

## ACUERDOS COMERCIALES, DESACUERDOS CAMBIARIOS

Cuando los países signatarios de acuerdos de integración regional (AIR) adoptan políticas cambiarias divergentes suelen producirse problemas, como ha ocurrido en años recientes con el Mercado Común del Sur (Mercosur). La devaluación del real brasileño de enero de 1999 provocó tensiones en las relaciones entre Argentina y Brasil y dio lugar a distintas situaciones: surgieron presiones y medidas proteccionistas en Argentina, varios empresarios argentinos amenazaron con reubicar sus plantas en Brasil, y en algunos casos lo hicieron, y se produjeron presiones adicionales sobre el peso argentino, lo que contribuyó a la caída de la convertibilidad en diciembre de 2001.

Estos problemas no son exclusivos del Mercosur. Por lo general surgen cuando los países tienen acuerdos comerciales pero desacuerdos cambiarios. Se presentaron problemas similares entre Venezuela y Colombia, e incluso en la Unión Europea (UE) después de la crisis del mecanismo de tipos de cambio (MTC) de 1992. Pero hay una diferencia: en Europa la crisis se produjo a pesar de los intentos de coordinar la política cambiaria entre los países miembros, o quizá porque dichos intentos fueron infructuosos<sup>1</sup>. En cambio, no se hizo nada para coordinar los tipos de cambio en la mayoría de los AIR de las Américas ni en el resto del mundo.

En este capítulo se examinan las circunstancias y los tipos de AIR en cuyo marco pueden suscitarse desacuerdos cambiarios<sup>2</sup>, así como las respuestas de política que pueden ayudar a aliviar esos problemas. Al analizar los problemas potenciales es importante preguntarse si el hecho de formar parte del

mismo AIR entraña algo especial que torna a los desacuerdos cambiarios particularmente nocivos, o si cabe prever problemas similares después de la devaluación de la moneda de socios comerciales que no forman parte del acuerdo. Entre los tipos de problemas que surgen, figuran los siguientes:

- *Mayor proteccionismo y debilitamiento o eliminación de los acuerdos comerciales.* El país que pierde competitividad como resultado de una apreciación del tipo de cambio real en relación con sus socios comerciales puede recurrir a un proteccionismo mayor, pero el hecho de ser miembro de un AIR puede impedirle que incremente sus aranceles dentro del bloque. Como resultado, el país puede aumentar su nivel de protección frente al resto del mundo, lo que provoca desviación de comercio, o puede elevar su protección con respecto a los otros integrantes del bloque, recurriendo a métodos menos transparentes, como medidas *antidumping*, restricciones sanitarias u otras medidas administrativas. Este último curso de acción atenta contra el objetivo de una mayor integración comercial dentro del bloque, objetivo que puede alejarse más aún si el aumento de la protección da lugar a represalias. Por otra parte, los

<sup>1</sup> En el caso de la Comunidad Económica Europea (posteriormente la Unión Europea, UE), existía la inquietud acerca de la coordinación de tipos de cambio ya desde el Tratado de Roma de 1957, que la consideraba asunto de interés común para sus estados miembros (Eichengreen, 1997).

<sup>2</sup> La expresión “desacuerdos cambiarios” se refiere a grandes oscilaciones en los tipos de cambio reales bilaterales.

países también pueden optar por debilitar o abandonar sus acuerdos comerciales.

- *Reducción de los flujos de comercio exterior.*

Los desacuerdos cambiarios pueden provocar una contracción de las exportaciones del país que pierde competitividad frente a su socio comercial. Si el desacuerdo tiene lugar en el contexto de un AIR con un alto nivel de protección frente a otros países, el comercio entre los integrantes puede no reflejar una verdadera ventaja comparativa, y puede ser difícil para el país que pierde competitividad reorientar algunas de sus exportaciones hacia otros mercados. Además, las presiones proteccionistas que se mencionaron previamente pueden contribuir a la disminución de los flujos de comercio exterior.

- *Cambio de destino de las inversiones.* Los AIR pueden desatar una intensa competencia por la localización de las inversiones. La eliminación de las barreras comerciales puede inducir a las empresas a producir en un solo lugar dentro de un bloque y surtir al resto del mercado desde ese lugar, situación que intensifica la competencia por la inversión extranjera directa (IED). En esas condiciones, si se producen fuertes reajustes en los tipos de cambio reales bilaterales, habría consecuencias importantes para la localización de la nueva inversión y, en muchos casos, esto también podría alterar la localización de las inversiones existentes.

- *Crisis cambiarias.* La depreciación de la moneda de uno de los países miembros puede restar credibilidad a los compromisos cambiarios del socio comercial, y pueden suscitarse ataques especulativos sobre esa moneda. Un país puede verse así obligado a abandonar su política cambiaria preferida debido al desacuerdo cambiario. Este problema puede ser particularmente grave en períodos de gran inestabilidad financiera, cuando surgen obstáculos para el acceso a los mercados financieros.

Para estudiar estos problemas, este capítulo se basa en las experiencias de 37 países que son miembros de seis AIR: el Mercosur, el Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN), el Mercado Común Centroamericano (MCCA), la Comunidad Andina (CA), la Asociación de Países del Sudeste Asiático (ASEAN) y la UE. La muestra abarca el período comprendido entre 1989 y 2000 e incluye acuerdos sur-sur, norte-sur y norte-norte. Esto permite

estudiar si los problemas identificados son igualmente pertinentes para todos los tipos de AIR, o si son más pertinentes en unos que en otros, lo que a su vez aporta valiosa información sobre los problemas potenciales y las cuestiones de política para el Área de Libre Comercio de las Américas (ALCA). En general, se encuentra que los desacuerdos cambiarios son más costosos cuando surgen entre integrantes de un mismo AIR, porque tienen un mayor efecto en la balanza de pagos (tanto en los flujos comerciales como de IED) y elevan el riesgo de que se produzcan crisis cambiarias.

## DESACUERDOS CAMBIARIOS Y PROTECCIONISMO

Una de las razones por las cuales los desacuerdos cambiarios pueden perjudicar a los miembros de AIR es que a menudo dan lugar a presiones proteccionistas y, de esa manera, impiden que se concreten las ganancias del comercio. En el contexto de la UE, Eichengreen (1993) sostuvo que este argumento de economía política representa la única razón fundamental para la unificación monetaria tras el Acta Única Europea: “[Si] se ampliasen los reajustes de los tipos de cambio, se exacerbarían las dificultades de ajuste vinculadas a la culminación de un mercado interno europeo. Si las industrias nacionales, presionadas por la eliminación de las barreras al comercio intraeuropeo, viesan que se deteriora aún más su posición competitiva debido a una brusca apreciación del tipo de cambio, se intensificaría la resistencia a la puesta en práctica del Acta Única Europea, la cual podría llegar a repudiarse. En este sentido, y solo en este sentido, la unificación monetaria es un corolario económico lógico de la integración de mercados de factores y de productos.”

Existen numerosos ejemplos de presiones proteccionistas tras fuertes reajustes cambiarios dentro de la UE. La crisis del MTC de septiembre de 1992, por ejemplo, provocó considerables tensiones entre los países miembros de la UE. Estas tensiones surgieron en parte como respuesta a la reubicación de varias plantas de producción en el Reino Unido después de la depreciación de la libra esterlina. El caso más notorio fue el traslado de la planta manufacturera de aspira-

doras Hoover de Dijon (Francia) a Escocia<sup>3</sup>. Francia acusó al Reino Unido y a Italia de alterar la estabilidad global de la UE. Hubo incluso funcionarios públicos franceses que llegaron a amenazar a los británicos con su exclusión del mercado único. Hasta Jacques Delors, presidente de la Comisión de las Comunidades Europeas, advirtió a los británicos que su política cambiaria era incompatible con el mercado único<sup>4</sup>. Los empresarios franceses comenzaron a exigir medidas proteccionistas, en tanto el Ministro de Hacienda de Bélgica señaló que se tomarían represalias comerciales contra los países que recurriesen a devaluaciones para mejorar su competitividad.

Si bien Eichengreen (1993) citó el peligro de las reacciones proteccionistas como justificación principal de la Unión Monetaria Europea (UME), en un documento posterior (Eichengreen, 1997) señaló que este razonamiento no necesariamente es válido para otros AIR. La UE es un mercado único plenamente desarrollado que no permite restricciones a los flujos de factores, ni subsidios a las industrias nacionales, ni preferencias por proveedores nacionales en las adquisiciones del sector público. Por consiguiente, el impacto de la oscilación de una determinada moneda en la rentabilidad de las industrias nacionales sería mayor que en otros AIR y, por lo mismo, serían mayores las exigencias de protección y subsidios de los grupos de presión<sup>5</sup>. A manera de ejemplo, Eichengreen señala el caso del TLCAN, donde la depreciación del peso mexicano en 1994 provocó quejas en Estados Unidos, pero no dio lugar a la adopción de medidas proteccionistas<sup>6</sup>.

Hay varios argumentos, sin embargo, que apuntan en el sentido opuesto. En primer lugar, los países miembros de otros AIR, y sobre todo los países en desarrollo, tienen un acceso más limitado a los mercados financieros, especialmente en períodos de inestabilidad financiera en que se produce un frenazo<sup>7</sup> de las entradas de capital, por lo que sus herramientas para defender la moneda son más limitadas. Por consiguiente, aunque reajustes *similares* de los tipos de cambio pueden ocasionar menos presiones proteccionistas en condiciones de integración poco profunda, la experiencia reciente demuestra que en realidad estos reajustes no han sido similares (véanse los gráficos 8.1a y b). Otra manera de analizar las diferencias es centrarse en la volatilidad promedio de los tipos de cambio reales bilaterales en los años noventa. La UE

es, por amplio margen, el AIR con la volatilidad más baja, en tanto que el Mercosur se ubica en el otro extremo del espectro (véase el gráfico 8.2)<sup>8</sup>. Además, la UE tiene mucho más poder para hacer cumplir las normas de comercio exterior entre sus países miembros que los países de otros AIR, sobre todo aquellos que están integrados por países en desarrollo. De esta manera, aun si los reajustes de los tipos de cambio fuesen parecidos, el hecho de que los grupos de presión intensifiquen su actividad en el caso de la UE no necesariamente dará lugar a un mayor proteccionismo<sup>9</sup>.

