

La serie de Documentos de Trabajo en versión PDF puede obtenerse gratis en la dirección electrónica: <http://www.bcentral.cl/Estudios/DTBC/doctrab.htm>. Existe la posibilidad de solicitar una copia impresa con un costo de \$500 si es dentro de Chile y US\$12 si es para fuera de Chile. Las solicitudes se pueden hacer por fax: (56-2) 6702231 o a través de correo electrónico: [bcch@condor.bcentral.cl](mailto:bcch@condor.bcentral.cl)

Working Papers in PDF format can be downloaded free of charge from: <http://www.bcentral.cl/Estudios/DTBC/doctrab.htm>. Hard copy versions can be ordered individually for US\$12 per copy (for orders inside Chile the charge is Ch\$500.) Orders can be place by fax: (56-2) 6702231 or email: [bcch@condor.bcentral.cl](mailto:bcch@condor.bcentral.cl)



**BANCO CENTRAL DE CHILE**

**CENTRAL BANK OF CHILE**

La serie Documentos de Trabajo es una publicación del Banco Central de Chile que divulga los trabajos de investigación económica realizados por profesionales de esta institución o encargados por ella a terceros. El objetivo de la serie es aportar al debate de tópicos relevantes y presentar nuevos enfoques en el análisis de los mismos. La difusión de los Documentos de Trabajo sólo intenta facilitar el intercambio de ideas y dar a conocer investigaciones, con carácter preliminar, para su discusión y comentarios.

La publicación de los Documentos de Trabajo no está sujeta a la aprobación previa de los miembros del Consejo del Banco Central de Chile. Tanto el contenido de los Documentos de Trabajo, como también los análisis y conclusiones que de ellos se deriven, son de exclusiva responsabilidad de su(s) autor(es) y no reflejan necesariamente la opinión del Banco Central de Chile o de sus Consejeros.

The Working Papers series of the Central Bank of Chile disseminates economic research conducted by Central Bank staff or third parties under the sponsorship of the Bank. The purpose of the series is to contribute to the discussion of relevant issues and develop new analytical or empirical approaches in their analysis. The only aim of the Working Papers is to disseminate preliminary research for its discussion and comments.

Publication of Working Papers is not subject to previous approval by the members of the Board of the Central Bank. The views and conclusions presented in the papers are exclusively those of the author(s) and do not necessarily reflect the position of the Central Bank of Chile or of the Board members.

Documentos de Trabajo del Banco Central de Chile  
Working Papers of the Central Bank of Chile  
Huérfanos 1175, primer piso.  
Teléfono: (56-2) 6702475 Fax: (56-2) 6702231

## INTEGRACIÓN FINANCIERA Y COORDINACIÓN MACROECONÓMICA EN EL MERCOSUR

Carlos Budnevich  
Gerente de Análisis Financiero  
Banco Central de Chile

Roberto Zahler  
Presidente  
Siemens-Chile y Zahler & Co.

### Resumen

El objetivo de este trabajo es desarrollar una aproximación analítica y práctica al tema de la cooperación y coordinación en el ámbito macroeconómico y de la integración de los servicios financieros en el Mercosur. Se analizan los beneficios y costos de un esquema de coordinación completa, como la Unión Monetaria. Se evalúan las tendencias macroeconómicas del Mercosur a la luz de los criterios de convergencia de Maastricht. Se concluye que si bien ha habido avances importantes en la convergencia fiscal y de la inflación, varios países no cumplen con los criterios cambiarios y de tasas de interés ni con el conjunto de las condiciones económicas para constituirse en un área monetaria óptima. Se analizan también los principios de regulación prudencial que los distintos países de la región debieran compartir para avanzar hacia la integración financiera. Se concluye que en un futuro previsible no parece posible alcanzar una plena coordinación de las políticas macroeconómicas, ni tampoco una plena armonización de la regulación financiera. A pesar de lo anterior, se sugieren principios y acciones que pueden contribuir a avanzar en estas materias.

### Abstract

The objective of this paper is to develop an approximation to the issue of cooperation and coordination in the macroeconomic management and in the integration of financial services in Mercosur. The costs and benefits of a macroeconomic coordination and cooperation framework, such as a monetary union in Mercosur, is presented. The macroeconomic performance in the Mercosur area is evaluated using the Maastricht convergence criteria. This paper shows that, even though there have been achievements in inflation and fiscal discipline, many countries don't reach the convergence criteria established for exchange rate and interest rate. Neither, the general economic conditions needed for an optimal currency area are met. This work also analyzes the financial regulation principles that these countries need to share to move forward towards financial integration. We conclude, that in the near future, it seems impossible to achieve full coordination neither in macroeconomic policy nor complete harmonization in financial regulation. Nonetheless, the paper suggests principles and concrete actions that could contribute to the advance in these areas.

## I. Introducción

En los últimos años ha habido un profundo proceso de globalización de las economías del mundo, producto de un espectacular avance en las comunicaciones y en la tecnología, junto a las estrategias de creciente apertura externa de la mayoría de los países. Estos factores estimulan la internacionalización de la economía a escala mundial. En paralelo, se han ido creando tres grandes bloques, conformados por EE.UU., Europa y Japón, lo que plantea importantes desafíos a América Latina y al Mercosur. En primer lugar, y de naturaleza estratégica y de negociación, la región deberá definir una posición a adoptar respecto a la nueva realidad que se generará en materia de coordinación macroeconómica y cooperación internacional. En segundo lugar, a menos que haya un esfuerzo consciente de coordinación entre los tres grandes bloques, es probable que se observe una desincronización más intensa que la registrada hasta ahora de los ciclos económicos entre los países industriales. Ella podría tener implicancias en el ámbito sistémico, derivadas de una visión más "hacia adentro" de parte de los tres bloques, ya que ellos se perciben como cada vez más equivalentes en términos de poderío e influencia económica y menos dependientes del desarrollo de la economía internacional que hasta ahora.<sup>1</sup> En tercer lugar, se replantea la opción de una estrategia de desarrollo más "integracionista" en América Latina, sobretudo a la luz de lo que está ocurriendo en materia de integración comercial, financiera y monetaria en Europa.

De hecho, en paralelo a la creciente globalización, y con el principal ejemplo de Europa, en América Latina se han seguido desarrollando esfuerzos, con diferentes grado de compromiso e intensidad, de integración económica regional y subregional. Es evidente que dichos esfuerzos no han tenido el grado de avance como los de Europa con posterioridad a la Segunda Guerra Mundial. En efecto, Europa ha llevado a cabo un experimento de integración comercial y financiera que, sin haber estado exento de problemas, está a punto de acceder a un estado superior de desarrollo, inédito por su profundidad y extensión, y con profundas implicancias sistémicas, políticas y económicas, tanto en el ámbito nacional, regional como internacional

Cabe destacar, sin embargo, que la coordinación y cooperación macroeconómica europea y la integración financiera en dicho continente se fueron dando a lo largo y sobre todo al final de cuarenta años de integración comercial exitosa y luego de un profundo proceso de liberalización, adecuada regulación y coordinación, así como de tener en funcionamiento en forma ininterrumpida un mercado único. Nuestra región está aun muy lejos de haber avanzado en la integración al nivel, profundidad, fluidez y ritmo de los europeos. En particular, en los acuerdos de cooperación e integración que se han establecido en América Latina no se han materializado esquemas de integración financiera ni monetaria, ni siquiera

---

<sup>1</sup> En el plano estrictamente económico la Unión Monetaria Europea contribuirá a perfilar con mayor nitidez el rol de los bloques económicos en la economía internacional. Dichos bloques, por su dimensión y naturaleza, debieran ser menos sensibles a la repercusión económica externa de su desarrollo y de sus políticas. Ello puede llevar a una mayor frecuencia de asincronía en sus ciclos económicos así como de volatilidad cambiaria, y eventualmente de tasas de interés de las principales monedas. En consecuencia, América Latina debiera prepararse para enfrentar en los próximos años una probable mayor inestabilidad en los precios de las principales monedas así como, eventualmente, de las tasas de interés internacionales.

de coordinación macroeconómica<sup>2</sup>. Lo que existe son acuerdos en el campo de los mecanismos de pagos internacionales y créditos recíprocos, que están muy lejos de algo que pudiera asemejarse a una integración financiera, ni menos a una integración monetaria. Solo recientemente se ha creado en el Mercosur un grupo de intercambio de información y coordinación macroeconómica. Por lo demás, es evidente que en América Latina queda mucho por hacer en materia de integración comercial, ambiental, de infraestructura en transporte y comunicaciones, movilidad laboral y complementación tributaria, áreas todas en las que usualmente se ha avanzado en forma previa o a la par con la integración financiera.

Teniendo presente lo anterior, el objetivo de este trabajo es desarrollar una aproximación al tema de la cooperación y coordinación en el ámbito macroeconómico y de la integración de los servicios financieros en la región<sup>3</sup>. Primero se describen las consideraciones analíticas en torno a la coordinación y cooperación macroeconómicas. Luego se analizan los beneficios y costos de un esquema de coordinación completa, como la Unión Monetaria. Se evalúan las tendencias macroeconómicas del Mercosur a la luz de los criterios de convergencia de Maastricht. A continuación, se presentan las condiciones macroeconómicas y los principios de regulación financiera-bancaria que los distintos países de la región debieran compartir para avanzar en la integración financiera. Se concluye que la integración financiera en la región ha sido y es más lenta que la comercial y que su avance se va dando más por la vía de los hechos y de las realidades que desde las programaciones "desde arriba". También se concluye que en un futuro previsible no parece posible una plena coordinación de las políticas macroeconómicas, ni tampoco se estima realista aspirar a una plena armonización de la regulación financiera. Sin embargo, se sugieren principios y acciones que pueden contribuir a una coordinación macroeconómica y a un proceso de integración financiera, limitada en un comienzo, pero efectiva, sólida y perdurable en la región.

## **II. Consideraciones Analíticas sobre coordinación y cooperación macroeconómica**

### **Ambitos de coordinación y cooperación de políticas**

Los potenciales beneficios y costos de la coordinación de políticas macroeconómicas dependen del grado de cooperación entre los responsables de dichas políticas en los distintos países. Siguiendo a Cooper (1987) y a Currie, Holtham y Hughes Hallet (1989), se puede distinguir una jerarquía de grados de cooperación.

---

<sup>2</sup> La teoría y práctica de la integración económica se han concentrado casi exclusivamente en sus implicancias sobre la asignación de recursos. Con la sola excepción del análisis y discusión sobre zonas monetarias óptimas de los años sesenta, y que no tuvo mayor significación en los esfuerzos de integración, aunque sí contribuyó a la definición de sistemas cambiarios de países individuales, no ha habido mayor preocupación analítica ni empírica sobre los efectos macroeconómicos, financieros y monetarios de la integración.

<sup>3</sup> En el texto se tratan indistintamente a la región y a la subregión (Mercosur).

Intercambio de Información. Los países intercambian libremente información sobre sus objetivos, prioridades, estadísticas y sobre como estiman que reaccionarían ante shocks internos o externos. Cada país continúa tomando decisiones en forma autónoma y descentralizada. Al intercambiar información, los países se benefician al descartar información errónea o incompleta respecto de la realidad y cursos probables de acción de los demás países miembros. En particular, el conocimiento de información adecuada sobre las respuestas de política debiera reducir la probabilidad de amplificar errores individuales al resto del sistema.

De otro lado, en la práctica, la cooperación a través del intercambio de información puede proveer la mayor parte de los beneficios de la coordinación de políticas. En efecto, una función importante de las reuniones internacionales de análisis y discusión de políticas es el intercambio de información respecto de dichas políticas y de la situación de las economías. Este es el caso, por ejemplo, de las reuniones mensuales que organiza y coordina el Banco Internacional de Pagos de Basilea (BIS) y a las que asisten regularmente los Gobernadores de Bancos Centrales del Grupo de los 10. Similar es el caso, aunque en un contexto más informal, menos sistemático y frecuente, y a las que no siempre asisten los titulares de sus instituciones, de las reuniones bianuales de los Presidentes de los Bancos Centrales de América Latina y el Caribe. Este ámbito de cooperación facilita las consultas entre los países miembros, lo que puede contribuir a alertar a los responsables del manejo macroeconómico respecto de posibles conflictos derivados de objetivos incompatibles sobre el tipo de cambio, la balanza comercial u otros, evitando devaluaciones competitivas o la aplicación de programas fiscales y/o monetarios incompatibles.

Evitando Conflictos sobre objetivos compartidos: Este ámbito de cooperación se presenta cuando los países tienen como objetivo una misma variable (por ejemplo un tipo de cambio bilateral) o cuando los países tienen objetivos que están ligados directamente a una identidad que no puede ser relajada por intervenciones de política (por ejemplo el problema de  $n-1$  cuentas corrientes independientes con  $n$  países). En este caso, la coordinación puede generar ganancias por la vía de acuerdos que eviten establecer objetivos incompatibles para una misma variable o por la vía de prevenir que ciertos países intenten políticas competitivas que no pueden ser alcanzadas simultáneamente. Este tipo de coordinación permite ahorrar esfuerzos al impedir políticas que en vano pudiesen afectar el objetivo compartido con otro país. El éxito con objetivos compartidos requiere de una coordinación precisa respecto de como serán controlados y cierto consenso sobre la trayectoria de las variables objetivo.

Cooperación sobre Objetivos Intermedios. Un grado limitado de cooperación puede ser alcanzado cuando los países controlan conjuntamente las variables que conforman los principales mecanismos de interrelación económica entre ellos. En este caso estas variables se tratan como objetivos intermedios, siendo instrumentales en obtener mejores resultados para los objetivos finales. Usar objetivos intermedios implica que algunas variables son usadas como subrogante de la variable objetivo. Ejemplos en este sentido son las bandas cambiarias o tener como objetivo intermedio un tipo de cambio fijo para los países en el contexto de una regla de crecimiento monetario mundial fijo. El problema aquí es que las autoridades económicas pueden tener la tentación de modificar la política

cambiaría por motivos “egoístas”, para mejorar ya sea su balanza comercial o incrementar su ritmo de crecimiento. Pero si dos países intentan eso simultáneamente, se puede llegar a una situación de equilibrio de mayor inflación sin ganancias en crecimiento ni en el saldo de la balanza comercial. Compartir como objetivo el tipo de cambio evita las pérdidas derivadas de la descoordinación y limita desalineamientos significativos del tipo de cambio real respecto de los fundamentales, minimizando así las distorsiones en el comercio internacional.

**Coordinación Parcial.** En este esquema los países cooperan por la vía de alcanzar ciertos objetivos, intentando lograr otros objetivos de manera no cooperativa. Se argumenta normalmente sobre la conveniencia de que los países coordinen sus políticas monetarias, dejando la política fiscal para objetivos domésticos. Pero se requiere un mínimo grado de coordinación en esta área, en el sentido de que la política fiscal de los países debe ser al menos sostenible en el tiempo. Otra forma de coordinación parcial dice relación con acuerdos respecto a la asignación de las políticas monetaria y fiscal a los objetivos externos e internos, respectivamente.

**Coordinación completa.** En este caso los países negocian sobre todos los objetivos y los instrumentos fiscales, cambiarios y monetarios. El objetivo es maximizar las ganancias de la cooperación por sobre el establecimiento de políticas no cooperativas, sujeto a una distribución razonable de aquellas ganancias. En general debe adoptarse reglas simples, fáciles de aplicar y monitoreables y que, además, puedan ser entendidas y percibidas como creíbles por parte del sector privado. Un caso de coordinación completa, que se analiza más adelante, es el de la Unión Monetaria

### **Obstáculos a la Coordinación**

Es evidente que si las ganancias de la coordinación son pequeñas o se distribuyen inequitativamente es muy difícil generar, y posteriormente mantener vigente acuerdos de esta naturaleza. De otro lado, cuanto más importante sea el comercio y las relaciones financieras entre ciertos países, más relevante se torna la coordinación entre ellos.

A su vez, cabe prevenir situaciones en las que los países decidan no cooperar. Ello tenderá a ocurrir si se espera y/o se permite que los otros países no cumplan con su parte de lo acordado, lo cual puede generar comportamientos perversos para el esquema cooperativo. Esto ocurre cuando alguna de las partes encuentra ventajoso desviarse del acuerdo. También existen incentivos para no coordinarse si es que se percibe probable la eventualidad de shocks exógenos, sobre todo aquellos de naturaleza transitoria, que reducen las ganancias derivadas de la coordinación. De manera similar, información que contenga errores respecto de las prioridades y objetivos nacionales o la existencia de incertidumbre acerca de los modelos usados para efectos del diseño de políticas reducen las ganancias de coordinación entre los países.

La coordinación bien llevada es importante para influir sobre las expectativas, y por lo tanto, es clave para la reputación. Romper las reglas preacordadas en un esquema

cooperativo, sobre todo si ello ocurre con cierta frecuencia, es muy dañino. Por ello es que suele sostenerse que los beneficios de la coordinación son mayores si ella se basa en reglas, por su efecto en la credibilidad. Sin embargo, la existencia de reglas de crecimiento monetario a la Friedman y de equilibrio fiscal sistemático por parte de todos los países no requeriría, en apariencia, de la coordinación internacional. No obstante lo anterior, si existen múltiples equilibrios de largo plazo y éstos dependen de las trayectorias de las variables, se requiere entonces de la coordinación macroeconómica entre los países para guiar las expectativas en forma adecuada y consistente.