La comparación con el TLCAN puede no ser la más útil. México es un país pequeño en comparación con Estados Unidos, cuyo tipo de cambio efectivo real sufrió apenas una depreciación pequeña en diciembre de 1994. En cambio, un país como Brasil es el socio comercial más importante para cada uno de los integrantes del Mercosur<sup>10</sup>. La devaluación del real de 1999 hizo surgir fuertes presiones proteccionistas en los miembros del acuerdo de integración. Pese a que ninguno de los países amenazó con abandonar el Merco-

<sup>3</sup> Otro caso que merece citarse es el de Phillips, que trasladó la producción de tubos catódicos de los Países Bajos al Reino Unido. Véase Eichengreen (1993) y Eichengreen y Wyplosz (1993).

<sup>4</sup> Véase Eichengreen (1993).

<sup>5</sup> La Política Agrícola Común (PAC) constituye otra razón para la coordinación de tipos de cambio en el caso de la UE.

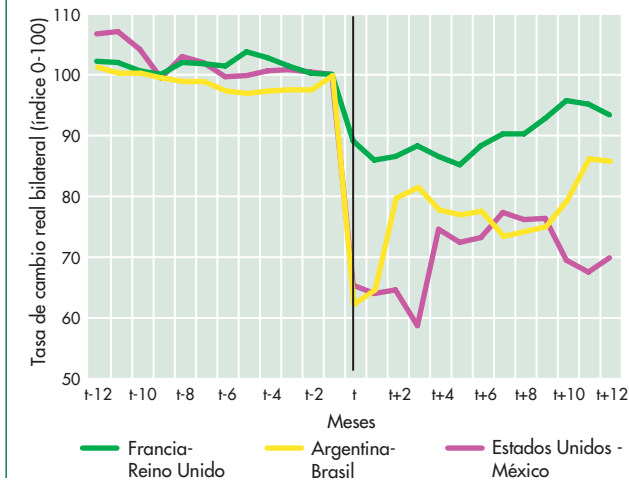
<sup>6</sup> De hecho, la devaluación del peso mexicano generó algunas presiones proteccionistas, sobre todo en torno a la importación de tomates mexicanos. Los agricultores de Florida se quejaron de que México estaba adoptando prácticas de *dumping* al vender el tomate a un precio inferior al de su costo de producción. Si bien la Comisión de Comercio Internacional se pronunció en contra de los agricultores de Florida, el Departamento de Comercio amenazó a México con imponerle aranceles, y finalmente México acordó un precio mínimo para sus exportaciones de tomate a Estados Unidos. A cambio, se permitió a los agricultores mexicanos exportar el total del contingente que había sido acordado en el marco del TLCAN. Véase "The Tomato Debate Between Mexico and the United States" ([www.american.edu/TED/TOMATO.HTM](http://www.american.edu/TED/TOMATO.HTM)).

<sup>7</sup> Calvo (1998) ha utilizado la expresión *sudden stops* o "frenazos" para referirse a grandes caídas súbitas en las entradas de capital.

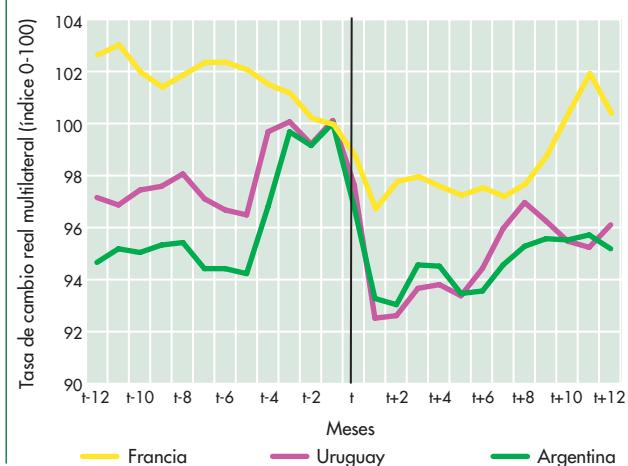
<sup>8</sup> En su documento de 1998 sobre el Mercosur, Eichengreen también observa que los países que lo integran tienen una volatilidad cambiaria excesiva, incluso después de controlar por una serie de factores como el tamaño de los países, sus relaciones comerciales, la correlación de sus ciclos económicos y similitudes en la composición del comercio exterior.

<sup>9</sup> Obstfeld (1997) hace una observación similar, comparando el poder de la UE y de la Organización Mundial del Comercio (OMC) para hacer cumplir las normas.

<sup>10</sup> En el caso de Uruguay, cabe señalar que Brasil y Argentina tienen una participación similar.

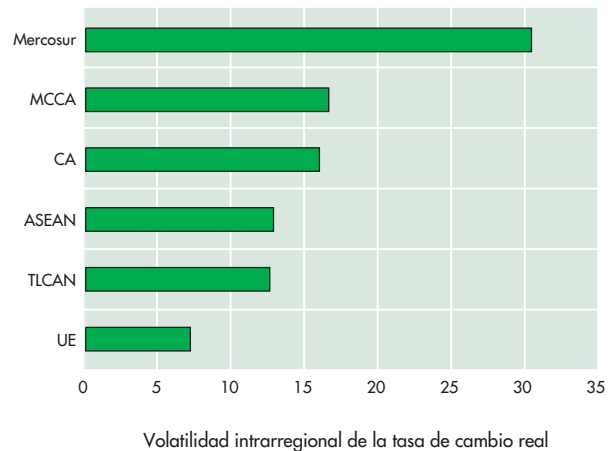
**Gráfico 8.1a Tasa de cambio real bilateral**

Nota: t es el mes del episodio. Un mes antes del episodio el índice es 100. Los episodios analizados son la devaluación en enero de 1999 para Argentina, y la devaluación de la libra esterlina en septiembre de 1992 para Francia y el Reino Unido, y en diciembre de 1994 para Estados Unidos y México.  
Fuente: Fernández-Arias, Panizza y Stein (2002).

**Gráfico 8.1b Tasa de cambio real multilateral**

Nota: t es el mes del episodio. Un mes antes del episodio el índice es 100. Los episodios analizados son la devaluación brasileña en enero de 1999 para Argentina y Uruguay, y la devaluación de la libra esterlina en septiembre de 1992 para Francia.  
Fuente: Fernández-Arias, Panizza y Stein (2002).

sur, en Argentina se pensó en la posibilidad de reformar la unión aduanera para convertirla en una zona de libre comercio. Más recientemente, Uruguay, golpeado por partida doble por los problemas de Brasil y Argentina, comenzó a negociar una zona de libre comercio con Estados Unidos al margen de los otros miembros del Mercosur. En el recuadro 8.1 se presentan algunas de

**Gráfico 8.2 Volatilidad intrarregional de la tasa de cambio real multilateral (En porcentaje)**

Fuente: Cálculos del BID basados en IFS-FMI.

las presiones proteccionistas que tuvieron lugar en Argentina como resultado de la devaluación de la moneda brasileña, así como las controversias comerciales vinculadas a los reajustes cambiarios en la Comunidad Andina (CA). En el recuadro se sugiere que estos problemas van a ser particularmente nocivos en países con fuertes compromisos cambiarios y cuyos socios comerciales de los AIR sean grandes y volátiles<sup>11</sup>.

## DESEQUILIBRIOS DEL TIPO DE CAMBIO REAL Y EXPORTACIONES

Las inquietudes sobre los desacuerdos cambiarios por parte de los productores de bienes transables en el país que "padece" el desacuerdo son, en general, de dos tipos: les preocupa que se produzca una avalancha de importaciones del país que devalúa y les preocupan los efectos de la devaluación en su capacidad de exportar. ¿Se justifican estas inquietudes? Si se analiza el comportamiento del comercio bilateral durante episodios de reajustes de tipos de cambio, parecería

<sup>11</sup> Es interesante señalar que la volatilidad desempeñó una función menor en Colombia y Venezuela, dado que en Colombia no se consideró que los episodios de devaluación en Venezuela de 1994 y 1995 tuviesen efectos permanentes en el tipo de cambio real.

injustificada la preocupación por la posibilidad de una avalancha de importaciones. En el gráfico 8.3 se muestra la evolución de las exportaciones entre Argentina y Brasil, Uruguay y Brasil, Francia y el Reino Unido, Francia e Italia, y Estados Unidos y México en torno a episodios de grandes reajustes cambiarios. Como era de prever, las exportaciones del país que pierde competitividad cayeron sensiblemente. No obstante, en casi ningún caso el país que devaluó aumentó sus exportaciones a sus socios comerciales. En la mayoría de los casos esas exportaciones se contrajeron en forma considerable, aunque en un porcentaje menor en comparación con las exportaciones en el sentido opuesto<sup>12</sup>.

Sin embargo, las cifras también sugieren que las inquietudes de los productores de bienes transables en torno al efecto en sus exportaciones sí parecen ser justificadas. Las exportaciones argentinas y uruguayas a Brasil cayeron en 28% y 40% en 1999, respectivamente. De la misma manera, las exportaciones francesas a Italia y al Reino Unido cayeron en 8% y 23% en 1993. Pero, ¿cuán costosa es esta reducción de las exportaciones? Depende del caso. Si un país cuyo socio comercial efectúa un reajuste cambiario puede reorientar sus exportaciones a otros mercados a un costo razonable, las consecuencias para los exportadores no deberían ser tan graves. Si, por el contrario, las exportaciones al socio no pueden relocalizarse fácilmente en otros mercados, los exportadores saldrán perjudicados. Esto sugiere que lo crucial es la evolución de las exportaciones totales, no solo de las bilaterales, en relación con estos episodios de desacuerdos cambiarios.

En esta sección se analiza el impacto de los desequilibrios del tipo de cambio real sobre las exportaciones totales. Se trata de probar, específicamente, si el desajuste de un país con respecto a los demás integrantes del AIR tiene un impacto mayor, *ceteris paribus*, que un desajuste similar con respecto a países que no son miembros del AIR. En otras palabras, ¿son los desacuerdos cambiarios potencialmente más dañinos entre países que forman parte de un AIR?

¿Por qué habría de ser diferente el impacto? Nuestra hipótesis principal es que los AIR, dependiendo de su naturaleza, pueden afectar el grado de relocalización de las exportaciones en caso de que se produzca un desacuerdo cambiario. En virtud del

acceso preferencial del que goza con los demás integrantes del AIR, un país puede exportar bienes en los que no es competitivo a nivel internacional. Si estas exportaciones se interrumpen súbitamente debido a una depreciación en el otro país miembro del AIR, puede ser muy difícil encontrar otros mercados para esos bienes. De acuerdo con Bergara, Dominioni y Licandro (1995) y Bevilaqua, Catena y Talvi (2001), las exportaciones que no pueden relocalizarse fácilmente podrían denominarse “bienes regionales”. Consideremos el caso de los productos agropecuarios en la UE o del comercio de automóviles en el Mercosur. Las exportaciones de automóviles argentinos entre Argentina y Brasil son posibles porque existe acceso preferencial y un régimen especial que se traduce en una alta protección frente a las importaciones de automóviles del resto del mundo. Si por alguna razón (una depreciación, por ejemplo) Brasil dejase de comprar automóviles argentinos, resultaría difícil para los productores argentinos encontrar mercados alternativos. Pensemos en cambio en un producto primario como el petróleo, otra importante exportación argentina a Brasil y un producto en el que Argentina cuenta con una ventaja competitiva a nivel internacional. Si por alguna razón Brasil comprase menos petróleo a Argentina, los productores de este país podrían reorientar esas exportaciones hacia otros mercados, pese a los costos que esto significaría<sup>13</sup>.

Cabe señalar que también pueden existir bienes regionales aunque no haya un AIR. Algunos bienes, como la leche fresca, o los servicios turísticos en centros vacacionales locales, solo pueden comercializarse dentro de la región. En estos casos, el carácter regional de los bienes no se debe a su acceso preferencial sino a la proximidad geográfica<sup>14</sup>. No

<sup>12</sup> El caso de México y Estados Unidos constituye una excepción, dado que aumentaron las exportaciones mexicanas. En este caso, la devaluación coincidió con la creación del TLCAN, lo que en parte puede haber contribuido a ese resultado. En el resto de los casos, las exportaciones del país que devaluó pudieron haber disminuido debido a efectos de valuación (si los precios se fijan en moneda nacional, caerán los precios en dólares), a medidas proteccionistas adoptadas por el socio o a los efectos recesivos de la depreciación en los socios comerciales del país.

<sup>13</sup> El ejemplo del comercio de automóviles y petróleo entre Argentina y Brasil fue tomado de Bevilaqua, Catena y Talvi (2001).

<sup>14</sup> En el caso de algunos productos agropecuarios, los bienes transables también pueden volverse “regionales” como resultado de la aplicación de políticas proteccionistas en el resto del mundo.

### Recuadro 8.1 Desacuerdos de tipos de cambio y proteccionismo

#### **Proteccionismo en Argentina tras la crisis del real<sup>1</sup>**

A partir de la devaluación de la moneda brasileña de enero de 1999, el Mercosur ha sido escenario de un gran número de conflictos que en ocasiones han creado tensiones en las relaciones entre sus dos mayores miembros. La devaluación del real, que produjo un fuerte reajuste en el tipo de cambio bilateral, tuvo lugar en un entorno recesivo, que coincidió con el final del régimen transitorio de adecuación que había permitido una reducción más gradual de los aranceles en los sectores más sensibles.

En este contexto, la devaluación generó una profunda preocupación en los empresarios argentinos. Una semana después de dicha devaluación la Unión Industrial Argentina (UIA) ya estaba presionando públicamente por un mecanismo arancelario compensatorio para las importaciones procedentes de Brasil y reintegros de derechos de aduana para las exportaciones a ese país. Si bien el gobierno argentino no accedió a esta solicitud, sí recurrió a una serie de medidas proteccionistas en respuesta a las presiones industriales. Los conflictos que se sucedieron fueron muy amplios e involucraron a varios sectores. A continuación se citan algunos ejemplos.

Desde hacía varios años los productores argentinos venían quejándose de los subsidios que otorgaba Brasil a la producción y exportación de *carne de cerdo*. Tras la devaluación del real, el gobierno argentino sometió el caso a arbitraje, de conformidad con el mecanismo de solución de controversias acordado en el Mercosur (véase el Capítulo 4). Luego de un dictamen desfavorable, los productores de porcinos argentinos solicitaron al gobierno que fijase restricciones sanitarias para impedir las importaciones de carne de cerdo procedentes de Brasil. El gobierno argentino, en cambio, alentó a los productores a firmar un acuerdo privado de restricciones voluntarias a la exportación con sus homólogos brasileños. No se llegó a ningún acuerdo y en marzo de 2000 la Asociación Argentina de Productores de Porcinos acusó a los brasileños de utilizar prácticas de *dumping*, exigiendo a su vez la imposición de contingentes a los productos porcinos originarios de Brasil, la aplicación de derechos compensatorios a esas importaciones y el incremento del Arancel Externo Común (AEC) de 15% a 35% para las importaciones de productos porcinos con origen fuera de la región. En definitiva, solo se puso en práctica esta última medida y, como resultado, la "solu-

ción" terminó produciendo una desviación de comercio en detrimento de otros proveedores de afuera del bloque, especialmente Italia y España.

El sector del hierro y del acero ha sido centro de repetidos conflictos inclusive antes de la depreciación brasileña. No obstante, las disputas se intensificaron después de la devaluación, que coincidió con el fin de los aranceles residuales que protegían a las empresas argentinas de los productores brasileños más eficientes, y con una caída de la demanda agregada. En abril de 1999 el Ministerio de Economía argentino se pronunció a favor de la solicitud presentada por Siderar S.A. en la que exigía la aplicación de medidas *anti-dumping* en relación con las importaciones de acero laminado en caliente de la Compañía Siderúrgica Nacional brasileña. Una de las medidas imponía precios mínimos de US\$410 la tonelada y la aplicación de otros derechos si el precio bajaba de ese nivel. El Ministro de Relaciones Exteriores de Brasil objetó la medida y amenazó con iniciar la presentación de una queja ante la Organización Mundial del Comercio (OMC). La empresa brasileña, a su vez, envió una nota formal al presidente de Argentina, en la que sostenía que a ese precio los importadores argentinos podrían importar laminados de acero más baratos de productores externos, aunque pagaran el AEC de 15,5%. En definitiva, en diciembre de 1999 el gobierno argentino aprobó un acuerdo en virtud del cual los productores brasileños acordaban voluntariamente limitar las exportaciones a Argentina e imponer precios mínimos (entre US\$325 y US\$365 la tonelada), a cambio de la eliminación de los derechos *antidumping*.

Como resultado de su inclusión en el régimen de adecuación, el sector del calzado había estado protegido del comercio entre países del Mercosur desde la formación de la unión aduanera. La devaluación del real y el final del período de adecuación provocaron un súbito y voluminoso aumento —de casi 30%— de las importaciones de calzado brasileño en Argentina. Esto, a su vez, generó fuertes presiones proteccionistas de los fabricantes de calzado argentinos, quienes solicitaron medidas para compensarlos por los —a su juicio— generosos subsidios de los que gozaban sus homólogos brasileños. Mientras los sectores privados de ambos países intentaban sin éxito alcanzar un acuerdo de restricciones voluntarias a las exportaciones brasileñas, el gobierno argentino impuso unilateralmente el requisito de obtener licencias previas de importación en el sector, permitiéndose un período de hasta tres meses para aprobarlas. Esta medida habría paralizado temporal-

mente las importaciones de calzado. Brasil reaccionó de inmediato, anunciando su decisión de volver a exigir licencias previas para la importación de 400 productos de origen argentino, incluidos productos químicos, alimentos y automóviles. Al mismo tiempo, incluyó a Argentina en una lista de países cuyos exportadores quedarían sujetos a inspecciones por parte de la Secretaría de Defensa Sanitaria de Brasil. Al final prevaleció el sentido común y ambos gobiernos alentaron a sus respectivos sectores privados a negociar una restricción voluntaria temporal a las exportaciones.

### **Reajustes cambiarios y proteccionismo en la Comunidad Andina<sup>2</sup>**

Colombia y Venezuela son socios comerciales de gran importancia mutua, sobre todo en el sector de exportaciones no tradicionales. El año 1994 marcó el inicio de un período de inestabilidad macroeconómica en Venezuela, que dio lugar a fuertes reajustes del tipo de cambio real bilateral. En mayo de 1994 se anunció la flotación del bolívar, después de un período con un tipo de cambio fijo pero con una alta inflación. Esto produjo una fuerte depreciación de la moneda que si bien fue motivo de inquietud para algunos sectores de Colombia (sobre todo para Fedemetal, la federación de productores metalúrgicos y algunos sectores agropecuarios), probablemente la preocupación no fue tan intensa como en el Mercosur. Esto se debe a dos razones. Por un lado, en Colombia se percibía que debido a la magnitud de la inestabilidad macroeconómica de Venezuela, el desajuste del tipo de cambio sería de corta duración. Al mismo tiempo, en realidad algunos productores colombianos se beneficiaron no directamente de la devaluación del bolívar sino de la imposición de controles cambiarios, de los cuales quedaban exentos los exportadores colombianos gracias al acuerdo sobre pagos celebrado en el marco de la Asociación Latinoamericana de Integración (ALADI). Hubo, no obstante, algunos episodios que merecen la pena mencionarse.