En la práctica, los tipos de cambio han sido el foco principal de coordinación macroeconómica. Esto permite limitar divergencias en las políticas macroeconómicas internas, con la ventaja del rápido monitoreo sobre los tipos de cambio. En todo caso estos acuerdos exigen una visión acertada de los tipos de cambios reales de equilibrio y de los diferenciales en las tasas de inflación. El rol y las políticas de los Bancos Centrales son determinantes para conducir adecuadamente las expectativas cambiarias. Este tema ha estado en el origen de las Uniones Monetarias.

### **Beneficios y Costos de una Unión Monetaria**

La Unión Monetaria (UM) es uno de los esquemas más completos y definitivos de coordinación de políticas macroeconómicas. En efecto, ella implica el uso de una moneda común, por lo que la política cambiaria, al interior de los países miembros, deja de existir, mientras que la política monetaria se lleva a cabo en base a criterios comunitarios y no nacionales. Algunas de las ventajas que se derivan de la UM son el uso de la moneda común, la eficiencia de una moneda única como unidad de cuenta y forma de mantener riqueza, la reducción en los costos de transacción en el comercio y las finanzas intracomunitarias e internacionales y el término de las comisiones cobradas para intercambiar monedas entre los países miembros.

La UM también reduce el riesgo cambiario y/o la impredecibilidad de los tipos de cambios nominales y reales entre los países miembros a la vez que, como por lo general es una zona más cerrada al comercio extraregional, es posible que se produzca un aumento en la volatilidad del tipo de cambio con respecto a monedas fuera de la UM.

Otra ventaja de la UM es que en esa institucionalidad debe “garantizarse” la estabilidad del valor de la moneda común, como incentivo mínimo para que los países entreguen su soberanía monetaria. Además, la UM presenta la ventaja de que modifica las restricciones que enfrenta la política monetaria de los países miembros, por la vía de introducir mayor disciplina, y por lo tanto reduce la inflación de equilibrio. Asimismo, los países miembros de una UM se ven imposibilitados de aplicar devaluaciones competitivas, lo que redundará en menor inflación y mayor credibilidad.

Entre las dificultades asociadas a la UM, cabe destacar que ésta casi con certeza reducirá la recaudación del señoreaje nacional y puede desestabilizar el presupuesto público. Ello es más serio en países con elevadas deudas públicas, por cuanto la expansión monetaria deja

de ser una vía para financiar ese componente del déficit fiscal, lo que puede llevar a un esquema de financiamiento subóptimo (sobre todo cuando la base tributaria es baja) o a problemas de insolvencia<sup>4</sup>. Por eso es que se hace necesario poner ciertas restricciones a los niveles de endeudamiento público y requerir de alguna semejanza en cuanto al déficit del sector público entre los países potencialmente miembros de la UM. En cuanto a la deuda pública, importa su monto, plazo y denominación. Cuanto más baja, de corto plazo e indexada sea, menor es la recaudación fiscal derivada de una sorpresa inflacionaria. En consecuencia, la estructura de la deuda pública es determinante en los incentivos que la autoridad económica tiene para determinar objetivos de inflación.

De otro lado, una UM pierde atractivo en ausencia de movilidad y flexibilidad laboral y de redistribución fiscal entre los países miembros. La incapacidad de llevar a cabo algún grado de política fiscal independiente y autónoma en el ámbito nacional tiene también un impacto negativo en la viabilidad de una eventual UM. La existencia de mecanismos de transmisión distintos de los precios de los insumos intermedios y de los salarios a los precios finales requiere de ajustes de niveles de precios e inflación diferentes, lo que implica que no sea óptima un área monetaria común en los países que tienen dichas asimetrías.

Por su parte, cuando las estructuras de los países difieren en aspectos muy significativos o cuando economías similares enfrentan shocks asimétricos, se maximizan las desventajas de una UM, toda vez que en esos casos la flexibilidad cambiaria es el instrumento más adecuado para distribuir los efectos de los shocks. Por su parte, diferencias en la estructura fiscal entre países pueden llevar a diferencias en la recaudación fiscal óptima a través de la emisión de dinero, lo que, por definición, no puede darse en un esquema de UM. Otro problema asociado a la UM deriva de la dificultad para concordar una tasa de inflación óptima y única entre sus países miembros. Asimismo, diferentes estructuras tributarias pueden llevar a distintas tasas de inflación, como consecuencia del flujo de crédito del Banco Central al sector público.

## **Coordinación y Cooperación**

La coordinación económica se distingue de la cooperación en que la primera implica la adopción, en mayor o menor grado, de decisiones conjuntas, en tanto que la segunda, en su forma más elemental, corresponde a un intercambio de informaciones.

Cooper (1986) considera las siguientes etapas de cooperación, de manera secuencial:

- i) Intercambio de informaciones
- ii) Acuerdos con respecto a definiciones comunes de conceptos y mediciones
- iii) Acuerdo respecto a normas comunes
- iv) Intercambio de opiniones acerca de decisiones de políticas

---

<sup>4</sup> Una forma posible de continuar financiando necesidades del sector público proviene de un aumento en la tasa de encaje no remunerado de los bancos, lo que tiene la desventaja de que impide la integración financiera efectiva entre los países miembros de la UM.

Por su parte, Currie, Holtham y Hallett (1989), plantean la siguiente jerarquización de la coordinación entre los países:

- i) Definir una posición política común ante eventos externos que afectan las economías de esos países.
- ii) Realizar un seguimiento conjunto de algunas variables.
- iii) Establecer conjuntamente metas cuantitativas comunes, que sean consistentes entre sí.
- iv) Formular y aplicar una política macroeconómica común, como un nivel avanzado de coordinación.

Como se puede apreciar, este es un proceso de largo aliento, y por lo tanto es necesario sentar las bases para avanzar en la coordinación y convergencia de las políticas macroeconómicas entre los países miembros de un eventual de acuerdo, antes de avanzar en el establecimiento de metas cuantitativas.<sup>26</sup>

En el caso de MERCOSUR, el planteamiento de Giambiagi apunta a que en un período de seis años se tengan: i) legislaciones nacionales similares entre los países miembros; ii) indicadores macroeconómicos homogéneos en lo que se refiere a la calidad, alcance y periodicidad de los mismos; y iii) una situación macroeconómica caracterizada por una relativa convergencia de las variables económicas fundamentales, vale decir, inflación, tipos de cambio, déficit fiscales, déficit en cuenta corriente, etc.

Un aspecto fundamental para el éxito del proceso de armonización de las políticas macroeconómicas es reducir la incertidumbre respecto de hasta qué punto la coordinación va a funcionar, y crear los incentivos para que los acuerdos y compromisos, por simples que éstos sean, se cumplan, pues de lo contrario existen importantes "costos de reputación y credibilidad" asociados con eventuales desvíos respecto a los objetivos planteados.

A este respecto, es necesario tener en cuenta, además, ciertas restricciones que pueden interferir con el proceso de coordinación de políticas. Entre éstas cabe destacar la utilización de distintos instrumentos de política para el logro de objetivos internos, así como la asimetría en los tamaños de las economías de la región. Adicionalmente, el comportamiento desigual de las economías y las diferencias en la velocidad y profundidad en la consecución de objetivos comunes sugieren que un mínimo de estabilidad macroeconómica constituye un pre-requisito para iniciar el proceso de coordinación.

---

<sup>26</sup> En el caso de Mercosur, para avanzar en la coordinación entre los gobiernos de Argentina y Brasil, Giambiagi propone la conformación de tres Comisiones que se reunirían dos veces por año: Una Comisión de Asuntos Fiscales para temas de hacienda pública y tributarios; una segunda Comisión de Asuntos Industriales y Comerciales, cuyo objetivo sería intercambiar información, identificar eventuales problemas en las relaciones bilaterales y definir estrategias comunes en materia de política industrial y comercial; y una Comisión de Alto Nivel, que tendría como funciones básicas: a) intentar arbitrar eventuales conflictos que pudieran surgir en las otras dos comisiones; b) realizar un monitoreo sistemático de las informaciones de los dos países; y c) definir metas macroeconómicas acordadas en conjunto. Adicionalmente, se plantea la definición de tres Grupos de Armonización de la Legislación en las áreas tributaria, laboral y de mercado de capitales.

Con el propósito de iniciar un proceso que permita en el futuro alcanzar la coordinación en su estado más avanzado, se podría promover, como una primera etapa, formas de coordinación más bien laxas o flexibles. De esta manera, los esfuerzos iniciales estarían orientados a lograr el intercambio de información con una cierta periodicidad predeterminada y sobre la base de metodologías previamente discutidas y acordadas. Además, se sugiere establecer contactos y mecanismos más o menos informales entre los responsables de la conducción económica de los países de la región, lo que posibilitaría realizar consultas y discutir los efectos y consecuencias de la aplicación o no de determinadas medidas en ciertas condiciones particulares de cada país. Esto permitiría que inicialmente las autoridades tuvieran un entorno flexible, sin que fuera necesario que adquirieran compromisos o acuerdos explícitos o que establecieran "cláusulas de contingencia" ante eventuales incumplimientos.

Una segunda etapa, sería el establecimiento de compromisos generales entre los países, para aplicarlos de manera individual y posiblemente someterlos a una revisión periódica de manera de hacer más predecible la política económica de la (sub)región. Para esta segunda etapa, podría utilizarse un mecanismo de reuniones similar al sugerido para el Mercosur, esto es, comisiones que se encarguen de analizar la temática fiscal, las relaciones comerciales, etc., mientras que el Consejo Asesor de Ministros de Hacienda y de Gobernadores de Bancos Centrales tendría facultades para resolver controversias, realizaría un control periódico de la situación de cada país y, en una etapa más avanzada, definiría metas macroeconómicas de manera consensual.

### **III. La Cooperación Económica Europea de Post-Guerra y la Integración Monetaria <sup>5</sup>**

La iniciativa de ayuda en la postguerra de Estados Unidos a Europa (Plan Marshall) llevó a la creación de la OECD en 1948, con el propósito de promover la liberalización del comercio y de los pagos de cuenta corriente de las balanzas de pagos en Europa. A finales de los años cuarenta, en Europa prevalecían monedas no convertibles y acuerdos de comercio bilateral. Esta situación se solucionó en los años cincuenta con la creación de una Cámara de Compensación multilateral para el comercio intra-europeo. Paralelamente a la cooperación monetaria que implicaba este último arreglo, Francia, Alemania Federal, Italia, Bélgica, Luxemburgo y Holanda crearon la Comunidad Europea del carbón y el acero. En 1957 esos mismos países crearon la Comunidad Económica Europea (CEE), la que posteriormente expandió su membresía a los actuales quince países miembros: Alemania, Austria, Bélgica, Dinamarca, España, Finlandia, Francia, Gran Bretaña, Grecia, Holanda, Irlanda, Italia, Luxemburgo, Portugal y Suecia, que conforman la Unión Europea (UE).

El Tratado que creó la CEE acordaba la existencia de coordinación de las políticas macroeconómicas de los países miembros, identificándose los tipos de cambio entre ellos como un área particular de preocupación común. En el Acuerdo Monetario Europeo de

---

<sup>5</sup> Esta sección se basa en Zahler (1997) y Obstfeld (1997).

1960 los países miembros acordaron limitar los mutuos movimientos de tipo de cambio a bandas de 1.5%. Las revaluaciones holandesas y alemanas de 1961 plantearon la preocupación en torno a la necesidad de retener los controles cambiarios como una forma de desincentivar la especulación. Como un modo de promover la estabilidad cambiaria en Europa, en 1964 se creó el Comité de Gobernadores de Bancos Centrales de la Comunidad Económica. Pero el fenómeno que aceleró el esfuerzo comunitario de estabilidad cambiaria y lo transformó en urgente se dio con el quiebre del sistema de paridades fijas de Bretton Woods y con los realineamientos previos de la libra esterlina, el franco francés y el marco alemán.

Después del abandono del sistema de Bretton Woods, a principio de los años sesenta, la CEE adoptó diferentes acuerdos de limitación de la flexibilidad cambiaria, los que culminaron con la adopción del Sistema Monetario Europeo (SME) en 1979. Dicho sistema incluyó aspectos crediticios y un mecanismo cambiario, que es su característica principal, mediante la cual los países fijan la paridad central de su moneda con respecto a una unidad de cuenta, el ECU, cuyo valor se calcula sobre la base de una canasta de monedas de los países miembros.

Entre 1979 y 1987 el SME experimentó bastante inestabilidad, ya que se produjeron numerosos realineamientos de las paridades centrales. Con posterioridad, y hasta 1992, y como consecuencia de ciertas modificaciones que se realizaron al funcionamiento del SME, sólo se produjo un realineamiento menor, de la lira italiana.

En la práctica, el "ancla" del SME ha sido el marco alemán, como consecuencia de la estricta política monetaria del Bundesbank. Debido a la creciente inhabilidad de los países para introducir controles de cambio y a los movimientos de capitales -y a la mayor movilidad de estos últimos- en septiembre de 1992, ante una política monetaria particularmente restrictiva por parte de Alemania, como consecuencia principalmente del impacto económico de su unificación política, varios países no pudieron seguir al Bundesbank y tuvieron que realinear sus monedas. Ello generó una crisis mayor en el SME, que obligó a flexibilizar su funcionamiento a pesar de lo cual países como Gran Bretaña e Italia tuvieron que abandonarlo.

Esta crisis del SME fue un llamado de alerta para reflexionar en torno a las características que debiera tener la UME, proceso que hacia fines de la década de los años ochenta estaba siendo estudiado seriamente por la CEE, en buena medida estimulado por la estabilidad con la que operó el SME en esos años. Desde antes, la idea de la CEE fue avanzar en un proceso de integración económica gradual, por etapas, en forma paralela a la aplicación de una unión económica, hasta alcanzar la completa unificación monetaria y el pleno funcionamiento del euro, la futura moneda común. Este enfoque se ratificó y concretó en el Tratado de Maastricht, a fines de 1991, que creó el marco jurídico y político de la UME.

En la primera etapa, que comenzó a mediados de 1990, se liberalizaron los movimientos de capitales y se suponía que se minimizarían los realineamientos de las paridades cambiarias, puesto que todos los países se ubicarían en la banda cambiaria angosta del SME (+/- 2,5%). Esto último se vio frustrado por la mencionada crisis del SME.

Durante la segunda etapa, de transición, que comenzó en 1994, se creó el Instituto Monetario Europeo (IME) con sede en Francfort, que reemplazó al Comité de Gobernadores de Bancos Centrales y al Fondo Europeo de Cooperación Económica. El IME analizó los aspectos técnicos del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC), y se transformó a comienzos de junio de 1998 en el BCE. A comienzos de 1998, el Consejo Europeo decidió los once países de la UE que participan en la tercera etapa y final, de la unificación monetaria. Ellos son Alemania, Austria, Bélgica, España, Finlandia, Francia, Holanda, Irlanda, Italia, Luxemburgo, Portugal.

Dichos países estuvieron dispuestos a entrar a la UME en el entendido de que lograron durante la segunda etapa, una convergencia de sus resultados económicos sobre la base de cuatro criterios principales: a) estabilidad de los tipos de cambio, en términos de haber participado en el SME en el marco de bandas normales y no haber realizado realineamientos cambiarios durante un mínimo de dos años; b) diferenciales de tasas de inflación, en términos que el ritmo de aumento de precios al consumidor no superó en más de 1,5 puntos porcentuales, como máximo, al promedio de la tasa de inflación de los tres países que registraron las inflaciones más bajas de entre los países miembros; c) diferenciales de tasas de interés, en términos que la tasa de interés nominal promedio de largo plazo no superó en más de 2 puntos porcentuales el promedio de los tres países en que se registraron las tasas de inflación más bajas; d) limitación del déficit fiscal y de la deuda pública, en términos que el déficit gubernamental general debía ser inferior al 3% del PIB y que la relación deuda pública bruta al PIB debía ser menor que el 60% (este último criterio con excepciones, en caso que el déficit "excesivo" se defina como temporal, o si éste y/o la razón deuda/PIB se reducen a un ritmo "satisfactorio").

Estos cuatro criterios proveen precondiciones necesarias pero no suficientes para poder entrar a la UME. Adicionalmente, ellos deben ser cumplidos de un modo sostenible. Al juzgar la sustentabilidad y convergencia, la Comisión Europea y el Instituto Monetario Europeo pudieron haber considerado otros factores, tales como desequilibrios de cuenta corriente o presiones salariales. También existe un requisito institucional que obliga a cada estado miembro a modificar las leyes de sus Bancos Centrales de manera de hacerlas compatibles con el BCE.

La tercera etapa comenzará en enero de 1999 con la fijación irrevocable de los tipos de cambio entre los países participantes y la transferencia de la política monetaria y cambiaria (con respecto al resto del mundo) al BCE. A partir de ese momento los Bancos Centrales nacionales comenzarán a utilizar el euro en todas las operaciones monetarias y cambiarias y los gobiernos emitirán deuda denominada en euros. A más tardar, a comienzos del año 2002 el euro comenzará a circular en la forma de billetes y monedas.

Es evidente que la UME representa un estado superior en el proceso de integración económica, que será de la mayor trascendencia histórica, política y económica. Los países miembros cederán una parte significativa de su soberanía en materia de política económica a un órgano comunitario, el BCE, cuyas políticas serán determinadas por el conjunto de países. Esto significa, en la práctica, que Alemania estuvo dispuesta a ceder parte de su

dominio en el diseño de la política monetaria y cambiaria en Europa, a cambio de los beneficios políticos derivados de la mayor integración y unidad europea. Eso sí, Alemania seguirá ejerciendo un rol importante, aunque compartido, en los órganos comunitarios encargados de la política monetaria y cambiaria europea.

Por otro lado, se ha sostenido que la principal motivación de la UME sería de naturaleza política, ya que sus beneficios económicos netos serían inciertos, y en todo caso más bien marginales (Conolly (1996) y Madley (1996)).