La depreciación del bolívar afectó sensiblemente a los productores colombianos del sector del arroz, quienes ejercieron una fuerte presión sobre las autoridades de su país para que adoptasen medidas proteccionistas contra el arroz venezolano. La posición de las autoridades colombianas, en general, era tratar de evitar medidas contra Venezuela que pudiesen tensar las relaciones entre ambos países. En respuesta a la presión de los productores de arroz, terminaron en cam-

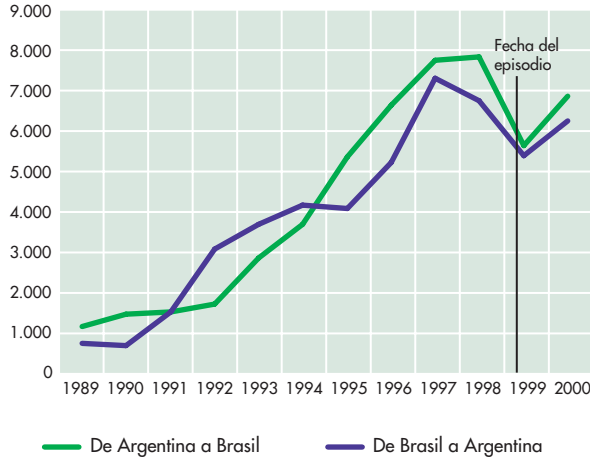
bio por imponer salvaguardias contra el arroz vietnamita. Esto ocurrió en julio de 1994, inmediatamente después de la depreciación venezolana. Vietnam, además de ser un importante proveedor de arroz para Colombia, no era en ese momento miembro del GATT, lo que facilitó a las autoridades colombianas la imposición de esta medida sin arriesgar una disputa comercial con ese país. La salvaguardia fue eliminada unos meses más tarde, cuando el tipo de cambio real de la moneda venezolana regresó a niveles normales. No obstante, como ocurrió con el sector de carne de cerdo en el Mercosur, las medidas acabaron por desviar el comercio de proveedores que no pertenecían a la región. Tras una nueva depreciación del tipo de cambio real de la moneda venezolana en 1996, Colombia finalmente impuso una salvaguardia que sigue vigente contra el arroz venezolano.

La suspensión de Venezuela del sistema de pagos de la ALADI comenzó en noviembre de 1995, época en que el tipo de cambio real del país (que había vuelto a ser fijo) estaba muy sobrevaluado. Esto tuvo serios efectos en los productores de bienes transables venezolanos y ejerció una fuerte presión sobre la balanza de pagos. Para evitar una devaluación de gran magnitud, las autoridades venezolanas impusieron distintas medidas proteccionistas. En noviembre de 1995 suspendieron el sistema de pagos de la ALADI, medida que tendría graves consecuencias para las exportaciones procedentes de Colombia. Unos días más tarde trataron de imponer un tipo de cambio especial para las importaciones de la ALADI, empleando en lugar del tipo de cambio oficial de 170 Bs/US\$ el tipo de cambio contemplado en el Plan Brady de 330 Bs/US\$. Esto generó una acalorada reacción en Colombia. Tras las amenazas de represalias, Venezuela revirtió su decisión sobre el tipo de cambio y restableció el mecanismo de pagos el 24 de noviembre. Después de otro intento de imponer restricciones a los pagos, Venezuela se vio nuevamente forzada a una fuerte devaluación el 12 de diciembre.

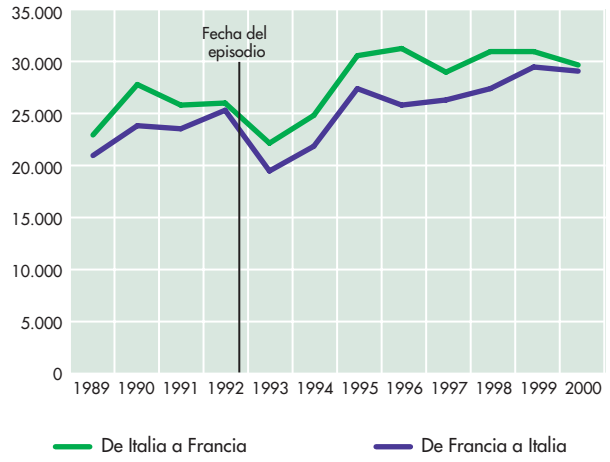
<sup>1</sup> Basado en Rozemberg y Svarzman (2002).

<sup>2</sup> Basado en Pardo (2002).

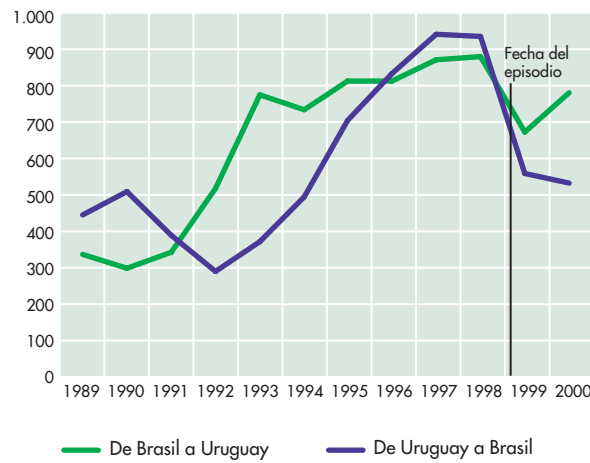
**Gráfico 8.3a Exportaciones entre Argentina y Brasil**  
(Millones de dólares)



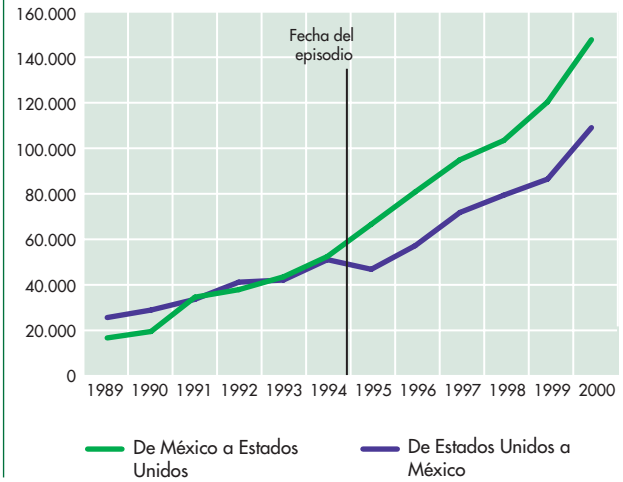
**Gráfico 8.3d Exportaciones entre Italia y Francia**  
(Millones de dólares)



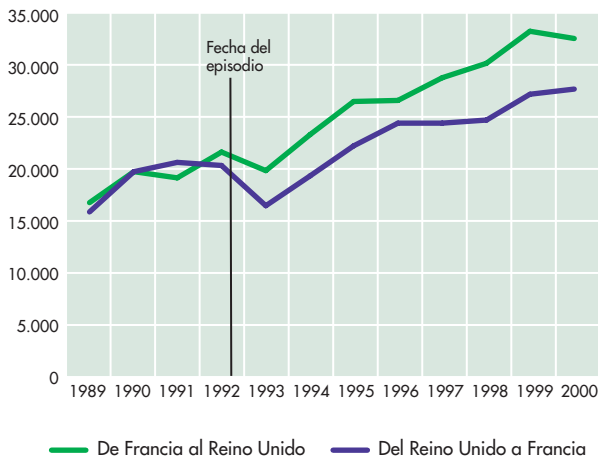
**Gráfico 8.3b Exportaciones entre Brasil y Uruguay**  
(Millones de dólares)



**Gráfico 8.3e Exportaciones entre México y Estados Unidos**  
(Millones de dólares)



**Gráfico 8.3c Exportaciones entre Francia y el Reino Unido**  
(Millones de dólares)



Fuente: Fernández-Arias, Panizza y Stein (2002).

obstante, es probable que un AIR resalte la importancia de los bienes regionales, ya que el acceso preferencial puede generar una demanda de bienes que no gozan de competitividad internacional<sup>15</sup>.

Si los AIR aumentan la importancia de los bienes regionales, cabría esperar una mayor contracción de las exportaciones totales cuando el tipo de cambio esté sobrevaluado con respecto a los demás integrantes del AIR, y una menor contracción cuando esté sobrevaluado con respecto a otros países. Para determinar si esta hipótesis tiene sustento empírico, es preciso seguir varios pasos<sup>16</sup>. En primer lugar, tenemos que definir cuándo está sobrevaluada la moneda de un país y cuál es el grado de sobrevaluación. Esto se hace aplicando técnicas econométricas que descomponen el tipo de cambio real en una tendencia (o nivel de "equilibrio") y las desviaciones con respecto a esta tendencia<sup>17</sup>. Cuando el tipo de cambio se encuentra debajo de su nivel de equilibrio (medido como el precio de la moneda extranjera en términos de la moneda nacional), se dice que el tipo de cambio está sobrevaluado y el grado de la sobrevaluación está dado por la desviación porcentual con respecto a la tendencia. Ahora podemos preguntarnos si la sobrevaluación podría dar lugar a una disminución de las exportaciones totales. Los resultados que se presentan en el gráfico 8.4a sugieren que, *ceteris paribus*, una sobrevaluación de 10 puntos porcentuales estaría asociada a una reducción de las exportaciones totales del 6%<sup>18</sup>.

Seguidamente, descomponemos el desequilibrio cambiario en un componente regional y uno no regional. Cada uno de ellos representa la contribución al desequilibrio cambiario global de los miembros del AIR y de los países que no forman parte del AIR. Consideremos, por ejemplo, un país de la UE. Si el 60% del comercio de este país tuviera lugar dentro del bloque y el tipo de cambio estuviese sobrevaluado en 5% con respecto a los demás miembros del AIR, la contribución del AIR al desequilibrio global del país sería una sobrevaluación del 3%. Consideremos, en cambio, un país del MCCA, donde sólo el 10% del comercio tiene lugar dentro del bloque. Si el tipo de cambio de este país estuviese sobrevaluado en un 5% con respecto a los demás miembros, la contribución del AIR sería sólo del 0,5%. Es obvio que un 5% de desequilibrio dentro del bloque tendría efectos mayores en el primer caso. Por eso, las variables de interés no son los des-

equilibrios dentro y fuera del AIR, sino las contribuciones de los países del AIR y de otros países al desequilibrio cambiario global. En otras palabras, lo que nos preguntamos es si el efecto de una sobrevaluación dada en las exportaciones es el mismo, independientemente del origen (dentro o fuera del AIR) de la sobrevaluación.

La respuesta que se observa en el gráfico 8.4a es que no lo es (véase también la segunda columna del cuadro 1 del apéndice). La sobrevaluación tiene efectos mayores cuando se origina en el AIR. Una contribución del AIR de 10 puntos porcentuales a la sobrevaluación global reduce las exportaciones totales en 14%, en tanto que una contribución similar de países ajenos al AIR hace disminuir las exportaciones en sólo 3,5%<sup>19</sup>. Además, esta diferencia entre las contribuciones dentro del AIR y fuera del AIR es estadísticamente significativa.

Los resultados que se observan en el gráfico 8.4a sugieren que el canal de los bienes regionales que comentamos anteriormente podría estar cumpliendo un papel importante. No obstante, si la presencia de bienes regionales es una función del grado de acceso preferencial del que goza un país en los mercados de sus socios del AIR, el impacto de los desequilibrios cambiarios regionales en las exportaciones totales debería ser una función de este acceso preferencial. En el gráfico 8.4b se repite el experimento previo, pero esta vez separamos a los países en dos grupos: aquellos con un alto grado de acceso preferencial a los demás miembros del AIR (o sea, aquellos con protección externa elevada) y aquellos que, por pertenecer a AIR menos protegidos, tienen un menor grado de acceso preferencial. El efecto de la sobreva-

<sup>15</sup> Además, un AIR puede llevar a la adopción de normas y disposiciones comunes o, a través de su efecto en el comercio, a una demanda más uniforme entre los países miembros. Cualquiera de estos factores haría más difícil la relocalización de las exportaciones, con lo que aumentaría el grado de "regionalidad" del comercio.

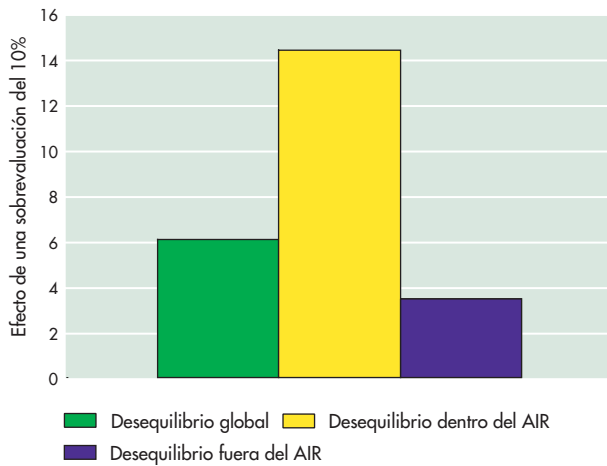
<sup>16</sup> Véase una descripción más completa en Fernández-Arias, Panizza y Stein (2002).

<sup>17</sup> En el apéndice se presentan los detalles de la metodología empleada.

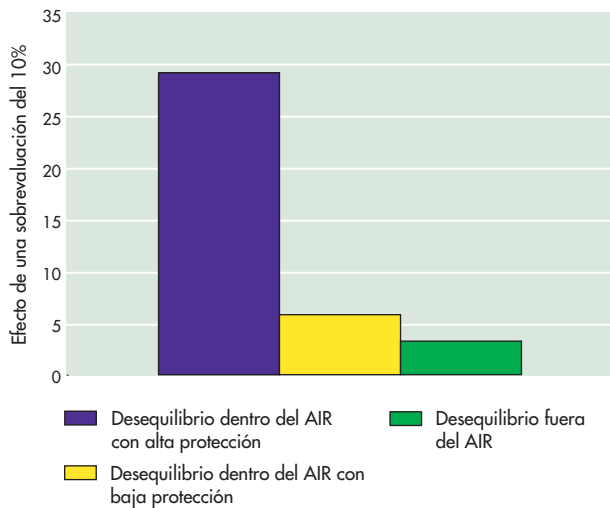
<sup>18</sup> En el cuadro 1 del apéndice se presentan los resultados de las regresiones.

<sup>19</sup> En este último caso, el efecto no es estadísticamente distinto de cero.

**Gráfico 8.4a** Efecto de los desequilibrios de la tasa de cambio real sobre las exportaciones (De acuerdo con la fuente del desequilibrio)  
(En porcentaje)



**Gráfico 8.4b** (De acuerdo con el grado de protección externa del AIR)  
(En porcentaje)



Fuente: Fernández-Arias, Panizza y Stein (2002).

luación en las exportaciones sólo es grande y significativo cuando la sobrevaluación procede del interior de un AIR con alto acceso preferencial<sup>20</sup>. Estos resultados apoyan de algún modo la hipótesis de que los bienes regionales amplifican de manera importante el impacto de los desequilibrios cambiarios dentro de AIR con alto grado de protección externa<sup>21</sup>.

Es importante recordar que los problemas que enfrenta un país en este sentido serán directamente proporcionales al tamaño y a la volatilidad de los demás miembros del AIR. Es poco probable, por ejemplo, que surjan problemas de este tipo en el seno del MCCA. En vista de que el comercio dentro de ese AIR representa únicamente una pequeña proporción del comercio total, es probable que la contribución de los países del AIR al desequilibrio general sea pequeña.

## DESACUERDOS CAMBIARIOS Y DESTINO DE LA INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA

La reubicación de la planta de aspiradoras Hoover de Francia a Escocia que se mencionó previamente es apenas un episodio que resultó de los desacuerdos cambiarios entre miembros de un AIR. Cabe citar un ejemplo más reciente: el traslado a Brasil de varias fábricas argentinas de autopartes tras la devaluación del real. La devaluación de la moneda venezolana en 1994 también atrajo una serie de inversiones de ciudadanos colombianos (véase Pardo, 2002).

Ha habido un debate en la literatura sobre los efectos potenciales de los tipos de cambio en la IED. La mayoría de los trabajos en esta área se inspiraron en el espectacular incremento de este tipo de inversión en Estados Unidos tras la devaluación del dólar en 1985 (véase Feenstra, 1998). Se identifican varios canales a través de los cuales la depreciación puede vincularse a entradas más cuantiosas de IED. El primero, que proponen Froot y Stein (1991), se relaciona con las imperfecciones de los mercados de capital. Concretamente, las asimetrías de información sobre el valor de una inversión limitarán el apalancamiento de las empresas, haciendo muy costoso o imposible financiar en su totalidad la inversión mediante el endeudamiento. Las modificaciones del tipo de cambio real afectan a la riqueza y, de esa manera, a las restricciones crediticias. Si los extranjeros tienden a mantener un volumen relativa-

<sup>20</sup> Véanse los detalles de la metodología en el apéndice y los resultados en la quinta columna del cuadro 1 del apéndice.

<sup>21</sup> Si los efectos diferenciales de los desequilibrios regionales en comparación con los desequilibrios no regionales se debiesen únicamente a la proximidad geográfica, no cabría esperar efectos diferentes en los casos de alta y baja protección.

mente mayor de activos no denominados en dólares, la depreciación de esta moneda incrementa su riqueza relativa y relaja sus restricciones de crédito, lo que a su vez les permitirá adquirir más inversiones en el exterior.

Blonigen (1997) propone un canal diferente. Observa que la adquisición de una empresa permite transferencias de conocimientos de la casa matriz a la filial, pero también de la filial a la matriz. Este conocimiento puede ser el desarrollo de un producto o un proceso. Si la casa matriz pudiera aplicar esta tecnología en su propio mercado, daría lugar a un flujo de utilidades en el mercado de origen en moneda nacional, en cuyo caso una depreciación en el país donde radica la inversión reduce el costo de esta corriente de ingresos. Esto puede explicar por qué una empresa japonesa puede invertir más en activos estadounidenses después de la depreciación del dólar, sobre todo en sectores intensivos en investigación y desarrollo.

Si bien este último canal puede estar presente en la IED entre países desarrollados, no parece muy relevante en el caso de flujos de inversión norte-sur. Las empresas de países desarrollados rara vez adquieren una empresa en un país en desarrollo con la esperanza de obtener una tecnología que puedan aplicar en su país. Sus actividades multinacionales en el sur generalmente se llevan a cabo por una de las siguientes razones: para aprovechar la diferencia de las dotaciones relativas de factores y de esa forma reducir los costos generales de producción (como en los modelos de IED vertical), o para surtir un mercado protegido que sería muy difícil de atender mediante el comercio exterior (como en los modelos de IED horizontal)<sup>22</sup>. En el caso de la IED vertical, las empresas que producen para el mercado mundial establecen diferentes etapas de producción en diferentes países para reducir costos. Dado que el nivel del tipo de cambio real incide, en general, en el costo del terreno y de la mano de obra, la depreciación del tipo de cambio atraerá IED en actividades que hacen uso intensivo de estos factores.

En el caso de la IED horizontal (cuya intención es "saltar" los aranceles), una empresa efectuará este tipo de inversión dependiendo del costo relativo de atender este mercado mediante el comercio exterior o la producción dentro del país. Una depreciación del tipo de cambio en el país destinatario reducirá el costo de producir los bienes localmente, lo que puede dar como resultado una mayor IED.

Estos canales sugieren que los movimientos del tipo de cambio bilateral entre dos países afectarán los montos relativos de IED que ambos reciben. Pero cabe preguntarse si es más probable que los reajustes cambiarios tengan efectos mayores entre países que han celebrado acuerdos comerciales. En el caso de la IED vertical, cuando una empresa produce para el mercado mundial, una depreciación puede favorecer la localización en el país que devalúa en detrimento de todos los demás destinatarios potenciales con una dotación similar de factores. Sin embargo, si la producción está destinada a un mercado regional, los países que son similares y próximos se verían más perjudicados por la depreciación de la moneda de otro país. En la medida en que los AIR incluyen a países *similares* y *próximos* (como los sur-sur y norte-norte), sus integrantes pueden ser más sensibles a los reajustes cambiarios. Pero a través de este canal de IED vertical, dicha sensibilidad se deberá sobre todo a la proximidad, y no al AIR en sí.