Cabe destacar que si bien existe bastante consenso en la necesidad de equilibrar las cuentas fiscales, redefinir el rol del Estado y reducir su tamaño, así como llevar a cabo cambios significativos en las leyes y regulaciones relativas al funcionamiento de los mercados laborales así como al financiamiento y cobertura de la seguridad social, y que dichas reformas estructurales son independientes de la UME, esta última se percibe sin embargo como un poderoso "socio" para enfrentar las críticas políticas domésticas derivadas de aquellos cambios y reformas.

La UME confirmará la creciente presencia e importancia de bloques político/económicos en el mundo. En particular ella debiera tener un impacto sobre el Sistema Monetario Internacional (SMI), confirmando la evolución observada en las últimas décadas en términos del desarrollo de un orden económico internacional de tendencia multipolar. En efecto, es probable que a futuro haya una sola voz representativa del conjunto de los países miembros de la UME en el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial.

El peso relativo de la UME será mayor al que tiene la UE en la actualidad, tanto por lo que representará su poder de votación en las instituciones financieras internacionales como por la coherencia y homogeneidad de sus planteamientos. Si bien este es un fenómeno que tomará algún tiempo y se irá dando en forma gradual, su probable efecto debiera ser considerado por América Latina al momento de evaluar su estrategia de inserción en la economía internacional, tanto en su dimensión comercial como en la financiera.

Una cuestión de especial importancia para evaluar el probable impacto de la UME sobre la economía de Europa, y sobre sus efectos internacionales, es la incertidumbre existente en torno a que "visión" predominará en el diseño político-institucional y en la formulación y ejecución de la política monetaria y cambiaria de la UME. Es decir, la dirección y sentido que en definitiva tome la nueva institucionalidad económica serán determinantes al momento de analizar los efectos de la UME.

En relación específicamente al BCE, es evidente que hay quienes quisieran que la política económica del BCE fuese independiente y autónoma de consideraciones políticas, y que predominara una visión orientada hacia la estabilidad de precios en la región como la contribución del BCE a la fortaleza y desarrollo económico de Europa.

Por otra parte, hay quienes encuentran que el poder que puede adquirir el BCE es excesivo, ya que posee un grado de independencia política superior al del Bundesbank, y podría no considerar en forma adecuada otros objetivos de la política económica, además del control

de la inflación, particularmente el crecimiento económico y el empleo, ni las diferencias regionales entre los países miembros de la UME, en la formulación y ejecución de su política. Es por ello que quisieran la presencia de algún "contrapeso político" al BCE.

En cuanto a la política cambiaria también coexisten visiones diferentes. De un lado están quienes consideran que el BCE debe concentrarse en su objetivo: la estabilidad del nivel de precios en los países miembros de la UME. Más específicamente, sostienen que intentar utilizar el valor externo del euro como un instrumento de la política económica para mejorar la competitividad de la UME, promover sus exportaciones y estimular el crecimiento económico, sería contradictorio con la necesidad de crear credibilidad y confianza en el euro y, en consecuencia, con el objetivo de la estabilidad de precios. En síntesis, el euro debiera reflejar lo que es, un precio más en la economía.

Del otro lado se sostiene que la política cambiaria es un instrumento de política económica, al que el BCE no puede ni debe renunciar, por cuanto sería determinante para estimular la competitividad y la actividad, sobre todo en el sector transable de la UME. Agregan que como dicho sector será mucho más pequeño que lo que es hoy día a escala nacional, el uso más activo del tipo de cambio tendría un efecto marginal sobre la inflación.

La política cambiaria también dependerá de la política fiscal que se desarrolle en los países de la UME. En efecto, si bien ésta queda limitada por los parámetros acordados en Maastricht y en el Pacto de Estabilidad de la UME, existe un grado limitado, pero no nulo, de maniobra para aplicar políticas fiscales nacionales más o menos expansivas. Ello puede afectar a la flexibilidad que quisiera dársele a la política cambiaria (o, alternativamente, a la instancia más o menos restrictiva de la política monetaria) de la UME.

Además en el ámbito institucional existe ambigüedad en cuanto a la responsabilidad de la política cambiaria de la UME, ya que ella dependería tanto del BCE como del Consejo de Ministros de la CEE, y no está claro como esto operaría ni como se resolverían eventuales conflictos entre ambas autoridades.

Cabe advertir también, que el BCE cumpliría un papel muy menor en cuanto a la supervisión prudencial de las instituciones financieras de los países miembros de la UME, lo que introduce un signo de interrogación en torno a su función como prestamista de última instancia.

Por último, aún no está clara la modalidad de ejecución de la política monetaria del BCE. Uno de los aspectos principales a definir es si el BCE se va a comprometer con metas de inflación o con un objetivo de agregados monetarios. Además, debido a la necesidad de contar con un índice de precios comunitario, así como estimar funciones de demanda monetaria para un conjunto de países de un dinero aún inexistente, tanto el objetivo final como los instrumentos y objetivos intermedios de la política monetaria están por definirse.

## **La Unión Monetaria Europea y la integración económica en América Latina**

La región debe observar, con un adecuado grado de realismo, los desarrollos que se dieron en Europa en torno a la UME. Ellos debieran incorporarse al acervo de conocimiento y experiencias comparadas de modo que sirvan de aprendizaje para el análisis, diseño y puesta en práctica, en el momento en que se estime que las condiciones sean las adecuadas, en la profundización de los diferentes esquemas de integración en América Latina. Europa ha enfrentado obstáculos en su proceso de integración monetaria, que ha ido resolviendo en forma paulatina, a la vez que ha registrado importantes avances y compromisos por parte de sus gobiernos nacionales. Es indudable que el diseño institucional a través del cual se ha dado el diálogo técnico y político, en un contexto de compromiso y cooperación en el avance de la integración monetaria europea, de por sí representa un elemento necesario de conocer y del cual hay mucho que América Latina puede aprender.

Para que la región se interiorice de los aspectos macroeconómicos, financieros y monetarios de la integración europea puede ser útil intensificar la participación de sus Bancos Centrales en las reuniones periódicas a las que son invitados por parte del BIS. Por lo demás, dos países de América Latina, Brasil y México, han pasado a ser miembros del BIS. Dicho banco puede constituirse en una instancia donde analizar cuestiones cambiarias, monetarias y financieras por parte de las autoridades monetarias de los países de América Latina, en un marco de experiencias compartidas con otros países de economías emergentes. Además, el BIS ofrece la oportunidad de intercambiar conocimientos y prácticas con países europeos, lo que podría facilitar aún más la interiorización en torno al desarrollo de la UME por parte de países de la región. En una línea similar, cada vez más países de América Latina están participando en diversas instancias de la OECD y se están asociando con la Unión Europea, a través de la CEE en Bruselas, la que desempeñó un rol de importancia en la creación de la UME y estará activa en su seguimiento.

La concreción de la UME es una buena oportunidad para iniciar un diálogo regional, al que se puede invitar a participar a alguna contraparte europea, quizás comenzando con un intercambio sistemático y comparable de información, orientado hacia futuros criterios para una eventual coordinación macroeconómica por parte de los Ministerios de Hacienda de los países miembros de algún esquema de integración de América Latina.

Sin embargo, cabe recordar que en la unificación monetaria existe un importante traspaso de soberanía y poder desde los países y sus bancos centrales nacionales a un instituto emisor de la moneda común, lo que supone un grado elevado de voluntad política de quienes buscan integrarse monetariamente. No es clara la voluntad que a ese respecto existe en los esquemas de integración en América Latina donde, a pesar de los avances que ha habido en dichos procesos, sobre todo en el Mercosur, han existido y existen dificultades en materias comerciales y en otros aspectos sobre los cuales debiera ser relativamente más fácil alcanzar acuerdos, en comparación con los temas cambiarios y monetarios.

#### **IV. Tendencias Macroeconómicas y los Criterios de Convergencia y Sustentabilidad en el Mercosur**

El objetivo último de la integración económica es potenciar el bienestar de los países miembros por sobre lo que serían sus logros individuales. La obtención, mantención y sustentabilidad de los equilibrios macroeconómicos constituye tan solo un instrumento, aunque de la mayor importancia, para alcanzar dicho objetivo.

En la actualidad existe un importante grado de convergencia respecto de los objetivos finales de las políticas macroeconómicas en la región, con miras a garantizar la consecución de los equilibrios básicos. Sin embargo, la presencia de déficits en la cuenta corriente de la balanza de pagos superiores al 5% del PIB y en algunos casos una pesada deuda externa, hacen que el equilibrio externo de varios países de la región dependa en una medida muy significativa de la permanencia y composición de los flujos netos de capitales. Esta circunstancia se ha visto agravada en la coyuntura actual por los efectos directos e indirectos, comerciales y financieros, de la crisis asiática, los cuales han incrementado la vulnerabilidad de nuestras economías y podrían desviar a varias de ellas de la senda de crecimiento de los últimos años. Los países del Mercosur no han estado ajenos a estas circunstancias y se observan expuestos a los cambios en las paridades internacionales y a las variaciones en los flujos de capitales de corto plazo; estos últimos, como se sabe, presentan un comportamiento en muchos casos independiente de las políticas económicas internas de los países receptores.

En este contexto, una primera aproximación hacia la armonización de políticas macroeconómicas debe partir del reconocimiento de que si bien la búsqueda de los equilibrios macroeconómicos es un paso necesario, no es suficiente para asegurar un crecimiento económico dinámico y sostenible de la región. Además de factores exógenos, que están fuera del control de estas economías, y que imprimen una elevada volatilidad a la demanda externa, existen áreas determinantes para el aumento del ahorro interno y/o de la competitividad, tales como avanzar y profundizar en reformas estructurales, inversión en capital humano, modernización del Estado, privatizaciones, intermediación financiera, aspectos tributarios y flujos de capitales, que requieren de acciones de política interna.

Una acción indispensable para avanzar en la armonización de políticas es la búsqueda de instrumentos que permitan moderar el efecto de factores exógenos sobre estas economías, los cuales pueden ser de naturaleza individual en cada país, pero cuyo interés es colectivo.

La existencia de instrumentos de estabilización para enfrentar perturbaciones exógenas permite un mayor grado de flexibilidad a las economías y, lo que es muy importante, contribuye a reducir la magnitud de los problemas, al enfrentarlos en sus orígenes. Ello aminora el elevado sacrificio de medidas compensatorias basadas en instrumentos únicos. Cabe destacar los fondos de estabilización de productos primarios y la utilización de instrumentos tributarios que posibiliten la ejecución de una política fiscal anticíclica; su uso permite menores costos para las economías, al disminuir la magnitud del ajuste necesario

en el gasto ante pérdidas de ingresos, por ejemplo, por caídas de los precios externos y, similarmente, atenúa la amplitud de los ciclos.

Asimismo, resulta aconsejable un manejo más flexible de la política cambiaria, lo que, de un lado, facilita el ajuste requerido en los precios relativos y, de otro lado, desincentiva los influjos excesivos de financiamiento externo de corto plazo.

También se debe perseverar en los esfuerzos tendientes a disminuir la relación deuda pública/PIB a niveles coherentes con un crecimiento económico sostenido en el mediano y largo plazo.

La armonización de políticas y el logro de una relativa estabilidad en las tasas de cambio reales, además de un contexto macroeconómico estable, requieren de un mercado financiero desarrollado y profundo, que presente variados instrumentos de cobertura de riesgos, así como de mecanismos de regulación y supervisión eficientes, que contribuyan a una adecuada canalización del ahorro y eviten la generación de crisis financieras.

Finalmente, resulta esencial mantener el espíritu de la integración de estos últimos años. En el pasado, los choques externos fueron trasladados al comercio regional mediante expedientes proteccionistas, haciendo las consecuencias de dichas perturbaciones aún más severas para la región. En cambio, las políticas de liberalización del comercio, profundizadas en la presente década han reducido los efectos de las dificultades inducidas desde el exterior, permitiendo a las economías obtener mayores tasas de crecimiento que en el pasado.

De otro lado, cabe tener como referente empírico el caso de la UME. Allí se requiere de una creciente similitud en aspectos institucionales (Bancos Centrales independientes, por ejemplo) y de comportamiento macroeconómico. Este último incluye una determinada relación entre los tipos de cambio de los países miembros; similitudes y disparidades mínimas de sus tasas de inflación y de interés; y límites al déficit del gobierno general y al stock de deuda pública como porcentaje del PIB.

Si bien en algunos de estos aspectos ha habido avances recientemente, sobre todo en las bajas de la tasa de inflación y en mayores esfuerzos fiscales, todavía persisten diferencias importantes entre los países de la región.

En la sección III se describieron los criterios formales de convergencia macroeconómica de Maastricht los que, junto a la independencia de los Bancos Centrales y a la sustentabilidad macroeconómica, permiten evaluar el grado de cumplimiento de criterios macroeconómicos básicos en economías orientadas a conformar una Unión Monetaria. En la siguiente evaluación se usan datos regionales hasta 1996 o 1997, según sea la disponibilidad de la información.

En materia de inflación, los países del Mercosur, incluidos Bolivia y Chile, la han reducido sustancialmente. Mientras a mediados de la década de los ochenta varios países tenían niveles de inflación que alcanzaban 2, 3 e incluso 4 dígitos, actualmente todos han iniciado

un proceso de convergencia hacia niveles de inflación de un dígito, unos con una estrategia más gradual como, Bolivia, Chile y Paraguay, y otros más aceleradamente, como Argentina y Brasil. Uruguay también ha bajado su inflación, pero ella todavía excede el 15% anual. La tasa de inflación promedio de los tres países con más baja inflación fue 3% en 1997, lo que significa que aun con el margen de 1,5% adicional de inflación que permiten los criterios de Maastricht, en la actualidad los otros tres países no cumplen con el criterio establecido. En consecuencia, si bien ha habido avances muy significativos en un área históricamente muy rebelde en América Latina, de un lado se requiere reforzar el esfuerzo antiinflacionario y, del otro, la estabilidad de precios a la que está convergiendo la región es un desarrollo reciente y sobre el que está por verse su permanencia en el tiempo.

En 1997 todos los países del Mercosur cumplían con el criterio fiscal. Brasil y Bolivia se situaban en el límite de déficit fiscal máximo permitido. El único país que muestra superávit sostenidos por más de una década es Chile, el que cumple holgadamente con dichos criterios<sup>6</sup>. Paraguay y Uruguay, desde 1987 y de manera sistemática, han cumplido también de año en año con los criterios establecidos para los déficit presupuestarios. Argentina cumple desde 1991, mientras que en los últimos cinco años Brasil y Bolivia cumplen solo en dos ocasiones.

Todos estos países muestran bastante variabilidad en el tiempo, por lo que aún es prematuro asegurar que existe una fortaleza estructural en el manejo de las finanzas públicas. Cabe anotar que en varios de ellos hay una base tributaria relativamente pequeña, ya sea por evasión o por la existencia de una economía informal significativa. Incluso en algunos casos parte del financiamiento está expuesto a alta volatilidad cíclica, asociada a los ciclos económicos internos o externos. De adoptarse un criterio tipo Maastricht, algunos países con déficit fiscales en torno al límite máximo verían seriamente afectadas sus posibilidades de efectuar una política fiscal contracíclica.

Para los países del Mercosur con los que se cuenta con información, se concluye que existe un cumplimiento holgado del criterio establecido en Maastricht sobre la deuda pública interna. En efecto, durante los años noventa el coeficiente de dicha deuda como porcentaje del PIB en ningún caso ha excedido 30%.

En relación con los tipos de cambio, es preciso mencionar que varias de las monedas de estos países se han devaluado en más de 10% con relación al dólar en menos de un año, como producto del shock derivado de la crisis asiática. Brasil y Uruguay han tenido fluctuaciones nominales de sus tipos de cambio con relación al dólar, las que en un lapso de dos años exceden los márgenes de 15% de fluctuación, establecidos también como criterios de convergencia en Maastricht. Argentina y Chile cumplen con dicho criterio en el último quinquenio.

Sin embargo, mientras que en el SME el "ancla" ha sido el marco alemán, en América Latina no existe un país con una moneda pivote o ancla. Dicha moneda lógicamente debe contar con una larga tradición de estabilidad. Si bien algunas de las monedas de los países

---

<sup>6</sup> Si bien en Chile existe un importante déficit cuasi-fiscal del Banco Central, el balance consolidado con el Fisco cumple el criterio respectivo de Maastricht.

de la subregión en el último tiempo se han mantenido estables o se han revaluado, no cuentan con una historia larga en dicho sentido. La inexistencia de una moneda dura con esas características, unido a las fuertes diferencias en las políticas cambiarias de los países, impide definir una moneda de referencia para la región. Es preciso también recordar que no hay en América Latina, ni siquiera en el Mercosur, unidades de cuenta como el ECU ni un sistema de bandas cambiarias como el del SME. De hecho, mientras Argentina mantiene un tipo de cambio fijo con relación al dólar, Bolivia tiene un tipo de cambio reptante, Brasil tiene un régimen de banda cambiaria vinculada al dólar y Chile mantiene una banda de flotación ligada a una canasta de monedas compuesta por el dólar, el marco y el yen.

En cuanto al criterio de tasas de interés, con la excepción de Chile<sup>7</sup>, los otros países de la subregión no presentan un desarrollo relevante de los mercados de capitales a un plazo de más de un año. De hecho, los mercados líquidos de bonos a 10 años son prácticamente inexistentes. Esto dificulta la medición del criterio de tasas de interés nominales de largo plazo establecido en Maastricht. Si este criterio fuera aplicado para las tasas de interés nominales de corto plazo en 1996 solo Argentina y Chile cumplirían con dicho criterio.