No obstante, en el caso de la IED horizontal, los AIR crean un mercado interno más amplio, protegido del mundo exterior. Siempre y cuando haya economías de escala, la eliminación de barreras al comercio dentro del bloque inducirá a las empresas a producir en un solo lugar y a proveer de bienes al mercado desde ese lugar. Así, los acuerdos de comercio regionales pueden crear un espacio de intensa competencia por el lugar de destino de la inversión semejante a la que suele darse entre estados o provincias de un mismo país (véase el recuadro 7.3 del Capítulo 7). En estas condiciones, los reajustes de los tipos de cambio reales bilaterales que afectan a los costos relativos de la producción en los países del bloque pueden tener importantes consecuencias para el destino de la nueva inversión, en la medida en que se perciban como permanentes. En muchos casos pueden dar lugar incluso a la relocalización de inversiones existentes. Esto sugiere que los reajustes del tipo de cambio real bilateral tendrán repercusiones más marcadas entre los miembros de un AIR, aunque para estos efectos la protección externa del AIR tiene que ser suficientemente alta para sustentar la IED horizontal.

<sup>22</sup> Para una explicación de los modelos verticales y horizontales de IED, véanse el capítulo 10 y Markusen y Maskus (2001).

Para evaluar esta hipótesis estudiamos los efectos de los tipos de cambio reales bilaterales en los flujos relativos de IED y verificamos si la respuesta de la IED relativa ante reajustes bilaterales de tipos de cambio es mayor en los países que conforman un AIR. Estudiamos, además, si los resultados dependen o no de las características del par de países involucrados (norte-norte, norte-sur o sur-sur).

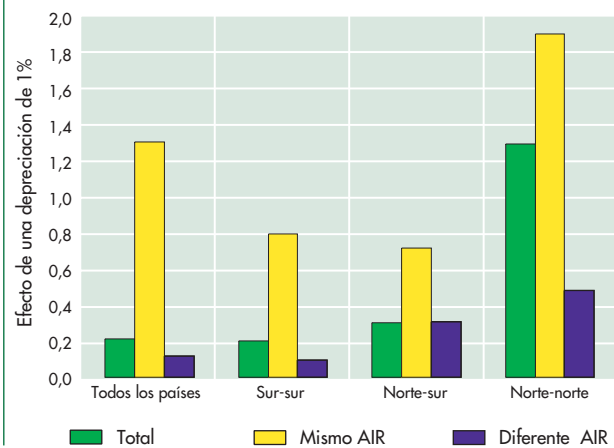
Tras considerar otros factores determinantes de las entradas de IED relativas (como el ingreso relativo o la apertura), el gráfico 8.5 muestra que una depreciación de 1% del tipo de cambio real bilateral incrementa las entradas relativas en 1,3% cuando ambos países forman parte del mismo AIR<sup>23</sup>. En cambio, el impacto no es estadísticamente significativo en el caso de otros pares de países. Si el ejercicio se limita a pares de países sur-sur, obtenemos resultados parecidos, pero el impacto es menor (0,8%) entre los países con AIR. El impacto más fuerte se observa en pares de países norte-norte que forman parte de un mismo AIR, en cuyo caso una depreciación de 1% incrementa la IED relativa en 1,9%. Esto puede deberse a que en la UE, que representa la mayoría de los pares norte-norte en los AIR, la profundidad de la integración es mucho mayor que en otros AIR<sup>24</sup>.

## ACUERDOS COMERCIALES Y CRISIS CAMBIARIAS

En los años noventa hubo varios episodios en que la devaluación de la moneda de un país generaba presiones sobre la moneda de los demás miembros de un AIR. La salida de la lira italiana del Sistema Monetario Europeo (SME) en 1992, por ejemplo, fue seguida casi de inmediato por el abandono de la paridad por parte del Reino Unido, lo que provocó una enorme presión sobre el franco francés (Butler, Corsetti y Pesenti, 1998). La depreciación del bhat tailandés en julio de 1997 fue seguida de cerca por depreciaciones en Singapur, Malasia, Indonesia y Filipinas<sup>25</sup>. La devaluación del real en Brasil ejerció presión sobre el peso argentino y fue uno de los factores que contribuyeron al colapso del plan de convertibilidad<sup>26</sup>. Esto a su vez presionó al peso uruguayo, cuya flotación se inició en junio de 2002.

Por supuesto, existen innumerables ejemplos de contagio más allá de los AIR. La crisis del peso

**Gráfico 8.5** Efecto del desequilibrio de la tasa de cambio sobre los flujos de IED  
(En porcentaje)



Fuente: Fernández-Arias, Panizza y Stein (2002).

mexicano de 1994 ejerció fuertes presiones sobre el peso argentino; la crisis asiática de 1997, sobre el rublo y la crisis de Rusia de 1998, sobre el real. No es obvio, entonces, si los países (y especialmente los países con fuertes compromisos cambiarios) tienden a verse más severamente afectados por la depreciación dentro de sus AIR respectivos. En esta sección tratamos de determinar si ocurre o no de esa manera.

En la literatura sobre los indicadores líderes de crisis<sup>27</sup> está bien establecida la conexión entre las crisis cambiarias y el desajuste previo del tipo de cambio real. Goldfajn y Valdés (1997) demuestran que un tipo de cambio real sobrevaluado eleva la probabilidad de una crisis cambiaria, utilizando varias medidas

<sup>23</sup> En el cuadro 2 del apéndice se presentan los resultados completos.

<sup>24</sup> Parte de este efecto podría deberse a la proximidad entre países que forman parte de un mismo AIR. En investigaciones futuras podría ampliarse la muestra de países a todo el mundo para poder distinguir entre el efecto de la proximidad y el de la pertenencia a un AIR.

<sup>25</sup> También afectó a Hong Kong y a Corea, que no son miembros de la ASEAN.

<sup>26</sup> Entre los múltiples factores que contribuyeron a la eliminación de la convertibilidad cabe mencionar el frenazo de entradas de capital a la región, la depreciación del euro, un entorno político inestable y el fracaso de las autoridades argentinas para generar los ajustes fiscales necesarios.

<sup>27</sup> Véase un repaso de esta literatura en Kaminsky, Lizondo y Reinhart (1998).

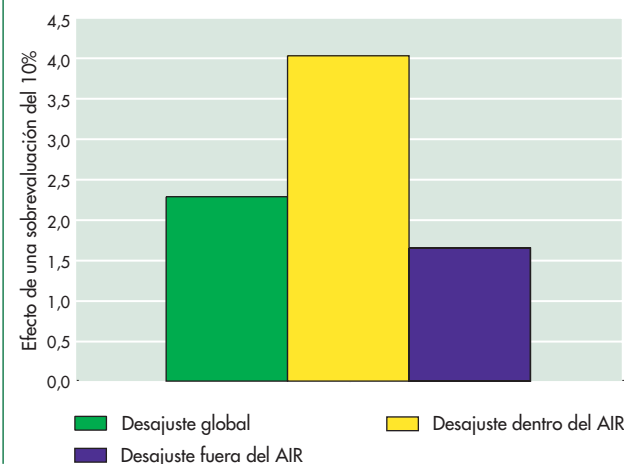
de sobrevaluación y distintas definiciones de crisis cambiaria<sup>28</sup>. Lo que se trata de dilucidar es si el impacto de la sobrevaluación sobre el riesgo de crisis cambiaria es diferente cuando la moneda del país está sobrevaluada con respecto a la de los países que forman parte del mismo AIR.

En cierto sentido, la respuesta a esta pregunta debería ser afirmativa. Uno de los principales canales de contagio identificados en la literatura está relacionado con los vínculos comerciales entre los países. Dado que la integración refuerza esos vínculos, los países que están muy integrados serían, *ceteris paribus*, más vulnerables a los problemas de sus socios. La cuestión es si los países son más vulnerables a las sobrevaluaciones dentro de sus acuerdos regionales incluso después de tener en cuenta los efectos de los AIR sobre los vínculos comerciales.

El análisis y las pruebas que se presentan en secciones precedentes sugieren una respuesta afirmativa. El impacto global en la balanza de pagos de un determinado desequilibrio cambiario con respecto a un socio comercial (tanto a través de las exportaciones como de las entradas de IED) parece ser mayor si ocurre dentro de un AIR. Además, los AIR limitan la capacidad de los países miembros para adaptarse a un shock negativo en su competitividad mediante la aplicación de aranceles a la importación y otras medidas comerciales compensatorias<sup>29</sup>. En otras palabras, un AIR amplifica las consecuencias de la sobrevaluación del tipo de cambio sobre la balanza de pagos y reduce la capacidad de contrarrestar esas consecuencias de manera tal que pueda atenuarse la presión sobre la moneda. Esto sugiere que los países que forman parte de AIR pero que registran desacuerdos cambiarios pueden ser más propensos a las crisis cambiarias. Naturalmente, el problema será más grave cuando los socios del AIR son grandes y volátiles.

Como hicimos para las exportaciones, primero analizamos el impacto de una sobrevaluación global durante el mes precedente sobre la probabilidad de una crisis de balanza de pagos, sea cual fuere la causa de la sobrevaluación, y tras considerar otros factores que pueden afectar las crisis<sup>30</sup>. Aunque trabajamos con diferentes definiciones de crisis, la que preferimos, y que utilizamos para los resultados que se presentan en el gráfico 8.6, es una depreciación mensual del tipo de cambio efectivo (o multilateral) real de

**Gráfico 8.6** Efecto del desequilibrio de la tasa de cambio real sobre la probabilidad de crisis  
(En porcentaje)



Fuente: Fernández-Arias, Panizza y Stein (2002).

por lo menos 5%<sup>31</sup>. Suponiendo que el resto de los factores permanece constante, una sobrevaluación de 10% incrementa en 2,3 puntos porcentuales la probabilidad de que se produzca una crisis durante el siguiente mes. Dado que la probabilidad promedio de tener una crisis en un mes dado también fue de alrededor de 2,3%, una sobrevaluación de 10% duplica, en efecto, esta probabilidad a 4,6%<sup>32</sup>.

<sup>28</sup> Estas últimas incluyen una gran depreciación nominal a la manera de Frankel y Rose (1996), su propia definición basada en una gran depreciación real, así como un índice de presión sobre la moneda que combina la depreciación nominal con la pérdida de reservas internacionales, como en Kaminsky y Reinhart (1999).

<sup>29</sup> En el caso de las uniones aduaneras (a diferencia de las zonas de libre comercio), el país en cuestión no puede ni siquiera aumentar los aranceles unilateralmente.

<sup>30</sup> Utilizamos como variables de control el acceso a mercados financieros (la falta de acceso tiende a elevar la probabilidad de que se produzcan crisis) y los cambios recientes de gobierno (en general, los gobiernos se muestran renuentes a devaluar antes de las elecciones y los nuevos gobiernos tienden a devaluar al principio de su gestión y a echarle la culpa a sus predecesores).

<sup>31</sup> Otras definiciones utilizadas en la literatura sobre crisis cambiarias son más complejas (combinación de depreciaciones y pérdidas de reservas), se basan en depreciaciones nominales (lo cual exige algunas decisiones en cuanto a cómo manejar la inflación), o emplean umbrales diferentes para cada país (lo cual conduce a que en países muy estables se cuenten como crisis episodios de depreciaciones muy pequeñas).

<sup>32</sup> Obsérvese que una probabilidad de 4,6% de que se produzca una crisis en el siguiente mes corresponde aproximadamente a una probabilidad de 43% de tener una crisis dentro del siguiente año.

A continuación descomponemos la sobrevaluación en la contribución de los miembros del AIR y la contribución de otros países, como se explicó anteriormente. Una sobrevaluación de 10% explicada por movimientos del tipo de cambio dentro del AIR eleva en 4 puntos porcentuales la probabilidad de que ocurra una crisis. En cambio, una contribución similar por parte de países que no forman parte del AIR eleva la probabilidad de crisis en sólo 1,7%. Estos dos efectos son, además, estadísticamente diferentes. Los resultados son bastantes parecidos cuando se define una crisis como una depreciación real de 10%. Trabajamos en total con diez definiciones diferentes de crisis<sup>33</sup>. En nueve de ellas el impacto de una sobrevaluación dada es mayor cuando el origen de la sobrevaluación está dentro del AIR. En ocho de las diez el impacto es por lo menos el doble de grande cuando la sobrevaluación se origina dentro del AIR. No obstante, en la mayoría de los casos, la diferencia entre estos efectos no es estadísticamente significativa.

## CUESTIONES DE POLÍTICA

El análisis tradicional de los AIR se ha centrado principalmente en cuestiones de comercio exterior, como los cambios en los patrones de comercio y sus implicaciones para el bienestar. Pero los problemas potenciales causados por las divergencias cambiarias dentro de un AIR también pueden tener fuertes implicancias para el bienestar. Los desacuerdos cambiarios tienen consecuencias más graves cuando se producen entre países que forman parte de un mismo acuerdo comercial. Tienen efectos más notorios sobre las exportaciones, la IED y las crisis y el contagio. Además, los desacuerdos cambiarios tienen el potencial de debilitar el respaldo a los AIR, incluso hasta el punto de disolverlos.

Existen tres clases de consideraciones de política vinculadas a los riesgos que surgen de los desacuerdos cambiarios: a) las políticas unilaterales que los países adoptan para volverse menos vulnerables a los desacuerdos cambiarios dentro de un AIR; b) la coordinación de la política macroeconómica entre los integrantes del AIR, y c) una arquitectura financiera internacional adecuada para dar soporte a los AIR.

*Políticas unilaterales.* La manera más directa de reducir los riesgos vinculados a desacuerdos cam-

biarios dentro de un AIR es que los países tengan en cuenta la divergencia potencial de las políticas cambiarias al escoger a sus socios comerciales. La probabilidad y la magnitud de los reajustes cambiarios potenciales dependen de la volatilidad macroeconómica subyacente del socio comercial, así como de su divergencia en términos de fundamentos y de políticas. Desde el punto de vista de un determinado país, los países con menor volatilidad y los países con regímenes cambiarios similares (convergentes) y fluctuaciones cíclicas similares serían mejores socios comerciales. Otra consideración importante puede ser la estructura temporal y la composición de monedas de los pasivos financieros en ambos países. Las diferencias en la estructura de los pasivos pueden llevar a los países a responder a *shocks* comunes con políticas diferentes, lo que puede resultar en significativos desacuerdos cambiarios. Pero cabe recordar que a menudo los países deciden formar parte de un AIR debido a consideraciones geopolíticas, de manera que el alcance de estas políticas relacionadas con la selección óptima de los socios del bloque puede ser algo limitado.

Considerando como dados a los otros integrantes del AIR, un país puede adaptar sus políticas para reducir su vulnerabilidad a los desacuerdos cambiarios. Por ejemplo, puede relajar o abandonar un compromiso cambiario que podría ser incongruente con las políticas cambiarias de sus socios comerciales, evitando una marcada sobrevaluación con respecto a estos. También podría adaptar la política industrial para proteger al país contra una especialización excesiva en “bienes regionales”, es decir, bienes que son difíciles de reorientar a otros mercados fuera del bloque.

*Coordinación de la política macroeconómica.* Cuanto más profundo y amplio sea el AIR, mayor será la importancia de la coordinación de la política macroeconómica. La UE siempre ha dado gran importancia a este tema. En el caso de América Latina, la cuestión es hasta qué punto deberían los países de la región hacer lo mismo que Europa y coordinar sus políticas macroeconómicas con sus socios del bloque. ¿Cuán profunda debería ser esta coordinación? ¿Debería concentrarse en coordinar reglas de política –por ejemplo, la adopción de esquemas monetarios basados

<sup>33</sup> Véanse más detalles en Fernández-Arias, Panizza y Stein (2002).

en metas de inflación— o ir más allá y coordinar las metas específicas? ¿Debería imponer límites al déficit fiscal y a la deuda? ¿Debería contemplar transferencias de ingresos compensatorias entre los países? La coordinación de las políticas cambiarias para evitar costosos desequilibrios dentro de los AIR es un aspecto clave. Sin embargo, una coordinación de esa índole entraña la pérdida de independencia monetaria.

En un extremo se encuentra la posibilidad de crear una unión monetaria que eliminaría por completo los desequilibrios de los tipos de cambio nominales<sup>34</sup>. Una unión de ese tipo podría requerir la introducción de una nueva moneda para el AIR, o la adopción de la moneda del país principal, o inclusive de un país ajeno al AIR que tenga una moneda fuerte. Fuera de una unión monetaria, la coordinación entre monedas nacionales podría adquirir la forma de bandas cambiarias. La experiencia recogida recientemente con regímenes cambiarios intermedios sugiere, sin embargo, que esta solución puede no ser factible en un mundo de alta movilidad del capital. Un grado de coordinación menos ambicioso podría hacer que los miembros del AIR eviten la coexistencia de regímenes inconsistentes (como un régimen de paridad fija y uno de tipo de cambio flotante) dentro del AIR. Por ejemplo, la adopción de regímenes flexibles con metas de inflación similares en todos los integrantes del AIR puede contribuir a reducir la volatilidad cambiaria. Alternativamente, la presión de grandes reajustes cambiarios sobre las monedas y sobre el AIR mismo podría atenuarse diseñando AIR más flexibles, permitiendo excepciones temporales a algunas de las reglas del AIR o compensaciones temporales para el país que confronta una depreciación repentina de un socio comercial.

*Una arquitectura financiera internacional que dé soporte a los AIR.* Esto podría facilitar el comercio internacional y reducir los riesgos vinculados con los desacuerdos cambiarios dentro del AIR. Existe un interés común en reducir la inestabilidad cambiaria, de la cual las devaluaciones competitivas constituyen un ejemplo extremo. No obstante, las instituciones internacionales que se ocupan de supervisar y asesorar en cuestiones cambiarias, como el Fondo Monetario Internacional (FMI), tienen un alcance nacional al tratar el programa de cada país. Dentro de los límites de este alcance, los programas de los países pueden respal-

dar regímenes cambiarios divergentes dentro de un AIR. ¿Sería aconsejable dotar a las instituciones internacionales de facultades para que amplíen el alcance nacional a efectos de asesoramiento y de condicionalidad de los programas?

La falta de acceso a los mercados internacionales de capital incrementa la probabilidad de una crisis cambiaria. Una arquitectura que asegure el financiamiento internacional para atenuar los *shocks* temporales y limitar eficazmente las crisis financieras y de balanza de pagos reduciría drásticamente la frecuencia y la magnitud de los reajustes cambiarios dentro de un AIR. De hecho, a menudo los desequilibrios se producen como resultado de modificaciones en las condiciones financieras, más que en las del comercio exterior. La inestabilidad financiera internacional y los frenazos de entradas de capital vinculados con las crisis, algo que ocurrió con frecuencia en el mundo en desarrollo en los últimos cinco años, son causas importantes de los grandes desequilibrios cambiarios y de las subsiguientes crisis cambiarias. Existe pleno acuerdo en torno a los objetivos de la reforma de la arquitectura financiera internacional. En este caso, la cuestión de política se refiere a si se deberían o no crear instituciones regionales que se ocupen de realizar algunas de estas tareas hasta que lo hagan las instituciones multilaterales, o incluso si deberían crearse posteriormente a manera de complemento. Ejemplos de dichas instituciones regionales son los acuerdos de *swaps* de monedas entre algunos países de la ASEAN y la reciente iniciativa de Chiang Mai de ampliar el alcance de esos acuerdos. Un ejemplo de nuestra región es el Fondo Latinoamericano de Reserva (FLAR), que brinda respaldo para balanza de pagos a la Comunidad Andina (CA) y a Costa Rica (véase el Capítulo 5). ¿Deberían diseñarse instituciones financieras regionales para que provean liquidez para respaldar a los bancos centrales individuales —ya sea en países miembros de un AIR o en otros países— a fin de evitar reajustes cambiarios innecesarios?