Respecto de la estabilización macroeconómica en el Mercosur, es preciso mencionar que con la sola excepción de Uruguay, en los últimos años ha habido una tendencia creciente a incrementar los déficit de cuenta corriente de los países de la subregión. En 1997, esos países registraron déficit de cuenta corriente que caen en un rango de 3% a 8 % del PIB, lo que plantea dudas respecto de la sustentabilidad de los equilibrios macroeconómicos.

Por último, en el aspecto institucional y no por ello menos relevante, algunos de los países de la subregión aún no cuentan con Bancos Centrales autónomos. Cabe recordar la importancia de este tipo de arreglo institucional para la estabilidad macroeconómica.

### **¿Reúne el Mercosur las condiciones para una Unión Monetaria?**

No es obvio, aunque sea en un plazo más largo, que América Latina deba imitar acríticamente la experiencia europea en materia de integración monetaria. Cabe reiterar que la implementación y éxito del euro como moneda única sigue siendo una incógnita. Asimismo, existe una importante corriente de opinión que sostiene que la principal motivación para la creación de una moneda única en Europa radicó en consideraciones políticas, específicas de ese continente, vinculadas a su historia, sus guerras y su regionalismo, más que en las de naturaleza propiamente económica. De ser correcta dicha interpretación, cabría preguntarse si la realidad previsible de los países del Mercosur justificaría, desde un punto de vista político, que dicha subregión haga suyo el ambicioso proyecto de crear una moneda única, una vez que haya avanzado con más fuerza y efectividad en su proceso de integración.

---

<sup>7</sup> Que debido a la generalizada indexación, al dinámico desarrollo de los inversionistas institucionales y a la existencia de un mercado profundo y líquido de letras hipotecarias de largo plazo.

Asimismo, cabe también preguntarse si el Mercosur reúne las condiciones económicas requeridas para la creación de una UM. Al respecto, parece importante señalar que se ha cuestionado si Europa presenta las condiciones adecuadas para constituir un área monetaria óptima. De un lado, la movilidad de la mano de obra entre sus diferentes países es bastante menor que en los EE.UU., lo que dificultaría enfrentar shocks asimétricos. Nótese que dicha dificultad no sólo se refiere a cuestiones culturales, empezando por el idioma y diferencias de costumbres, sino además por lo complicado que resulta, sobre todo para los trabajadores de cierta edad, poder trasladarse con la historia (el stock) de beneficios que han generado a lo largo de su trayectoria laboral (típicamente, a causa de diferencias y dificultades de homologación de regímenes previsionales entre los países miembros). A su vez, la inflexibilidad que caracteriza a la mayor parte de los mercados laborales europeos complica la factibilidad de llevar a cabo un proceso de ajuste menos costoso.

Un tercer tipo de consideración, relativo al grado de intercambio comercial entre los países miembros, apunta a favor de la integración monetaria europea, dado el elevado volumen de comercio intraeuropeo. Además, si bien hoy en día existe una gran movilidad de capitales dentro de Europa, lo que tiende a facilitar una unión monetaria, no debe olvidarse que aquél es un mecanismo útil para financiar un determinado desequilibrio y en consecuencia contribuye a suavizar un ajuste, pero no lo sustituye en el caso de un shock adverso de larga duración y/o de carácter estructural.

Otro elemento a considerar en una UM es el tipo de shocks que enfrentan sus países miembros. En el caso europeo, sólo un subconjunto de países (Alemania, Francia, Holanda, Bélgica, Austria y Dinamarca) enfrentaría perturbaciones similares, por lo que constituirían buenos candidatos para ser parte de la UM (Bayoumi y Eichengreen (1994)).

La situación del Mercosur presenta ciertas incógnitas en cuanto a si reúne o no las condiciones para ser una UM.

En cuanto al comercio intraregional, mientras que Argentina, Paraguay y Uruguay exportan más de 40% a la subregión, los otros tres países no alcanzan a exportar al Mercosur el 20% de sus exportaciones totales, lo que indica que a pesar de la importante interrelación de comercio intraregional, éste es bastante asimétrico. Además, si bien ha aumentado la convergencia macroeconómica entre los países miembros de la subregión, aún debe comprobarse la sustentabilidad de los procesos de estabilización macroeconómica, de modo de que haya una tendencia y consolidación más definitiva. Adicionalmente, como se señaló, no existe una moneda de referencia dentro de los países de la subregión que cumpla el rol del marco alemán en Europa.

De otro lado, existen otros elementos que conspiran contra la creación de una UM en la subregión. En primer lugar, se da la existencia de shocks asimétricos con distinta duración en los diferentes países. Mientras algunos son exportadores de cobre, estaño e importadores de petróleo, otros son exportadores de petróleo, grano y vacuno e importadores de minerales. Todos estos productos de exportación están expuestos a alta volatilidad de precios en los mercados internacionales y afectan asimétricamente a las distintas

economías. En efecto los términos de intercambio de los distintos países se mueven de manera diferente, por lo que los shocks externos que enfrentan no son simétricos. En síntesis, los ciclos de términos de intercambio (así como los de crecimiento del PIB) no exhiben mayor sincronía.

Los mecanismos de transmisión de precios de bienes intermedios y salarios hacia los precios finales, en la mayoría de los casos muestran importantes diferencias. Por ejemplo, incluso en aquellos casos en que la economía es muy abierta, hay países en que los precios de los bienes no transables están indexados a la inflación pasada mientras que en otras economías prevalece la dolarización. Esto significa que la transmisión de los shocks a la inflación doméstica es de distinta naturaleza en los diferentes países.

Cabe también mencionar que en la subregión, aún cuando ha habido mayores flujos migratorios en el pasado reciente, éstos continúan siendo bastante limitados. En general existe poca movilidad laboral y la flexibilidad de los mercados del trabajo domésticos es bastante diferenciada, con algunos países con mayor flexibilidad y movilidad laboral, mientras que en otros se observa mayor legislación favorable al poder sindical y a la existencia de poca flexibilidad. Evidencia de lo anterior son las fuertes y persistentes diferencias en las tasas de desempleo en la subregión.

## **V. Precondiciones para la Integración financiera-bancaria.**

Por integración financiera se entiende el movimiento de capitales entre los países miembros del esquema de integración, realizado a través de instituciones financieras, sin barreras que impidan la libre transferencia de los recursos entre las distintas fronteras. En términos generales, ella incluye a todas las instituciones del mercado de capitales, tales como los bancos, sociedades financieras, fondos de pensiones, fondos de inversión, fondos mutuos, compañías de seguros, agencias de bolsa de valores, etc.

El análisis se centrará en los servicios bancarios, por ser ellos los más importantes de la región y en torno a los cuales más se ha avanzado en materia de integración financiera<sup>8</sup>. En América Latina, con la sola excepción de Chile, en que los bancos realizan un 62% de la intermediación, en el resto de los países más grandes de la región al menos un 86% de la intermediación financiera es efectuada por el sistema bancario.

En términos generales, la experiencia enseña que los casos más exitosos de estrategias de desarrollo basadas en la apertura económica externa son aquellos en los que la apertura comercial se ha llevado a cabo antes que la apertura financiera. Aun más, para que la integración financiera a la economía internacional sea sostenible en el tiempo se requiere de

---

<sup>8</sup> Con la reforma tendiente a privatizar, capitalizar individualmente e internacionalizar los sistemas de fondos de pensiones, unida a la creciente desintermediación bancaria que tiende a darse nacional e internacionalmente --debido a la mayor competencia proveniente de actividades financieras no bancarias, de los avances de la tecnología, informática y las comunicaciones-- aquellos fondos están adquiriendo mayor importancia en el comercio e inversión transfronterizos de servicios financieros.

un tipo de cambio real competitivo, en conjunto con una reducción de aranceles y la eliminación de otras barreras paraarancelarias que permitan un mejor desarrollo del sector exportador. Asimismo, una apertura financiera previa o incluso simultánea con la apertura comercial suele poner en duros aprietos al desarrollo del sector exportador, al ejercerse una presión importante hacia la apreciación de la moneda local, lo que desestimula las exportaciones, cuestiona la sustentabilidad del déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos y hace peligrar el éxito de la apertura externa.

La secuencia óptima es proceder a liberalizar gradual y selectivamente la cuenta de capitales<sup>9</sup>, una vez completada la apertura comercial.

### **La Estabilidad Macroeconómica**

Para que el proceso de integración financiera sea eficiente y duradero, los países deben además haber alcanzado, o al menos avanzado y estar decididos y comprometidos a lograr, la estabilidad macroeconómica. La volatilidad de los flujos de capitales así como los riesgos cambiarios y soberanos suelen ser significativos si es que los equilibrios macroeconómicos no se han asentado y consolidado, y en ese caso dichos riesgos impiden, para todos los efectos prácticos, un fluido intercambio de servicios financieros<sup>10</sup>.

El proceso de integración financiera no requiere de una absoluta coordinación de políticas macroeconómicas entre los distintos países miembros, pero sí exige un fuerte compromiso con la mantención de la estabilidad macroeconómica. Por ejemplo, aquellos países que decidieran avanzar en la integración financiera podrían autoexigirse cumplir con criterios similares a los de Maastricht, de modo de acotar los rangos en que pueden desenvolverse sus variables macroeconómicas claves. Esto no implica que haya que uniformar los instrumentos de política macroeconómica. En efecto, en la medida en que se compartan objetivos finales y se converja en términos de resultados macroeconómicos, podrían perfectamente pertenecer a un esquema de integración financiera, por ejemplo, países que siguen una regla de tipo de cambio nominal fijo con plena convertibilidad (Argentina), con otros en los que el "ancla" de la política monetaria discrecional se base en las metas explícitamente anunciadas de inflación (Chile), junto con países en los que la política monetaria se formula y ejecuta en base a agregados monetarios o crediticios (Perú y México).

---

<sup>9</sup> Hay países de la región que han llevado a cabo políticas formalmente muy "liberales o aperturistas" con relación a la cuenta de capitales de la balanza de pagos, y que, sin embargo, registraron tasas de interés domésticas mayores, así como mayores diferenciales con las tasas internacionales, que las de otros países que se embarcaron en estrategias de apertura financiera externa más graduales y selectivas. Ello, que aparentemente debió ser a la inversa, se explica principalmente por el mayor riesgo país y/o de devaluación de los primeros casos. En consecuencia, no es obvio que por llevar a cabo una apertura financiera total y rápida un país vaya a generar mayor confianza en los acreedores internacionales e inversionistas externos y se vaya a insertar en forma efectiva, sólida y permanente a los mercados internacionales de capital.

<sup>10</sup> Los casos de México en 1994 y de la República Checa y Tailandia en 1997 son demostrativos de la importancia de tener déficits sostenibles en las cuentas corrientes de las balanzas de pagos como condición necesaria para una integración financiera externa eficaz y duradera.

La economía de Latinoamérica en la década de los noventa se ha caracterizado por la implementación de reformas estructurales y programas de estabilización dirigidos a reducir la inflación y alcanzar un crecimiento económico sostenido. Esto ha permitido una mayor convergencia en los distintos indicadores macroeconómicos de los países de la región en relación a lo que se observaba en los años setenta y ochenta.

Sin embargo, persiste un mayor avance de la Unión Europea por sobre América Latina en el proceso de convergencia de variables tales como los tipos de cambio, la inflación y las tasas de interés reales.

Como se mencionó, en América Latina es muy difícil optar por una coordinación macroeconómica total y compartir en forma amplia toda clase de objetivos, dados los distintos estados de avance en el proceso de reforma y estabilización económica, los diferentes grados de apertura externa, las distintas vulnerabilidades y estructuras económicas y las diferentes fuentes de shocks a que se exponen los países. Lo que sí parece deseable, conveniente y realista es crear y agilizar un mecanismo expedito y periódico de intercambio de información a nivel de las autoridades económicas y formalizar un grado importante de consenso en torno a los objetivos macroeconómicos finales que debieran perseguirse.<sup>11</sup>

Un organismo regional o subregional, según el caso, podría hacer el seguimiento y publicar en forma periódica la información acordada para que los países y las instituciones financieras y los propios bancos comerciales puedan utilizarla en sus decisiones de internacionalización.<sup>12</sup> Asimismo, el proceso de integración financiera se beneficiaría si los países de la región pudieran acordar situar sus principales variables macroeconómicas dentro de ciertos rangos. Dichas variables debieran ser la inflación, el déficit de cuenta corriente de la balanza de pagos/PIB y el déficit fiscal/PIB.

Adicionalmente, la sustentabilidad del balance externo medido en términos de flujos, y reflejado en el resultado de la cuenta corriente de la balanza de pagos, debe complementarse con el adecuado análisis de la situación en términos de stocks, reflejado en la fortaleza de los indicadores de solvencia externa y liquidez internacional<sup>13</sup>. Por ello es que debiera acordarse la publicación y seguimiento de la deuda externa neta de reservas internacionales en relación con el PIB, la razón deuda pública interna/PIB, la razón de reservas internacionales a importaciones y el nivel de reservas internacionales en relación

---

<sup>11</sup> Luego de los problemas suscitados con la medida adoptada por Brasil relativa al financiamiento de corto plazo de las importaciones, Mercosur acordó poner en funcionamiento el Grupo de Coordinación Macroeconómica del Bloque, de manera de trabajar en forma efectiva en la elaboración de un esquema de esta naturaleza.

<sup>12</sup> Una iniciativa en esa dirección ya se presentó en 1996 en New Orleans, en la primera reunión de Ministros de Finanzas del hemisferio, en la cual se acordó que los países asistentes se plegarían a los estándares de disseminación de información del Fondo Monetario Internacional.

<sup>13</sup> En efecto, los países deben contar con una sólida posición de reservas internacionales, tanto en relación con los vencimientos de corto plazo de la deuda externa como con respecto a la deuda interna pública y a los pasivos bancarios en moneda extranjera. Dicha situación debiera contribuir a generar un comportamiento más estable de los flujos netos de capital, que evite la interrupción brusca de los flujos financieros de corto plazo y una "estampida" de salida de los mismos.

con la suma de la deuda externa de corto plazo más los pasivos financieros domésticos de corto plazo en moneda extranjera, entre otros.

## **Liberalización, Regulación y Supervisión Financiera**

Junto a la estabilidad y mayor convergencia macroeconómica, la integración financiera regional requiere de la liberalización de los sistemas financieros domésticos. Ello implica eliminar los controles cuantitativos y la asignación selectiva del crédito, desregular las tasas de interés y definir las condiciones de la apertura de las licencias bancarias, de modo de permitir mayor competencia en el mercado así como de las tasas de encaje que permitan conciliar la mantención de niveles de liquidez adecuados por parte de los bancos con el desarrollo de la intermediación financiera. Es crucial reconocer, desde un principio, que dicha liberalización debe, eso sí, y sin lugar a dudas, ir acompañada de una adecuada supervisión y regulación bancaria.

Es necesario tener presente que un proceso simultáneo de liberalización financiera doméstica y externa suele exacerbar la competencia en el mercado financiero y dificultar la adecuada utilización de los inlujos de capitales, sobre todo por parte del sector bancario. La experiencia demuestra que esta situación suele contribuir a un alza transitoria e insostenible de los precios de activos, sobre todo de aquellos del sector no transable, y permite, cuando no estimula, la presencia de burbujas de precios en el mercado accionario e inmobiliario así como una sobreapreciación de las monedas domésticas. Lo anterior incentiva un exceso de gasto interno y eleva el déficit de cuenta corriente de la balanza de pagos, factores que atentan en contra de la estabilidad cambiaria y financiera y del equilibrio macroeconómico global. Además, en esos casos tiende a relajarse tanto la supervisión oficial como la autorregulación de los bancos, lo que contribuye a empeorar la calidad de la cartera de préstamos bancarios, incrementando su riesgo, a la vez que los bancos pierden eficacia en el mecanismo de transmisión de la política monetaria.<sup>14</sup>

Por su parte, las garantías explícitas o implícitas de tasas de interés y de tipo de cambio exacerban el ingreso de capitales y dan pie a conductas de azar y/o riesgo moral. La recomendación para evitar estos problemas es tener una combinación de políticas monetaria y cambiaria que permitan una mayor flexibilidad y un mayor rol del mercado en la determinación de las tasas de interés y del tipo de cambio.

Para que los flujos financieros que se transmiten a través del sistema bancario sean adecuadamente canalizados a los distintos sectores de la economía, y como los créditos por lo general no están securitizados, en el ámbito doméstico se requiere que los bancos realicen provisiones sobre la base del riesgo de crédito del deudor individual. Y a escala internacional, de provisiones por riesgo-país, en la medida que exista el riesgo de no poder cobrar el préstamo en el exterior y/o haya restricciones que impidan la libre transferencia

---

<sup>14</sup> Ello se debe a que, en dichos episodios, las tasas de interés domésticas exceden en mucho a los niveles "normales" de tasas, lo que suele llevar a un menor repago efectivo de los créditos del sistema bancario, con lo que los deudores bancarios dejan de enfrentar, en la práctica, una restricción presupuestaria en sus decisiones de gasto, lo que equivale a tornar inefectiva la política monetaria.

de divisas al país acreedor. Deben contemplarse además, regulaciones que acoten el riesgo de descalce de monedas, tasas de interés y plazos. Cabe destacar que un sistema financiero más profundo e internacionalizado permite la asimilación de los flujos de capitales con una menor volatilidad en las tasas de interés, el tipo de cambio y el precio de los activos.

En el ámbito propiamente bancario se requiere de autoregulación, a través de la calificación que obtienen sobre la base de su comportamiento de solvencia, liquidez, rentabilidad, riesgo y eficiencia. En una primera etapa la clasificación de los instrumentos de los bancos la debe realizar el Estado, de manera de establecer una metodología clara y transparente y asegurar su aplicación. Posteriormente puede radicarse dicho rol en entidades privadas independientes, incluidas las agencias internacionales de rating, en particular en el caso en que las instituciones bancarias utilicen para su financiamiento al mercado internacional de capitales. Asimismo, para la estabilidad del sector bancario resultan claves el cumplimiento de criterios prudenciales de adecuación de capital, de supervisión consolidada y de otorgamiento de licencias bancarias.

Adicionalmente, dado que en la mayoría de los países no es posible o creíble retirar la garantía de hecho o de derecho a los depósitos, para minimizar problemas derivados del uso abusivo de dichos seguros se requiere enfatizar el rol de la ya mencionada adecuada supervisión y regulación bancaria. Puede ser conveniente complementar a esta última con una participación importante de bancos extranjeros, en cuyos países de origen haya supervisión bancaria seria y de calidad y que, además, dispongan de líneas de liquidez abiertas provenientes de sus casas matrices, para eventuales casos de problemas<sup>15</sup>.

En la medida que los bancos de distintos países se instalen en otro país, se requiere, además, del intercambio recíproco de información entre los supervisores de las entidades bancarias y financieras de aquellos países. Cabe señalar que si bien la integración financiera se facilita cuando los países han liberalizado sus sistemas bancarios y se han provisto de una adecuada regulación y supervisión, es fundamental que en dicha regulación y supervisión se compartan ciertos principios básicos, lo que no significa que la estructura de los bancos en los distintos países deba ser homogénea. Por ejemplo, en Argentina algunas autoridades abogan por el establecimiento de un esquema de banca estrecha ("narrow banking") mientras que en México se desarrolla la banca universal. Incluso es posible que coexistan sistemas financieros en donde la banca de desarrollo sea importante.

Sin embargo, el que los países miembros de un esquema de integración no compartan de manera precisa todas y cada unas de las regulaciones relevantes para el sector bancario no debe implicar que la integración de servicios financieros en América Latina permita, ni menos estimule, el arbitraje regulatorio. Este último puede derivar, por ejemplo, de la creación de paraísos tributarios y de supervisión, los que suelen introducir una forma de competencia desleal y provocan, además, inestabilidad a los países que toman seriamente los compromisos de supervisión y tributación. Aun más, la integración financiera debiera apuntar a tratar de evitar grandes distorsiones de impuestos y diferencias sustantivas de

---

<sup>15</sup> El cuadro No 16 muestra que en varios de los países de América Latina los bancos extranjeros tienen una participación en el mercado de créditos entre 22% y 30%, con la excepción de Brasil, en que a la fecha los bancos extranjeros proveen un 7% del total de crédito de su sistema bancario.

regulación entre los mercados locales y el internacional, pues de otro modo se producirá una significativa desintermediación financiera en los países que, precisamente, intentan integrarse financieramente<sup>16</sup>.

## **VI. La integración financiera y la competencia transfronteriza de servicios financieros en América Latina.**

Los beneficios y costos de largo plazo y los problemas de la transición asociados a los procesos de apertura financiera externa son bien conocidos. Bastante menor desarrollo han tenido aspectos tales como el análisis de la realidad actual de la región en cuanto a integración financiera y su comparación con el avance del proceso de integración financiera europea, que se encuentra en las etapas finales del proceso. Tampoco se han explorado mayormente las diferencias existentes entre la integración unilateral, que se efectúa por la vía de decisiones de apertura al intercambio financiero por parte de un solo país, en comparación con la de carácter "integracionista", que se logra mediante un acuerdo entre los países de un bloque para la apertura recíproca de sus mercados financieros domésticos.

En el análisis en torno a la factibilidad, velocidad y profundización del proceso de integración financiera en América Latina es necesario considerar cuestiones institucionales y estructurales. Ellas incluyen aspectos tales como las diferencias en el ingreso per cápita, riesgo-país, la profundización financiera de los mercados de capitales, el nivel de bancarización y la modalidad y calidad de la supervisión de los países.

La región está poco integrada financieramente, lo que se puede comprobar por una serie de factores que se consideran a continuación.

Por ejemplo, es interesante observar, la mucho mayor similitud del PIB por habitante y su estabilidad relativa entre los países de la Unión Europea en comparación a la situación de América Latina. Información homogénea disponible para 1993 señala que el máximo PIB per cápita de la Unión Europea superaba al mínimo en 5 veces, cifra que en América Latina más que se cuadruplicaba, superando las 21 veces. Además, la variabilidad del PIB per cápita en Europa fue menos de la mitad de la que registró la región.

Dentro de América Latina se observan también significativas diferencias en el riesgo-país. En 1996 el spread sobre Libo aplicado a emisiones de bonos en dólares en el exterior de plazo comparable en Argentina, Brasil y México, superaba en más de cuatro veces al aplicado a las empresas que operaban en Chile. En los primeros cuatro meses de 1997 estas diferencias entre los spreads se redujeron a un rango de entre 3 y 3.5 veces.

América Latina registra, además, fuertes diferencias en indicadores representativos de la dimensión y características de los mercados bancarios domésticos. En efecto, mientras en

---

<sup>16</sup> Cabe señalar que el incentivo de los capitales locales y externos por buscar lugares que posean menores exigencias regulatorias e impositivas debiera contrarrestarse con la mayor probabilidad de que en esos casos haya mayor riesgo-país y menor estabilidad macroeconómica.

1995 en Chile el crédito interno del sistema bancario representó el 58% del PIB, en México llegó al 48%, en Brasil al 38%, en Argentina al 26% y en Perú al 11%. A su vez, el coeficiente M2/PIB, que en Chile era de 29%, se ubicó en torno a 23% en Brasil, Costa Rica y México, mientras que en Argentina y Perú alcanzó la mitad de dicho valor. Por su parte, la relación depósitos a la vista a PIB, representativa del grado de bancarización, alcanzó su máximo valor en Chile, en torno a 6%, mientras que su valor mínimo, registrado en Argentina, no superaba el 2% del PIB.

De otro lado, los indicadores de solidez, gestión y competencia en la industria bancaria, difíciles de comparar por diferencias en algunos tratamientos contables y regulatorios<sup>17</sup>, también muestran discrepancias importantes entre los países de la región. En efecto, mientras que en 1996 el coeficiente de capital a activos totales de los bancos argentinos y colombianos superaba el 15%, en Perú y Brasil se situaba en torno a 9%, en México alcanzaba a cerca del 7% y en Chile llegaba a algo más del 5%. Por su parte, la cartera vencida, como porcentaje de las colocaciones totales, en Chile alcanzaba al 1%, en Perú, México, Brasil y Colombia se situaba en torno a 7% mientras que en Argentina llegaba al 12%. A su vez, los márgenes brutos de intereses (como porcentaje de los activos) en Chile fueron la mitad de los registrados en Perú y Brasil y menos de la mitad de los de Argentina, mientras que los gastos de apoyo en Chile, también como porcentaje de los activos, fueron cerca de un 50% inferiores a los de Argentina, México y Perú y menos de un tercio de los de Brasil y Colombia. Paradojalmente, el sistema bancario chileno es el que cobra menos spreads, pero a su vez es el que muestra una mayor concentración; en cambio Colombia, que es el mercado con menor concentración, es el país que registra el mayor cobro de spreads.

Finalmente, el estímulo a la integración financiera y la fuerza de ésta también dependen de las condiciones iniciales en que se encuentran los distintos países. Por ejemplo, la modalidad y velocidad de la integración financiera no debieran ser indiferentes a si un país tenga un problema de sobreendeudamiento externo o un sistema bancario frágil o en bancarrota. Es indudable que este tipo de consideraciones, así como las señaladas en los párrafos anteriores, han jugado y juegan un rol de la mayor importancia para explicar el escaso desarrollo de la integración financiera en América Latina.<sup>18</sup>

---

<sup>17</sup> Por ejemplo mientras en Chile y México se aplica corrección monetaria y existen mecanismos de indexación financiera, ello no ocurre en Argentina ni en Brasil. También existen distintas convenciones de plazos de atraso en el pago de los créditos para efectos de considerarlos como créditos vencidos en cada uno de los países mencionados. Con relación a las inversiones financieras de los bancos, en Chile se valoran a precios de mercado las de más de un año plazo, y a costo de adquisición las menores de un año plazo; en Argentina, en cambio, los instrumentos a corto plazo se valorizan a precios de mercado y aquellos a más de un año se registran a su costo de adquisición. En México se registran a su costo de adquisición, mientras que en Brasil se registran a valores de mercado, cualquiera sea su plazo. En materia de tributación a los créditos, mientras en Chile existe el impuesto de timbres, en Argentina opera el IVA y en Brasil existe lo que se denomina impuesto a las operaciones financieras, que varía dependiendo de los plazos de los instrumentos. En México, por su parte, no existen impuestos que graven a los préstamos.

<sup>18</sup> Cabe anotar, sin embargo, que las diferencias institucionales, estructurales, coyunturales y de situaciones iniciales también contribuyen a crear oportunidades y a estimular el intercambio en el ámbito financiero.

## **La Integración Financiera en la práctica**

Lo que se observa recientemente en América Latina es una situación de hecho, que apunta hacia una tímida "integración financiera no institucionalizada". En efecto, en los años noventa se ha dado un importante intercambio de flujos de capitales al interior de la región, con particular intensidad en el ámbito de la inversión real.

Aquí cabe destacar la inversión directa, que incluye tanto en el origen como en el destino a empresas e instituciones de los mercados de capitales, tales como bancos y fondos de pensiones, desde y hacia países de la región. En la mayoría de las instituciones financieras de la región, incluidos los bancos, este proceso se ha materializado a través de sus accionistas, sean éstos personas naturales o conglomerados, y no a través de las propias instituciones, debido a restricciones legales y a la inexistencia de adecuada supervisión consolidada. Dichos flujos se han estimulado por las reformas estructurales, de apertura económica y por las privatizaciones en que se han embarcado en la última década la mayor parte de los países de América Latina.

En particular han adquirido creciente importancia redes regionales de servicios bancarios tanto de grupos financieros latinoamericanos como de fuera de la región. Entre las primeras destacan los bancos brasileños en países del Mercosur, grupos colombiano-venezolanos en la banca de esos dos países así como en la de Ecuador, y de grupos financieros chilenos en el ámbito bancario y de fondos de pensiones en diversos países de la región. La creciente presencia extraregional en el último tiempo se manifiesta con fuerza, sobre todo, por las compras de instituciones financieras nacionales, bancarias y no bancarias, por parte de bancos españoles, en especial los bancos Bilbao-Vizcaya y Santander<sup>19</sup>.

Obsérvese que mientras mayor sea la integración "de hecho" entre los mismos bancos y/o grupos en distintos países, es probable que más rápida sea la transmisión regional de problemas locales o domésticos, incluidas eventuales "corridas" bancarias. Esto no hace sino corroborar la importancia de una pronta y eficaz cooperación y coordinación entre los supervisores nacionales de América Latina, así como la conveniencia de asegurarse que las regulaciones y normativas nacionales se orienten por principios y estándares similares, de modo de evitar "arbitrajes" de dichas regulaciones.

De otro lado, en forma creciente un mayor número de países y empresas, financieras y no financieras de la región, están colocando instrumentos financieros, tales como acciones (ADR en los EE.UU., por ejemplo), bonos y bonos convertibles en acciones, en los mercados de capitales internacionales, claramente más avanzados, profundos y líquidos que los existentes en América Latina. Este tipo de desarrollos podría intentarse dentro de la región, lo cual requiere de reformas nacionales de naturaleza institucional, tributaria, legal

---

<sup>19</sup> El Grupo Santander, por ejemplo, tiene a la fecha una participación en catorce países de la región, con una inversión de US\$ 3500 millones (la que representa más del 50% del total de la inversión de dicho conglomerado fuera de España), con activos regionales que suman US\$ 45 mil millones y generando empleo a más de 43 mil personas en América Latina.

y de homogeneización de la información contable relevante, lo que permitiría el desarrollo de mercados de títulos financieros latinoamericanos en forma separada e independiente, aunque complementaria, con la transacción de valores locales<sup>20</sup>.

En términos más generales, la experiencia indica que los procesos de internacionalización bancaria se dan en función de la liberalización comercial y de la expansión del comercio y de la inversión en el exterior. En efecto, en una primera etapa la actividad internacional de los bancos se concentra en las inversiones financieras externas y en el financiamiento del comercio exterior por la vía del comercio transfronterizo. Luego, siempre en el ámbito del comercio exterior, los bancos suelen participar en el financiamiento vinculado al comercio exterior que se registra entre terceros países, para posteriormente comenzar a operar en el área del financiamiento a empresas nacionales que se internacionalizan. Las etapas más avanzadas de la internacionalización bancaria se caracteriza por la concesión de créditos a no residentes y por su instalación física en el exterior.

En síntesis, en la actualidad la integración de los servicios bancarios en los distintos países de América Latina se encuentra todavía poco desarrollada<sup>21</sup>, como consecuencia de muy diferentes regímenes monetarios y cambiarios, altos y diferenciados riesgos soberanos y cambiarios, muy distinta situación de solvencia de los sistemas bancarios e insuficiente conocimiento y coordinación de la regulación y supervisión entre los países de la región. Incluso los esquemas de integración comercial se han encontrado con tropiezos, por lo que no parece realista pensar que, más allá de los desarrollos comentados, se desencadene con fuerza un proceso de integración financiero-bancario de carácter regional en el futuro previsible. Ello por cierto no significa que no pueda continuar avanzándose en las reformas institucionales, legales, regulatorias y contables orientadas al logro de dicho objetivo.

## **Mercosur y Nafta**

Como se señaló, en el plano de la integración financiera propiamente tal América Latina ha avanzado relativamente poco y actualmente se encuentra en un proceso de aprendizaje. Hasta ahora la internacionalización financiera de la región ha procedido por la vía de la apertura unilateral, a pesar de iniciativas como el Nafta y el Mercosur y de cierta tendencia mundial hacia la conformación de grandes bloques comerciales de países.

Mercosur es un acuerdo comercial, entre Argentina, Brasil, Paraguay y Uruguay, al que recientemente se ha adherido Chile, cuyo objetivo esencial ha sido reducir gravámenes al

---

<sup>20</sup> México está por abrir su bolsa de acciones a empresas extranjeras que cotizan sus acciones en los EEUU. Asimismo, Argentina y México, siguiendo el ejemplo reciente de Brasil, son los dos países de la región que pondrán en vigencia la utilización de sistemas de certificados de depósitos para acciones. En Chile se está por aprobar en el Congreso la ley de Bolsa Internacional, que permitirá la transacción de valores extranjeros localmente.

<sup>21</sup> Solo a título ilustrativo, y a pesar del fuerte incremento que ha registrado el comercio intraregional, cabe señalar que en forma similar a lo que ocurre con el transporte aéreo en la región, las transferencias electrónicas entre bancos de diferentes países no se hace directamente, sino a través de los EE.UU.

comercio exterior. Dicho acuerdo no incluye al sector de servicios como tema de negociación.

Nafta es un acuerdo bastante más global, ya que es un tratado que incluye principios y disposiciones que regulan las inversiones y los servicios financieros. Con relación a estos últimos, los postulados claves del Nafta tratan de asegurar la posibilidad de que proveedores del exterior puedan entrar a los mercados nacionales así como mantener ciertos principios de regulación prudencial.

En general, el Nafta cautela el comercio transfronterizo de servicios financieros, incluidos los productos bancarios, de seguros y de intermediación de valores; es decir, posibilita que proveedores extranjeros puedan entregar dichos servicios sin la necesidad de que deban instalarse físicamente en el país de destino. De manera consustancial a la defensa del comercio transfronterizo de servicios, el Nafta intenta asegurar la libre transferencia de los flujos de capital. Además, el Nafta cautela el derecho de establecimiento -es decir, la posibilidad de que proveedores de países miembros puedan instalarse en otro país miembro- y el trato nacional para la instalación física de una institución financiera en otro país, o dicho de otro modo, que no haya discriminación debido al origen de la inversión. Asimismo, se contempla el principio de trato de nación más favorecida.

No obstante los principios anteriores, que pretenden defender los diferentes caminos para transitar y participar en los mercados financieros de los países miembros, Nafta contempla, ya sea por la vía de las excepciones o mediante el establecimiento de reservas, salvaguardas que protegen el enfoque regulatorio y de estabilización macroeconómica de cada parte<sup>22</sup>.

La necesidad de preservar las diferencias entre los distintos enfoques regulatorios fue determinante en la negociación de servicios financieros del Nafta. El articulado del Tratado asegura que los países participantes puedan mantener sus propios enfoques regulatorios y su autonomía con respecto a las políticas de estabilización que afecten al sector financiero. Dado que los enfoques nacionales de regulación eran muy disímiles, en el Nafta no se pudo llevar a cabo una plena armonización, tal como existe en los países de la Unión Europea.

Si bien el enfoque del Nafta es bastante liberal respecto del comercio transfronterizo de servicios financieros, en relación con el principio de derecho de establecimiento se define que tal derecho podrá ejercerse bajo la forma jurídica que se desee, ya sea sucursal, filial o coligada, pero dentro del marco normativo y regulatorio del país receptor.

En general los acuerdos de servicios financieros pueden involucrar distintos grados de compromisos para los países miembros de esquemas de integración de libre comercio, que van desde la libertad para el comercio transfronterizo, la seguridad del derecho de establecimiento y del trato nacional, hasta la creación de un mercado común con plena armonización de las regulaciones.

---

<sup>22</sup> Si bien es deseable dar ese margen de maniobra nacional, debe reconocerse que ello puede retardar el avance hacia la integración financiera.

La libertad para el comercio transfronterizo de servicios financieros no fue un tema relevante de discusión en el marco del Nafta, en especial considerando que en Canadá y Estados Unidos prevalecen en la actualidad enfoques liberales respecto de los movimientos de capitales. En ausencia de controles de cambio, los residentes de un país tienen plena libertad para efectuar inversiones financieras y no financieras en otros países miembros. Los obstáculos en este ámbito provinieron básicamente de una carencia de armonización tributaria y de la existencia de ciertos controles cambiarios en el caso mexicano, aún a pesar del profundo proceso de apertura externa realizado por dicho país<sup>23</sup>.

En consecuencia, las negociaciones de servicios financieros se concentraron en el derecho de establecimiento sujeto a trato nacional, es decir, en torno a permitir la instalación física de proveedores extranjeros de servicios financieros, sujetos a la misma normativa que rige a las instituciones financieras domésticas de los países miembros.

Si bien los elementos reseñados promueven más directamente la integración de servicios financieros en la región, es preciso reconocer que tanto el Mercosur como el Nafta son tratados de alcance parcial, tanto en su ámbito de aplicación como en la cobertura de países involucrados. De concretarse en un futuro la Iniciativa para las Américas, cabría esperar que se acelere y profundice la integración financiera en la región.

## **VII. Principios regulatorios para promover una mayor integración financiera en la región.**

La liberalización multilateral del comercio de servicios a escala mundial, y en particular la de los de naturaleza financiera, ha estado rezagada respecto de la del comercio de bienes. Solamente en la ronda de Uruguay los servicios fueron un elemento importante de los esfuerzos de apertura e internacionalización.

El acuerdo multilateral más importante que afecta el comercio internacional en esta área ha sido el de los códigos de liberalización de los movimientos de capital de la OECD. Estos códigos establecen la liberalización progresiva de los flujos de capital y de servicios financieros por parte de proveedores extranjeros sobre la base del principio de trato nacional. En años recientes los países miembros de la OECD han cambiado drásticamente sus legislaciones domésticas con el fin de cumplir con el espíritu de dichos códigos.

Por su parte, la Comunidad Europea ha acordado el libre derecho de establecimiento en los mercados de los países miembros, un régimen liberalizado para la entrega de servicios financieros transfronterizos y una armonización de las principales reglas de regulación entre los países miembros. Para instalarse en cualquier país de la Comunidad, un banco perteneciente a un país miembro requiere de una sola licencia, vale decir, de la autorización original para operar regionalmente. Para efectos de la supervisión, se establecen los principios de regulación del país de origen y el reconocimiento mutuo de los regímenes

---

<sup>23</sup> En la actualidad se está lejos de tener libre comercio transfronterizo de capitales en América Latina ya que, por ejemplo, países como Brasil, Colombia y Chile aplican regulaciones a las entradas de capitales.

regulatorios de cada uno de los países miembros de la Comunidad. También se estipulan ciertos estándares de adecuación de capital y de reglas de transparencia.

En términos más generales, en el mundo más desarrollado, y en particular en Europa, las distintas alternativas para efectuar el comercio internacional de servicios bancarios se rigen por las siguientes reglas: en el caso del comercio transfronterizo bancario las reglas del país de origen son las válidas; en el caso de filiales instaladas en otro país, las reglas del país receptor son las válidas; y en el caso de las sucursales, debe existir armonización de las reglas.

En América Latina, a pesar de que, como se señaló, no puede haber por ahora plena armonización de las regulaciones, como en Europa, cualquier avance real hacia la integración financiera presupone que se debe compartir ciertos elementos básicos de la regulación.

En primer término, la regulación y supervisión deben tener como objetivo mantener un sistema financiero y de pagos solvente, estable y eficiente. Objetivos adicionales de las autoridades deben ser la minimización de corridas bancarias y reducir al máximo posible la existencia de garantías implícitas o explícitas sobre los pasivos bancarios. En último término, la autoridad debe velar porque se mantenga la fe pública en el sistema financiero.

Además, el sistema bancario debiera estar sujeto a una serie de medidas de regulación prudencial. Los bancos deben mantener un nivel de capital adecuado, coherente con los riesgos emprendidos. Estos riesgos pueden ser de distinta naturaleza, como por ejemplo riesgo de crédito, monedas y tasas de interés. Para efectos de cuantificar los riesgos se deben medir las posiciones netas, la volatilidad de los tipos de cambio y de los precios de los activos.<sup>24</sup> Incluso, en el caso de derivados complejos, como las opciones, debe exigirse un capital en función de todas las dimensiones existentes de riesgo.<sup>25</sup>

Un nivel de capital adecuado constituye un "colchón" para enfrentar posibles pérdidas y permite evitar el azar y/o riesgo moral. En la actualidad el requisito de adecuación de capital de Basilea para los bancos, de 8%, constituye un estándar relativamente frecuente en el ámbito internacional. Sin embargo dicho estándar debe entenderse como un mínimo. En particular, dada la mayor volatilidad de las economías latinoamericanas y la vulnerabilidad de sus sistemas financieros, la banca que participa en el proceso de integración financiera debiera contar con un indicador de adecuación de capital de al menos 10%.

---

<sup>24</sup> Cabe recordar que el Comité de Basilea para la Supervisión Bancaria ha publicado un documento llamado "Core Principles for Effective Banking Supervision", que describe veinticinco principios fundamentales para una efectiva supervisión bancaria. Esos principios han sido desarrollados por los países pertenecientes al G-10, en colaboración con autoridades supervisoras de quince países emergentes, entre los que se cuentan a Brasil, Chile y México. Este documento constituye un marco de referencia clave para ser aplicado por parte de todos los supervisores en el mundo y para todos los bancos, cualquiera sea su jurisdicción.

<sup>25</sup> La mayor competencia entre bancos e instituciones financieras de otra índole, y el creciente grado de sofisticación de nuevos productos bancarios como los derivados, hace imprescindible que se lleve a cabo un manejo profesional de los riesgos bancarios, tanto por parte de los bancos como de los supervisores.

Estas mayores exigencias de capital no deben motivar diferencias en los ponderadores de riesgo de activos bancarios en los países de la región, pues esto constituiría una manipulación que permitiría indirectamente alterar las exigencias de capital. En la actualidad los requerimientos de capital en Argentina se calculan en función de los activos de riesgo, incluyendo los riesgos de mercado, en Brasil se exige un patrimonio líquido compatible con el grado de riesgo de la estructura de los activos, mientras que en Chile se exige un requerimiento mínimo de adecuación patrimonial de Basilea de un 8%, con incentivos de mayores oportunidades de negocios, tanto locales como internacionales, para bancos que cuenten con un indicador de al menos 10%.

La regulación también debiera limitar la concentración de activos y las operaciones con partes relacionadas, de manera de incrementar la diversificación y limitar los conflictos de interés. Los préstamos relacionados debieran estar sujetos a límites estrictos, a reglas de deducción del capital o a requerimientos de colateralización de dichos préstamos. En todo caso, los requisitos y las condiciones de dichos créditos deben definirse con base no solo en los determinantes de mercado vigentes, sino además en los de sus fundamentales de mediano y largo plazo.

Adicionalmente, los bancos por lo general están expuestos a un proceso de transformación de plazos que los convierte en instituciones relativamente ilíquidas. Los requerimientos de encaje permiten proteger el sistema de pagos e inducir a que los bancos mantengan una conducta prudente ante posibles retiros de depósitos. En Argentina se exige un encaje de 18% por los depósitos a la vista y por los de plazo residual de hasta 3 meses, porcentaje que se reduce gradualmente hasta llegar a cero para operaciones de más de 1 año. En Brasil los depósitos a la vista tienen un encaje de 75%, los depósitos a plazo de 20% y los depósitos de ahorro de 15%. En Chile, los depósitos a la vista en moneda nacional tienen un encaje de 9%, los depósitos, captaciones y otras obligaciones a plazo tienen un encaje de 3,6%, excepto las obligaciones de más de un año plazo, que no están afectas a encaje. Además, toda captación u obligación en moneda extranjera está sujeta a un requerimiento de liquidez adicional de 10%. En todo caso, entre los elementos que deben ser considerados para un manejo solvente y eficiente de la liquidez se incluyen buenos sistemas de información, análisis de los requerimientos netos de fondos bajo distintos escenarios y la diversificación de las fuentes de financiamiento.

Por su parte, la institucionalidad que rige a los sistemas de pagos debe minimizar los espacios de riesgo de contraparte que puedan impactar negativamente el patrimonio público. En particular, un sistema de pagos eficiente debiera eliminar todo riesgo de crédito para el Banco Central. Los pagos debieran realizarse contra una verificación instantánea de la existencia de fondos en las cuentas corrientes depositadas en los bancos y en el Banco Central.

Los bancos por lo general mantienen una combinación de activos de mercado y otros, como las colocaciones, que no poseen un mercado líquido. Para efectos de dar incentivos a la autorregulación y a la transparencia, los activos debieran ser valorados a precios de mercado. Las colocaciones debieran ser evaluadas de acuerdo a la expectativa de repago de los créditos, por medio de exigencias de provisiones, estructuradas sobre la base de la

generación esperada de flujos por parte del deudor, y de la calidad de las garantías<sup>26</sup>. Las frecuentes valorizaciones de los activos de un banco a precios de mercado, las periódicas clasificaciones de riesgo de los pasivos que estos emiten, la entrega de estados contables mensuales y el chequeo de la calidad y precisión de la información contable por parte de los auditores externos permiten la entrega transparente de información al mercado, lo que constituye un elemento clave para la autorregulación. La presencia de clasificadores y auditores externos internacionales en los diferentes países debería facilitar la homogeneización de la información, estimulando por ende el avance de la integración financiera en la región.

El proceso de otorgamiento de licencias, por su parte, debe lograr un delicado equilibrio entre ni ser demasiado generoso, lo que puede crear problemas de gestión y solvencia, ni demasiado restrictivo, lo que puede desestimular una adecuada competencia en el sector. En todo caso, dicho proceso debe ser selectivo, aunque con algunas reglas impersonales y con ciertas barreras a la entrada. En particular, se debe evitar episodios de competencia destructiva y selección adversa de nuevos dueños de bancos. Lo anterior supone tener internalizado el hecho de que los costos de entrada y de salida del sistema bancario son claramente diferentes. Como es sabido, la salida del mercado de un banco puede generar externalidades negativas y ser excesivamente costosa.

Por lo general no existe plena libertad de acceso a los mercados bancarios, tanto por consideraciones microeconómicas, para evitar la selección adversa de propietarios, como por razones de índole macroeconómica, debido a que en un mercado bancario en que compite un número apreciable de entidades puede tender a generarse una situación de insolvencia generalizada, con sus consecuentes problemas sistémicos. Así por ejemplo, en Chile, las nuevas licencias bancarias han estado de facto cerradas desde 1990, mientras que en Uruguay las nuevas licencias se encuentran limitadas a no más del 10% de la cantidad de bancos existentes a fines del año anterior. Incluso en algunos países persisten restricciones a la propiedad de inversionistas extranjeros. Ejemplos de lo anterior se dan en Brasil y México. En Brasil las participaciones extranjeras requieren autorización previa, mediante decreto presidencial, y el número de sucursales de bancos extranjeros se encuentra de facto limitado a la cantidad existente actualmente. En México, los inversionistas extranjeros pueden poseer hasta un 30% del capital de los bancos, restricción que se relaja de manera gradual para los países signatarios del Nafta.

El giro de los bancos también debe mantenerse acotado, de manera de reducir la extensión de la red de seguridad y limitar el riesgo derivado de nuevas actividades.

En relación con el monitoreo de los supervisores, la experiencia indica que se debe combinar informes del tipo Camel, que describen la adecuación de capital con relación a

---

<sup>26</sup> Sin embargo, en ciertas circunstancias, típicamente en la fase expansiva del ciclo económico o cuando algunos precios clave, como el tipo de cambio, están desalineados respecto de sus determinantes fundamentales, el mercado puede entregar información "distorsionada", tanto directamente como en relación, por ejemplo, con la valorización de las garantías. Una manera de atenuar este problema es exigiendo un porcentaje mínimo de capital propio en el financiamiento de un proyecto de inversión y/o para la adquisición de un activo.

los riesgos emprendidos, la calidad de los activos y de la gestión, y la estructura de ingresos y de liquidez, con la supervisión in-situ, que permite tener claridad respecto de la calidad del portafolio, de la capacidad de gestión de las instituciones y de la calidad de los sistemas internos de control.

En la medida que los grupos bancarios empiecen a tener nuevas actividades financieras, tanto en el plano interno como en el externo, se hace cada vez más indispensable la supervisión consolidada, que permita una visión global de los riesgos emprendidos. Dicha supervisión limita los riesgos de contagio provenientes de posiciones intragrupo, de posiciones comunes significativas del grupo, de contagio psicológico y del posible doble apalancamiento del capital. En efecto, los préstamos a otras actividades relacionadas del grupo, el uso del capital con el propósito de multiplicar los negocios y el endeudamiento del grupo, así como el riesgo de concentrar préstamos y activos por parte de varias de las empresas componentes del grupo en determinadas actividades, incrementan el riesgo y la vulnerabilidad de un banco perteneciente a dicho grupo.

Adicionalmente, si el mercado percibe al conglomerado como a un todo, entonces las separaciones entre los negocios son ilusorias y se hace no solo necesario sino que urgente la vigencia de la supervisión consolidada. En esos casos una regulación de tipo funcional es insuficiente, pues el riesgo del conglomerado es mayor a la sumatoria de los riesgos de las entidades que lo componen, debido al riesgo sistémico envuelto.<sup>27</sup> La inexistencia de supervisión consolidada en el caso de la banca offshore vinculada a los sistemas bancarios de Ecuador y Venezuela ha sido una de las principales causas de las recientes crisis bancarias de dichos países.

Complementando lo anterior, en casos de problemas con algunos bancos, las regulaciones nacionales debieran considerar la existencia de una red de seguridad que contenga ciertos instrumentos, obviamente acotados (para reducir el azar moral), tales como garantías a los depósitos a la vista, así como créditos de liquidez a la banca, de modo de asegurar algún grado de estabilidad en el sistema financiero. Esquemas de este tipo pueden, sin embargo, aumentar el riesgo de una conducta imprudente por parte de los bancos. Para limitar este problema se puede proceder a entregar un seguro de cobertura parcial y cuya prima sea tarifada en función del riesgo incurrido, y en cuanto a los créditos de liquidez, otorgarlos contra un colateral de muy bajo riesgo.

Además, la regulación debe proveer un marco de acciones correctivas para el caso de bancos subcapitalizados, que permitan la capitalización preventiva por parte de los accionistas y/o de los acreedores, de manera de minimizar los escenarios de quiebra. En casos extremos, en los que una entidad bancaria no es financieramente viable, el supervisor puede y debe estimular fusiones o la toma de control por parte de otro banco. Por último, la autoridad debe tener la facultad de poder clausurar un banco insolvente con el objeto de

---

<sup>27</sup> La creciente interrelación entre la banca, los seguros, los fondos de pensiones y el mercado de valores requiere de un esquema de supervisión de tipo consolidado que enfrente adecuadamente un desafío institucional mayor, cual es coordinar las distintas entidades supervisoras del sistema financiero.

proteger la estabilidad de todo el resto del sistema financiero<sup>28</sup>. El principio debe ser que, al igual que con las ganancias, las pérdidas sean incurridas por el sector privado, al menos por los accionistas antiguos y, en alguna medida, por los acreedores y depositantes. Incluso, en casos de quiebras fraudulentas, los propietarios debieran responder con su patrimonio personal. Lo anterior minimiza situaciones de riesgo moral.

En síntesis, estimamos necesario que los países de la región compartan los principios de regulación recién anotados. Sin embargo, dadas las grandes diferencias existentes en la institucionalidad, organización de la industria financiera y bancaria, así como en las condiciones iniciales coyunturales que enfrenta dicha industria en los distintos países de América Latina, no visualizamos como factible armonizar las reglas más específicas. En efecto, es muy difícil que haya plena armonización en el giro bancario, la estructura bancaria, el tratamiento de sucursales en el exterior y del seguro de depósitos, por dar nada más algunos ejemplos.

En cuanto a la internacionalización de la banca por la vía de los créditos transfronterizos, se requieren elementos de regulación algo distintos de los que se aplican a las colocaciones domésticas. En efecto, si bien en teoría el abrir el espectro de posibilidades de negocios de los bancos, autorizando créditos al exterior, permite diversificar de mejor forma el riesgo, es preciso tener presente que dichas operaciones están expuestas al riesgo-país, al riesgo cambiario y a diferencias nacionales en el tratamiento jurídico, de regulación y de supervisión.

Si bien el riesgo del deudor individual se mide con base en los flujos esperados de repago y en las garantías reales, en el caso de la internacionalización, algún grado de prudencia adicional debiera tenerse en cuenta debido a las mayores dificultades para ejecutar las garantías así como a las posibles divergencias en las monedas a las que están ligados los ingresos del deudor con relación a la denominación del crédito. Adicionalmente se requiere de límites que velen por una diversificación adecuada por país así como del establecimiento de provisiones por riesgo-país que consideren el riesgo político y el riesgo de transferencia involucrado en las operaciones internacionales. Por último, en la actividad bancaria internacional también debe cautelarse los riesgos financieros, en particular los descalses de monedas, plazos y los riesgos de tasas de interés.

En el caso de la instalación física de filiales, sucursales y coligadas de grupos financieros, se requiere de una serie de elementos de regulación, tales como la supervisión consolidada por parte del país de origen, que permitan visualizar el riesgo del holding y de todas las actividades que descuelgan de él. Dicha regulación debe cautelar también la adecuación del capital consolidado de acuerdo a los riesgos emprendidos y a la autorización del país de origen y del receptor; a la vez que asegurar la vigencia de los principios de integridad y solvencia de los propietarios. En particular, los accionistas de los bancos deben comprobar que han tenido una conducta financiera y legal intachable y que son económicamente solventes para emprender actividades bancarias, lo que minimiza la selección adversa de accionistas controladores de un banco y permite un razonable grado de seguridad de una

---

<sup>28</sup> Aquí cabe destacar la importancia de que la legislación y el sistema judicial incorporen eficazmente las peculiaridades de la actividad financiera para resolver casos de crisis y/o quiebras.

administración seria y profesional de dichas instituciones. Además, y también de la mayor importancia, se requiere de acuerdos de supervisión entre los países miembros de un esquema de integración financiera que permitan el intercambio recíproco, fluido y oportuno de información, así como la supervisión in situ de sucursales y filiales por parte de la autoridad del país de origen, de manera de ejercer en forma efectiva la supervisión.<sup>29</sup>

Gran parte de estos principios han sido recogidos por el Grupo de los 10 (G-10) en el marco del Comité de Basilea para supervisión bancaria.<sup>30</sup>

Adicionalmente, deben considerarse aspectos relacionados con la tributación, los controles de cambios y la protección de las inversiones. Particular cuidado debe tenerse con los "paraísos tributarios", los que en general no ejercen mayor supervisión y en los que no solo suelen realizarse actividades bancarias prohibidas sino que, por lo habitual, se eluden las regulaciones domésticas. Evidentemente debe intentar evitarse los arbitrajes regulatorios asociados a dicho tipo de situaciones. En ese sentido, los acuerdos en el ámbito internacional deben ser lo suficientemente amplios en materia de cobertura de países de manera de impedir una competencia regulatoria con los países que no comparten estos principios, ya que en caso contrario se estaría permitiendo una situación potencialmente explosiva para la estabilidad y solvencia de los sistemas bancarios de los países miembros.

## **VIII. Resumen y Conclusiones**

La globalización es una de las tendencias que marca el desarrollo de las economías del mundo en el último tiempo. América Latina no ha estado ausente de dicho fenómeno, sobre todo en vista de las reformas de sus instituciones y estructuras, así como de la apertura económica en las que con mayor o menor fuerza se ha embarcado. En particular, la región se ha insertado con decisión en los mercados de capitales mundiales, a través de su mayor participación en las corrientes de inversión extranjera directa y en la colocación de acciones y de bonos en los mercados financieros internacionales.

En materia de integración económica, pese a los avances, América Latina está claramente a la zaga de Europa. La exitosa experiencia europea enseña que los cambios vinculados a los procesos de integración financiera sólo se presentan gradualmente y con posterioridad a la integración comercial. Más específicamente, el caso de Europa muestra que la integración económica es un proceso en el que se debe avanzar secuencialmente, en el ámbito comercial primero, luego en el financiero y culminar, en la etapa más avanzada de la integración, con la unión monetaria.

La creación de la Unión Monetaria Europea, unida a los acuerdos de varios países y esquemas de integración subregionales de América Latina con la Unión Europea, así como la creciente participación de países de la región en las actividades de la OECD y del Banco

---

<sup>29</sup> Lógicamente que el intercambio de información debiera superar el obstáculo que representa la normativa sobre secreto bancario existente en cada uno de los países.

<sup>30</sup> Véase nota a pie # 27.

Internacional de Pagos de Basilea (BIS) representan una excelente oportunidad para que América Latina se interiorice sobre aspectos institucionales, jurídicos, normativos, regulatorios y económicos de la integración financiera europea.

Un elemento consustancial a un proceso de integración financiera lo constituye la vigencia y sustentabilidad de los equilibrios macroeconómicos básicos. Ellos son una condición necesaria para fortalecer los sistemas financieros domésticos y para dar un marco de estabilidad mínima, en particular en lo referido al riesgo-país y al cambiario, requerida para llevar a cabo un intercambio internacional eficiente de activos y servicios financieros. Lo anterior no exige una coordinación de políticas pero sí un fuerte y real compromiso con el logro y la mantención de la estabilidad macroeconómica por parte de los países miembros de un esquema de integración. Como mínimo, parece deseable y conveniente que dichos países avancen en el intercambio ordenado, oportuno y frecuente de información macroeconómica. Un organismo regional o subregional podría hacer el seguimiento y publicar en forma periódica la información acordada, de manera que los países y los propios bancos puedan usarla en sus decisiones de internacionalización.

Otro elemento previo a la integración financiera es la liberalización financiera doméstica, la que necesariamente debe ir acompañada de una rigurosa y eficiente supervisión y regulación bancaria.

Para avanzar hacia una mayor integración financiera es fundamental que haya un intercambio recíproco de información, fluida y oportuna entre los supervisores de los países de la región. Además, debe compartirse los principios básicos de regulación prudencial y de supervisión adoptados por el Comité de Basilea para la Supervisión Bancaria. Aquí destacan, entre otros, una adecuada base de capital y la existencia de supervisión consolidada. Sin embargo, dadas las diferencias existentes en la institucionalidad, organización, así como en las condiciones iniciales coyunturales que enfrenta el sector financiero de los distintos países de América Latina, no parece realista pretender armonizar la normativa financiera y bancaria más específica. Cabe señalar que el intercambio de información entre las autoridades, así como el cumplimiento de los mencionados principios por parte de los sistemas bancarios nacionales son imprescindibles para hacer viable primero, y reforzar luego, la integración financiera en la región.

En el análisis en torno a la factibilidad, velocidad y profundización del proceso de integración financiera en América Latina, es necesario considerar las diferencias que existen en variables tales como el ingreso per cápita, riesgo-país, la profundización financiera, el nivel de bancarización y la modalidad y calidad de la supervisión de los países. Adicionalmente, el estímulo y la fuerza de la integración financiera también dependerán de las condiciones iniciales en que se encuentran los distintos países. Por ejemplo, la modalidad y rapidez de la integración financiera no debieran ser indiferentes a situaciones tales como un problema de sobreendeudamiento externo o un sistema bancario frágil o en bancarrota de un determinado país. Este tipo de consideraciones han jugado y juegan un rol de la mayor importancia para explicar el escaso desarrollo de la integración financiera en América Latina.

Lo que se observa actualmente es un cierto avance de una "integración financiera no institucionalizada" en la región. En efecto, en los años noventa se ha dado un significativo intercambio de flujos de capitales intraregional, con particular intensidad en el ámbito de la inversión real. Dichos flujos se han estimulado por las reformas estructurales y de apertura, así como por las privatizaciones en las que se han embarcado en la última década la mayor parte de los países de América Latina. Aquí destaca la inversión directa, que incluye tanto en el origen como en el destino a empresas e instituciones de los mercados de capitales, tales como bancos y fondos de pensiones, desde y hacia países de la región. Cabe observar que en la mayoría de los casos este proceso se ha materializado a través de los dueños, sean éstos personas naturales o conglomerados, y no a través de las propias instituciones financieras, debido a restricciones legales y/o a la inexistencia de supervisión consolidada. Asimismo, recientemente se ha observado un renovado y dinámico interés de parte de la banca extraregional, particularmente de la española, por adquirir empresas de los mercados de capitales nacionales y participar activamente en los mercados financieros y bancarios de la región.

De otro lado, en forma creciente un mayor número de países y empresas financieras y no financieras de la región están colocando instrumentos financieros, tales como acciones (ADR en los EE.UU., por ejemplo), bonos y bonos convertibles en acciones, en los mercados de capitales internacionales. Este tipo de desarrollos se está comenzando a dar dentro de la región, los cuales, para generalizarse y profundizarse requieren de reformas de naturaleza institucional, tributaria, y legal, así como de homogeneización de la información contable relevante.

Hasta ahora la internacionalización financiera de la región ha procedido fundamentalmente por la vía de la apertura unilateral, a pesar de iniciativas como el Nafta y el Mercosur y de cierta tendencia mundial hacia la conformación de grandes bloques comerciales de países. La integración de los servicios bancarios en los distintos países de América Latina se encuentra poco desarrollada como consecuencia, principalmente, de altos y diferenciados riesgos soberanos y cambiarios, muy distinta situación de solvencia de los sistemas bancarios nacionales e insuficiente conocimiento y coordinación de la regulación y supervisión financiera en general y bancaria en particular entre los países de la región. Un avance concreto en el proceso de integración financiera podría darse si los países permiten y facilitan el acceso recíproco a sus mercados, a través del derecho de establecimiento, de instituciones bancarias extranjeras, sujeto al principio de trato nacional.

Sin embargo, no puede desconocerse que incluso los esquemas de integración comercial en América Latina se han encontrado con tropiezos, por lo que no parece realista pensar en que se perfeccione un proceso de integración financiero-bancario de carácter regional en el futuro previsible. Ello no significa que no deba continuar avanzándose en las reformas institucionales, legales y regulatorias necesarias para el logro de dicho objetivo. América Latina presenta un panorama bastante optimista en cuanto a su probable evolución económica, ya que en el mediano plazo debiera continuar el dinamismo de la actividad y del comercio exterior, acentuarse el control sobre la inflación y consolidarse las reformas económicas. Además, el bajo grado de bancarización relativo de la región, las altas

rentabilidades que registra el sector financiero y las crecientes oportunidades de negocios regionales constituyen buenas opciones que favorecen la perspectiva de la integración financiera regional.

Por último, independientemente de los avances en el proceso de integración financiera, la región debe seguir adelante con los procesos nacionales de estabilización y de reformas estructurales, orientados a dar solidez y sustentabilidad en el tiempo al desarrollo de sus economías. La responsabilidad en el manejo macroeconómico doméstico, la promoción del ahorro interno, y un cuidado por incrementar y financiar adecuadamente la formación de capital son condiciones ineludibles para el desarrollo económico y financiero de América Latina.

### Referencias Bibliográficas

Agell, J., L. Calmfors y G. Jonsson, “ Fiscal Policy when Monetary Policy is tied to the Mast”, *European Economic Review* 40, 1996, pp. 1413-1440.

Bayoumi, T. y B. Eichengreen, “ Monetary and Exchange Rate Arrangements for NAFTA”, *Journal of Development Economics* 43 (1994), pp. 125-165.

Bayoumi, T. y B. Eichengreen, “ One Money or Many: Analyzing the Prospects for Monetary Unification in Various Parts of the World”, *Princeton Studies in International Finance*, 1994, No 76.

Cohen, D. y C. Wyplosz, “ The European Monetary Union: An Agnostic Evaluation”, en Cap. 8 de *Macroeconomic Policies in an Interdependent World*, R. Bryant, D. Currie, J. Frenkel, P. Masson y R. Portes eds., The Brookings Institution, Centre for Economic Policy Research, International Monetary Fund, 1989, pp 311-337.

Connoly, B., “ Hard Core, Soft Currency”, *The International Economy*, Julio/ Agosto 1996, No 44.

Cooper, R. , “Economic Interdependence and Coordination of Economic Policies”, en *Handbook of International Economics Vol. 2*, R. W. Jones y P. B. Kenen eds., Amsterdam, North Holland 1985.

Currie, D., G. Holtham y A. Hughes Hallet, “The Theory and Practice of International Policy Coordination: Does Coordination Pay?”, en Cap. 1 de *Macroeconomic Policies in an Interdependent World*, R. Bryant, D. Currie, J. Frenkel, P. Masson y R. Portes eds., The Brookings Institution, Centre for Economic Policy Research, International Monetary Fund, 1989, pp 14-46.

Giambiagi, F.. “ Coordinación de Políticas Macroeconómicas: Notas para la Profundización de la Integración de los Países del Mercosur”, Documento presentado en Seminario de la CEPAL, Enero de 1998.

Giavazzi, F., "The Exchange Rate Question in Europe", en Cap. 7 de Macroeconomic Policies in an Interdependent World, R. Bryant, D. Currie, J. Frenkel, P. Masson y R. Portes eds., The Brookings Institution, Centre for Economic Policy Research, International Monetary Fund, 1989, pp 283-308.

Madley, R., "Keeping Monetary Union on Track", Foreign Affairs, Noviembre/ Diciembre 1996, Vol 75, No 6.

Obstfeld, M., "Europe's Gamble", Brookings Papers on Economic Activity, 2: 1997, pp 241-317.

Villamizar, H. y M. Pareja, "Armonización de Políticas Macroeconómicas en la Comunidad Andina: Una Primera Aproximación", Mimeo, Febrero de 1998.

Zahler, R. y C. Budnevich, "The Integration of Financial Services in Latin America", en Annual World Bank Conference on Development in Latin America and the Caribbean 1997, *Trade: Towards Open Regionalism* (editado por S.J. Burki, G. Perry y S. Calvo). Páginas 213 - 227. Banco Mundial, Washington, DC. EEUU. 1998.

Zahler, R., "La Unión Monetaria Europea y la Creación del Euro: Relevancia e Impacto en América Latina", Separata, Integración y Comercio, Banco Interamericano de Desarrollo, Instituto para la Integración de América Latina y el Caribe, Año 1, Número 2, Mayo-Agosto 1997.

## CRITERIOS DE CONVERGENCIA

### CUADRO 1. TASA DE INFLACIÓN (dic/dic)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Argentina	1343.9	84	17.5	7.4	3.9	1.6	0.1	0.3
Bolivia	18	14.5	10.4	9.3	8.5	12.6	7.95	3.8
Brasil	1585.4	475.8	1172	2497.6	929.3	22	9.1	4.8
Chile	27.3	18.7	12.7	12.2	8.9	8.2	6.6	6
Paraguay	44	11.8	17.8	20.4	18.3	10.5	8.2	5.4
Uruguay	129	81.5	58.9	52.9	44.1	35.4	24.3	15.7

Fuente: Cepal

### CUADRO 2. DÉFICIT PÚBLICO/PIB (%)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Argentina	-5.1	-1.6	-0.1	1.4	-0.2	-0.5	-1.7	-1.4
Bolivia	3.9	-4.3	-4.4	-6.1	-3	-2	-1.9	-3
Brasil	1.2	-0.2	-1.8	-0.8	1.1	-4.9	-3.9	-3
Chile	1.5	1.5	2.2	1.9	1.7	2.5	2.2	1.2
Paraguay	2.9	0.8	-1.4	-0.7	1	-0.3	-0.8	-1.5
Uruguay	-0.1	1.3	1.5	-0.8	-2.5	-1.3	-1.2	-1.5

Fuente: Cepal

### CUADRO 3. DEUDA INTERNA PÚBLICA/PIB (%)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Argentina	-	0.0	3.0	4.5	6.6	10.4	11.7
Bolivia	-	-	-	-	-	-	-
Brasil	-	12.2	16.7	17.4	20.0	24.5	28.7
Chile	-	-	21.7	22.8	23.1	22.0	23.4
Paraguay	-	-	-	-	-	-	-
Uruguay	-0.1	0.3	0.3	0.7	1.6	0.0	0

Fuente: Cepal, sobre la base de cifras oficiales

**CUADRO 4. TIPO DE CAMBIO NOMINAL (variación en 24 meses, dic. a dic.)**

	1992	1993	1994	1995	1996	1997
<b>Argentina</b>	25.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>Bolivia</b>	20.59	18.42	14.63	11.11	10.64	-
<b>Brasil</b>	4962.50	28925.71	20887.65	852.85	22.04	15.04
<b>Chile</b>	13.49	14.47	5.79	-3.92	5.02	7.16
<b>Paraguay</b>	-	-	-	-	-	-
<b>Uruguay</b>	118.75	83.33	60.00	59.09	55.36	42.86

Fuente: Bancos Centrales de cada país, CEPAL

**CUADRO 5. TASA DE INTERÉS REAL PASIVAS (Anualizadas)**

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
<b>Argentina</b>	-25.2	-10.4	-3.8	3.4	4.3	10.6	7.6
<b>Bolivia</b>	5.3	8.4	11.9	11.9	9.2	5.6	9.4
<b>Brasil</b>	3.3	34.7	31.9	23.0	26.0	24.8	16.5
<b>Chile</b>	10.4	3.1	5.0	5.3	5.7	5.1	6.4
<b>Paraguay</b>	13.4	23.9	16.7	3.2	5.3	11.5	9.8
<b>Uruguay</b>	-13.1	-3.1	-2.9	-8.7	-4.9	2.2	3.1

Notas: Las tasas son bancarias y de corto plazo, cada país tiene un plazo distinto pero en general son 30 días.

Fuente: CEPAL

**CUADRO 6. CUENTA CORRENTE/PIB (%)**

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
<b>Argentina</b>	3.7	0.2	-2.4	-2.9	-3.5	-0.9	-1.3	-3.0
<b>Bolivia</b>	-4.0	-4.9	-7.4	-7.2	-1.3	-4.4	-3.7	-7.0
<b>Brasil</b>	-0.8	-0.4	1.6	-0.2	-0.2	-2.6	-3.1	-4.2
<b>Chile</b>	-1.4	0.0	-2.1	-5.6	-3.1	-1.9	-5.5	-5.3
<b>Paraguay</b>	-3.0	-5.4	-9.8	-6.0	-7.8	-5.5	-6.6	-8.2
<b>Uruguay</b>	2.0	0.4	-0.1	-1.8	-2.7	-1.2	-1.6	-1.5

Fuente: Cepal, JP Morgan. Saldo negativo indica déficit.

**CUADRO 7. TIPO DE CAMBIO REAL EFECTIVO DE LAS IMPORTACIONES (índice 1990=100)**

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
<b>Argentina</b>	100.0	71.0	62.8	57.6	57.2	60.7	61.8	60.0
<b>Bolivia</b>	100.0	99.7	104.2	110.4	116.2	118.7	110.9	108.1
<b>Brasil</b>	100.0	131.7	141.2	136.7	137.9	123.6	116.4	115.1
<b>Chile</b>	100.0	99.7	96.2	98.2	94.8	89.0	85.8	80.1
<b>Paraguay</b>	100.0	90.9	96.7	100.2	94.6	93.7	89.7	88.1
<b>Uruguay</b>	100.0	91.4	89.5	79.9	73.2	69.9	69.2	67.8

Fuente: CEPAL, sobre la base de cifras del FMI

## CONDICIONES PARA LA UNIÓN MONETARIA

CUADRO 8. EXPORTACIONES INTRAREGIONAL/EXPORTACIONES TOTALES (%)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Argentina	19.11%	21.55%	25.08%	33.95%	38.28%	14.42%	41.93%
Bolivia	38.14%	30.74%	22.93%	20.77%	18.17%	16.15%	18.34%
Brasil	6.32%	10.25%	14.45%	17.89%	16.94%	16.94%	18.63%
Chile	8.45%	9.76%	11.28%	13.30%	13.09%	11.99%	12.78%
Paraguay	38.85%	39.02%	41.67%	43.23%	56.43%	55.20%	61.08%
Uruguay	35.43%	36.65%	36.85%	44.82%	49.16%	48.89%	49.98%

Fuente: CEPAL

CUADRO 9. IMPORTACIONES INTRAREGIONAL/IMPORTACIONES TOTALES (%)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Argentina	30.01%	26.84%	30.54%	29.94%	26.77%	26.10%	27.42%
Bolivia	40.86%	32.60%	30.69%	31.45%	32.39%	28.66%	26.85%
Brasil	13.23%	12.78%	13.35%	14.25%	15.71%	16.05%	17.25%
Chile	15.75%	17.58%	18.17%	16.47%	18.08%	17.61%	16.43%
Paraguay	32.19%	32.75%	39.98%	40.39%	45.10%	44.62%	47.21%
Uruguay	42.52%	44.01%	43.13%	49.87%	50.81%	36.17%	36.05%

Fuente: CEPAL

CUADRO 10. DEUDA EXTERNA/PIB (menos reserva internacional)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Argentina	44.5	27.7	21.5	22.0	23.1	27.0	27.4
Bolivia	72.0	65.1	65.5	62.0	63.0	55.4	44.2
Brasil	25.8	29.4	30.1	27.2	20.4	15.6	15.5
Chile	41.2	29.9	22.9	22.0	17.0	11.3	12.4
Paraguay	17.8	11.2	8.8	8.5	2.9	3.4	4.8
Uruguay	43.0	38.1	31.8	25.6	24.6	22.9	21.7

Fuente: Cepal, J.P. Morgan

**CUADRO 11. RELACIÓN DE PRECIOS DE INTERCAMBIO DE BIENES FOB/FOB (índices 1990=100)**

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Argentina	100.0	101.7	109.0	109.4	108.3	109.4	119.0
Bolivia	100.0	92.6	70.4	71.2	84.1	74.7	66.9
Brasil	100.0	104.9	103.7	107.3	113.8	113.8	111.8
Chile	100.0	102.3	101.3	92.2	101.7	115.2	95.5
Paraguay	100.0	99.5	98.6	103.5	108.1	111.1	109.8
Uruguay	100.0	99.6	104.3	94.3	95.3	95.2	94.1

Fuente: CEPAL

**CUADRO 12. TASA DE CRECIMIENTO DEL PIB (a/a %)**

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Argentina	-1.4	10.0	9.5	5.7	7.5	-5.0	3.5
Bolivia	4.6	5.3	1.6	4.3	4.6	3.8	3.9
Brasil	-4.7	0.1	-1.1	4.5	5.8	3.9	3.1
Chile	3.3	7.1	10.5	6.0	4.1	8.2	7.2
Paraguay	3.0	2.4	1.6	4.1	2.9	4.5	1.0
Uruguay	0.6	3.2	7.8	3.3	6.4	-2.3	4.8

Fuente: Cepal

**CUADRO 13. TASA DE DESEMPLEO ABIERTA (%)**

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Argentina	7.4	6.5	7.0	9.6	11.4	17.5	17.2
Bolivia	7.3	5.8	5.4	5.8	3.1	3.6	4.2
Brasil	4.5	4.8	4.8	5.4	5.1	4.6	5.5
Chile	7.8	8.2	6.7	6.5	7.8	7.4	6.5
Paraguay	6.6	5.1	5.3	5.1	4.4	5.3	8.3
Uruguay	9.2	8.9	9.0	8.4	9.2	10.8	12.4

Fuente: CEPAL, sobre la base de cifras oficiales

**CUADRO 14. INGRESOS TRIBUTARIOS DEL GOBIERNO CENTRAL (% del PIB)**

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
<b>Argentina</b>							
Ingresos tributados netos de CSS	8.4	11.0	11.4	11.1	11.0	11.1	11.1
Contribuciones a la seguridad social	3.6	4.1	4.8	5.0	4.8	4.2	3.6
<b>Bolivia</b>							
Ingresos tributados netos de CSS	14.6	15.5	15.7	16.5	16.9	17.1	17.4
Contribuciones a la seguridad social	1.1	1.2	1.2	1.1	1.0	-	-
<b>Brasil</b>							
Ingresos tributados netos de CSS	21.5	19.1	18.3	17.7	20.7	21.0	-
Contribuciones a la seguridad social	8.8	7.5	7.6	8.1	8.1	7.9	-
<b>Chile</b>							
Ingresos tributados netos de CSS	14.5	16.7	16.9	17.6	17.1	16.5	17.8
Contribuciones a la seguridad social	1.7	1.6	1.6	1.5	1.4	1.3	1.4
<b>Paraguay</b>							
Ingresos tributados netos de CSS	9.0	8.7	8.7	8.5	9.8	11.2	10.6
Contribuciones a la seguridad social	0.5	0.6	0.7	0.9	0.9	1.0	1.1
<b>Uruguay</b>							
Ingresos tributados netos de CSS	16.1	16.0	16.6	16.1	14.2	15.9	16.1
Contribuciones a la seguridad social	8.2	9.1	9.1	8.7	8.5	8.4	7.7

Fuente: CEPAL, sobre la base de cifras oficiales

**CUADRO 15. BASE MONETARIA/PIB (%)**

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
<b>Argentina</b>	5.28	4.33	4.86	5.82	5.78	4.93	4.73
<b>Bolivia</b>	8.91	9.55	8.97	10.45	9.67	9.83	9.73
<b>Brasil</b>	7.92	12.45	8.11	11.40	10.35	6.25	6.37
<b>Chile</b>	4.12	4.74	4.25	4.22	4.01	4.02	4.22
<b>Paraguay</b>	12.88	10.80	12.39	11.86	12.06	12.18	11.21
<b>Uruguay</b>	7.62	19.00	16.41	15.20	13.38	12.77	12.61

Fuente: FMI, JP Morgan, Banco Central de Chile.

## INDICADORES FINANCIEROS

### CUADRO 16. INDICADORES DEL SISTEMA BANCARIO EN AMÉRICA LATINA

	Participación	
	Bancaria en Intermediación% (*)	Concentración Bancaria (**)
<b>Argentina</b>	98	37,6
<b>Brasil</b>	97	54,9
<b>Chile</b>	62	62,1
<b>Colombia</b>	86	24,5
<b>México</b>	87	61,9
<b>Venezuela</b>	92	57,2

Notas: (\*) BIS (1996). Datos para 1994.

(\*\*) BIS (1996), % del crédito de los cinco mayores bancos. Sólo se incluyen las entidades con una cartera crediticia superior a los mil millones de dólares. Datos para 1994.

(\*\*\*) Salomon Brothers. Datos de 1996.

Fuentes: BIS y Salomon Brothers

**CUADRO 17. PRODUCTO NACIONAL BRUTO PER CAPITA (1993 en US\$)**

<b>AMÉRICA LATINA</b>	<b>COMUNIDAD EUROPEA</b>
Argentina	Alemania
Bolivia	Austria
Brasil	Belgica
Chile	Dinamarca
Colombia	España
Costa Rica	Finlandia
Ecuador	Francia
El Salvador	Grecia
Guatemala	Holanda
Guyana	Italia
Honduras	Inglaterra
Mexico	Irlanda
Nicaragua	Luxemburgo
Panama	Portugal
Paraguay	Suecia
Peru	
Rep.Dominic.	
Uruguay	
Venezuela	
7220	23560
760	23510
2930	21650
3170	26730
1400	13590
2150	19300
1200	22490
1320	7390
1100	20950
350	19840
600	18060
3610	13000
340	37320
2600	9130
1510	24740
1490	
1230	
3830	
2840	

<b>AMÉRICA LATINA</b>	<b>COMUNIDAD EUROPEA</b>
Desv. Std.	Desv. Std.
Promedio	Promedio
Coef. Var.	Coef. Var.
MAX/MIN	MAX/MIN
1645,01	7435,40
2086,84	20084,00
0,79	0,37
21,24	5,05

Fuente: Banco Mundial, World Tables 1995.

**CUADRO 18. SPREADS EN BONOS EMITIDOS EN US\$ (\*)**  
(Puntos Base)

	1996	1997 (**)	Clasificaciones de Riesgo País (***)
<b>ARGENTINA</b>			BB
Empresas	474,30	280,80	
Bancos	-	283,00	
<b>BRASIL</b>			B+
Empresas	403,95	292,50	
Bancos	332,80	216,00	
<b>CHILE</b>			A-
Empresas	85,80	103,30	
Bancos	-	-	
<b>MEXICO</b>			BB
Empresas	455,40	362,50	
Bancos	414,00	-	

Notas: (\*) Se refiere al diferencial entre las tasas de rendimiento del bono emitido y el bono del tesoro de Estados Unidos correspondiente.

(\*\*) Información hasta abril de 1997.

(\*\*\*) Clasificaciones internacionales de riesgo país de mayo 1997 en moneda extranjera, a largo plazo.

Fuentes: Bloomberg, Cruz Blanca, y Standard & Poors.

CUADRO 19. INDICADORES DE BANCARIZACIÓN (%)

	M1/PIB	M2/PIB	Crédito Interno/PIB	Depósitos Vista/PIB
<b>ARGENTINA</b>				
1994	5,8	13,2	24,2	1,8
1995	5,9	12,6	25,6	2,0
<b>BRASIL</b>				
1994	6,8	31,5	55,1	3,5
1995	4,9	24,3	38,0	2,1
<b>CHILE</b>				
1994	8,6	28,0	58,7	5,6
1995	8,7	29,2	58,4	5,7
<b>COSTA RICA</b>				
1994	12,4	27,5	23,9	6,6
1995	9,2	23,9	ND	4,1
<b>MEXICO</b>				
1994	10,2	19,4	51,5	6,4
1995	8,4	23,0	47,5	4,8
<b>PERU</b>				
1994	5,1	12,5	9,4	2,9
1995	5,7	13,2	11,2	3,3

Fuente: Estadísticas del Fondo Monetario Internacional, IFS 1996; excepto (\*).

**CUADRO 20. INDICADORES DE SISTEMAS FINANCIEROS**  
**ARGENTINA (\*\*\*) BRASIL (\*\*)**

INDICADORES	ARGENTINA (***)			BRASIL (**)			CHILE			COLOMBIA			MEXICO			PERÚ		
	1994	1995	1996 (*)	1995	1996	1996	1994	1995	1996	1994	1995	1996	1994	1995	1996 (*)	1994	1995	1996
<b>Spread (%)</b>	5.7	5.8	5.0	8.7	6.9	3.1	3.9	3.4	3.1	8.0	7.5	7.7	5.3	4.9	3.3	6.2	7.5	6.2
<b>Gastos Admin./ Activos (%)</b>	7.2	5.7	5.1	9.2	8.9	2.4	3.0	2.6	2.4	8.9	9.0	8.5	5.6	5.4	4.5	9.2	10.1	5.9
<b>Cartera Vencida/ Colocaciones (%)</b>	13.1	13.5	12.0	10.0	6.8	1.0	1.1	1.0	1.0	5.5	6.3	7.6	7.3	7.0	6.9	8.0	6.9	6.7
<b>Provisiones/ Colocaciones (%)</b>	7.6	7.2	6.7	9.0	7.1	1.7	2.2	1.8	1.7	2.1	2.9	3.2	3.5	5.1	6.4	8.9	5.9	5.7
<b>Activos Líquidos/ Activos (%)</b>	11.5	6.6	6.9	15.6	12.5	8.9	8.7	8.7	8.9	16.3	12.1	9.2	23.3	23.6	23.7	29.4	29.6	30.1
<b>Capital/Activos (%)</b>	16.5	15.2	14.5	8.9	9.4	5.3	5.7	5.5	5.3	13.5	14.3	15.6	5.4	6.8	6.7	9.6	9.2	8.5
<b>Tasa Crecimiento Activos (%)</b>	11.0	20.2	14.8	1.2	9.5	19.1	38.4	22.3	19.1	25.8	23.8	32.2	43.8	22.6	28.6	31.5	35.8	45.8

Notas: (\*) Información a septiembre de 1996.

(\*\*) Indicadores correspondientes a los 17 mayores bancos.

(\*\*\*) Indicadores correspondientes a los 20 mayores bancos, a excepción de la relación "activos líquidos/activos", que es del total del sistema .

Fuente: Salomon Brothers

**Documentos de Trabajo  
Banco Central de Chile**

**Working Papers  
Central Bank of Chile**

NÚMEROS ANTERIORES

PAST ISSUES

La serie de Documentos de Trabajo en versión PDF puede obtenerse gratis en la dirección electrónica: <http://www.bcentral.cl/Estudios/DTBC/doctrab.htm>. Existe la posibilidad de solicitar una copia impresa con un costo de \$500 si es dentro de Chile y US\$12 si es para fuera de Chile. Las solicitudes se pueden hacer por fax: (56-2) 6702231 o a través de correo electrónico: [bcch@condor.bcentral.cl](mailto:bcch@condor.bcentral.cl)

Working Papers in PDF format can be downloaded free of charge from: <http://www.bcentral.cl/Estudios/DTBC/doctrab.htm>. Hard copy versions can be ordered individually for US\$12 per copy (for orders inside Chile the charge is Ch\$500.) Orders can be placed by fax: (56-2) 6702231 or email: [bcch@condor.bcentral.cl](mailto:bcch@condor.bcentral.cl)

- |  |                 |
|--|-----------------|
| DTBC-51<br><b>Determinants of Current Account Deficits in Developing Countries</b><br>César Calderón, Alberto Chong y Norman Loayza  | Noviembre 1999  |
| DTBC-50<br><b>The Effect of Capital Controls on Interest Rate Differentials</b><br>Luis Oscar Herrera y Rodrigo Valdés   | Noviembre 1999  |
| DTBC-49<br><b>Cuenta Corriente y Desvíos Transitorios en Términos de Intercambio y Volúmenes de Exportaciones: Chile 1985-1999</b><br>Jaime Guajardo y Guillermo Le Fort   | Noviembre 1999  |
| DTBC-48<br><b>Do Depositors Punish Banks for “Bad” Behavior?: Examining Market Discipline in Argentina, Chile, and Mexico</b><br>María Soledad Martínez y Sergio Schmukler | Noviembre 1999  |
| DTBC-47<br><b>What Drives Private Saving Across the World?</b><br>Norman Loayza, Klaus Schmidt-Hebbel y Luis Servén  | Noviembre 1999  |
| DTBC-46<br><b>Exchange Rate Volatility and Risk-Premium</b><br>Claudio Soto y Rodrigo Valdés   | Septiembre 1999 |
| DTBC-45<br><b>Private Capital Inflows and the Role of Economic Fundamentals</b><br>Vittorio Corbo y Leonardo Hernández   | Diciembre 1998  |

DTBC-44	Diciembre 1998
<b>Comercio Intraindustrial en Chile</b> Jorge Selaive	
DTBC-43	Diciembre 1998
<b>Macroeconomic Policies, Instability, and Growth in the World</b> Ibrahim Elbadawi y Klaus Schmidt-Hebbel	
DTBC-42	Diciembre 1998
<b>Revenue, Efficiency, and Equity Aspects of Major Taxes in Chile: A Preliminary Assessment</b> Howell Zee	
DTBC-41	Diciembre 1998
<b>Empirical Regularities of Chilean Business Cycles</b> Agnès Belaisch y Claudio Soto	
DTBC-40	Diciembre 1998
<b>Evaluación del Sistema Tributario Chileno y Propuesta de Reforma</b> Pablo Serra	
DTBC-39	Diciembre 1998
<b>El Sistema Impositivo y su Efecto en el Funcionamiento de la Economía: Una Revisión de la Literatura</b> Pablo Serra	
DTBC-38	Diciembre 1998
<b>Productividad y Tipo de Cambio Real en Chile</b> Rodrigo Valdés y Valentín Délano	
DTBC-37	Diciembre 1998
<b>Stabilization, Inertia, and Inflationary Convergence: A Comparative Analysis</b> Sebastian Edwards y Fernando Lefort	
DTBC-36	Diciembre 1998
<b>La Política Monetaria, el Tipo de Cambio Real y el Encaje al Influj de Capitales: Un Modelo Analítico Simple</b> Guillermo Le Fort	
DTBC-35	Abril 1998
<b>The Macroeconomic Consequences of Wage Indexation Revisited</b> Esteban Jadresic	