<sup>34</sup> Sin embargo, la unión monetaria no elimina la posibilidad de que se produzcan desequilibrios de los tipos de cambio reales.

## APÉNDICE

### ANÁLISIS DE REGRESIÓN

#### CÁLCULO DE DESEQUILIBRIOS DEL TIPO DE CAMBIO REAL MULTILATERAL, REGIONAL Y NO REGIONAL

Para construir la variable de desequilibrio multilateral utilizamos datos mensuales del tipo de cambio real publicados por el FMI. Para ello, primero estimamos el tipo de cambio real de equilibrio utilizando la descomposición de Hodrick-Prescott. Luego calculamos el desequilibrio multilateral como la diferencia porcentual entre el tipo de cambio real y el tipo de cambio de equilibrio. En símbolos:

$$RER_{i,t} = \frac{RE_{i,t} - \overline{RER}_{i,t}}{\overline{RE}_{i,t}}$$

donde  $RER_{i,t}$  es el desequilibrio multilateral en el país  $i$  y el tiempo  $t$ ;  $RE_{i,t}$  es el tipo de cambio real, y  $\overline{RE}_{i,t}$  es el tipo de cambio real de equilibrio estimado usando Hodrick-Prescott.

En tercer lugar, se descompone el desequilibrio multilateral en un componente regional (dentro de un AIR) y otro no regional (fuera del AIR):

$$RER_{i,t} \equiv w_i R\_RER_{i,t} + (1 - w_i) NR\_RER_{i,t}$$

donde  $w_i$  es la participación de los miembros del AIR en el comercio total del país  $i$  y  $R\_RER_{i,t}$  y  $NR\_RER_{i,t}$  son los desequilibrios del tipo de cambio del país  $i$  con respecto a los socios comerciales regionales y no regionales, respectivamente. Las variables  $R\_RER_{i,t}$  y  $NR\_RER_{i,t}$  se calculan como promedios ponderados de los desequilibrios del tipo de cambio bilateral, donde las ponderaciones

$$\sum_i \omega_{fca,i} = 1 \text{ and } \sum_i \omega_{nafta,i} = 1$$

se toman dentro y fuera de los AIR, respectivamente. De esta manera, los dos componentes se miden como desvíos porcentuales del nivel de equilibrio multilateral

$$R\_RER_{i,t} = \frac{R\_RE_{i,t} - \overline{R\_RE}_{i,t}}{\overline{RE}_{i,t}}, \text{ y}$$

$$NR\_RER_{i,t} = \frac{NR\_RE_{i,t} - \overline{NR\_RE}_{i,t}}{\overline{RE}_{i,t}}$$

Finalmente, definimos  $REG_{i,t} = w_i R\_REG_{i,t}$  y  $NOREG_{i,t} = (1 - w_i) NR\_REG_{i,t}$ . Al ponderar los desequilibrios regionales y no regionales según sus participaciones respectivas en el comercio total, se puede interpretar  $REG_{i,t}$  como la contribución del desequilibrio regional al desequilibrio multilateral y  $NOREG_{i,t}$  como la contribución del desequilibrio no regional al desequilibrio multilateral del país  $i$  en el tiempo  $t$ .

### PAÍSES DE LA MUESTRA

En la muestra se incluyeron todas las combinaciones posibles de pares de países que pertenecen a los siguientes acuerdos de libre comercio:

*Unión Europea (UE)*: Alemania, Austria, Bélgica, Dinamarca, España, Finlandia, Francia, Grecia, Irlanda, Italia, Luxemburgo, Países Bajos, Portugal, Reino Unido, Suecia.

*Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN)*: Canadá, Estados Unidos, México.

*Mercado Común del Sur (Mercosur)*: Argentina, Brasil, Paraguay, Uruguay.

*Comunidad Andina (CA)*: Bolivia, Colombia, Ecuador, Perú, Venezuela.

*Mercado Común Centroamericano (MCCA)*: Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua.

*Asociación de Países del Sudeste Asiático (ASEAN)*: Filipinas, Indonesia, Malasia, Singapur, Tailandia (Brunei y Vietnam también son miembros de la ASEAN, pero se excluyeron del análisis porque no se disponía de datos).

### ÍNDICE DE PROTECCIÓN

El índice de protección de un país  $i$  mide el nivel promedio de protección de los socios del AIR al que pertenece y se construye de la siguiente manera:

$$Protection_i = \sum_{j=1}^{n-1} t_{i,1995} \times \frac{trade_{ij}}{\sum_{j=1}^n trade_{ij}}$$

donde  $trade_{ij}$  es el comercio promedio entre el país  $i$  y el país  $j$  para el período 1989-2000,  $t_{i,1995}$  es el arancel externo promedio del país  $j$  en 1995 y  $n$  es el número de países que integran el AIR al que pertenece el país  $i$ . Los datos de comercio exterior proceden del FMI y los correspondientes a aranceles del Banco Mundial.

A continuación calculamos la media del índice de protección para la muestra y generamos la

variable binaria de alta protección, que toma valor uno para los países del AIR cuyos socios regionales tienen una protección mayor que la media de la muestra, y cero en el resto de los casos. Los países que resultaron clasificados como miembros de un AIR con alta protección fueron Argentina, Bolivia, Brasil, Colombia, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua, Paraguay, Perú, Singapur, Uruguay y Venezuela. Cabe notar que, con excepción de Singapur, todos son países en desarrollo. Utilizando el mismo procedimiento, generamos la variable de baja protección.

## RESULTADOS DE LAS REGRESIONES

### Apéndice - Cuadro 1

#### Exportaciones y desequilibrio en la tasa de cambio real: resultados de regresión

Variables independientes	Variable dependiente Exportaciones (log)				
	Reg 1 Todos los países	Reg 2 Todos los países	Reg 3 Países en desarrollo	Reg 4 Países desarrollados	Reg 5 Todos los países
PIB (log)	0,433 (6,89)***	0,433 (6,85)***	0,23 (1,93)*	0,42 (7,30)***	0,429 (6,81)***
Desequilibrio global	0,613 (3,09)***				
(a) Desequilibrio regional		1,449 (2,19)**	2,649 (2,31)**	0,602 (1,20)	
(b) Desequilibrio no regional		0,347 (1,35)	-0,115 (0,30)	-0,304 (0,86)	0,321 (1,25)
(c) Alta protección * desequilibrio regional					2,9 (2,93)***
(d) Baja protección * desequilibrio regional					0,572 (0,72)
Constante	-1,263 (0,81)	-1,255 (0,80)	2,772 (0,98)	-0,01 (0,01)	-1,159 (0,74)
Número de observaciones	394	394	208	185	394
Número de pares	36	36	19	17	36
R <sup>2</sup>	0,79	0,8	0,79	0,91	0,8
<b>Test de las diferencias en los coeficientes</b>					
(a)-(b)		1,102 [0,09]*	2,764 [0,02]**	0,906 [0,09]*	
(c)-(d)					2,328 [0,025]**
(c)-(b)					2,579 [0,009]***
(d)-(b)					0,251 [0,39]

Nota: No están reportadas las variables *dummy* para el año y de efectos fijos por país que fueron incluidas en todas las regresiones. Valor absoluto del t estadístico entre paréntesis, valor p de una cola entre corchetes.

- \* Significativo al 10%.
- \*\* Significativo al 5%.
- \*\*\* Significativo al 1%.

## Apéndice - Cuadro 2

## IED y tasa de cambio real: resultados de regresión

Variables independientes	Variable dependiente IED <sub>i</sub> /IED <sub>j</sub> (log)			
	Reg 1	Reg 2	Reg 3	Reg 4
	Todos los países	Sur-sur	Norte-sur	Norte-norte
Diferencia en el PIB	1,5169 (16,386)***	1,1501 (5,843)***	1,7225 (13,513)***	2,0372 (10,031)***
Diferencia en el grado de apertura	0,001 (1,005)	-0,0127 (6,829)***	0,0036 (2,650)***	0,0143 (6,488)***
(a) Mismo AIR * tasa de cambio real	1,2991 (5,973)***	0,7891 (2,604)***	0,7142 (0,639)	1,8943 (5,234)***
(b) Diferente AIR * tasa de cambio real	0,119 (1,174)	0,097 (0,552)	0,304 (2,097)**	0,4806 (1,227)
Constante	-1,8293 (3,690)***	-1,0844 (1,329)	-1,7156 (2,385)**	-6,6943 (4,482)***
Número de observaciones	6120	1654	3139	1327
Número de pares	630	171	323	136
R <sup>2</sup>	0,094	0,096	0,127	0,107
<b>Test de las diferencias en los coeficientes</b>				
(a)-(b)	1,18 [0,000]***	0,69 [0,010]***	0,41 [0,355]	1,41 [0,000]***

Nota: No están reportadas las variables binarias para el año y de efectos fijos por país que fueron incluidas en todas las regresiones. Valor absoluto del t estadístico entre paréntesis, valor p de una cola entre corchetes.

\* Significativo al 10%.

\*\* Significativo al 5%.

\*\*\* Significativo al 1%.

## Apéndice - Cuadro 3

## Desequilibrios reales y crisis cambiarias: resultados de regresión probit

Variables independientes	Variable dependiente					
	Crisis es una devaluación real mayor al 5%			Crisis es una devaluación real mayor al 10%		
	Reg 1	Reg 2	Reg 3	Reg 4	Reg 5	Reg 6
(a) Desequilibrios multilaterales	-0,2288 (8,180)***			-0,127 (6,591)***		
(b) Desequilibrios regionales		-0,4046 (4,183)***			-0,3388 (3,800)***	
(c) Desajustes no regionales		-0,1652 (4,285)***			-0,0598 (2,298)**	
(d) <i>Dummy</i> de desequilibrios regionales			0,1459 (6,435)***			0,1242 (5,146)***
(e) <i>Dummy</i> de desequilibrios no regionales			0,0719 (7,835)***			0,0457 (6,375)***
(f) Acceso a crédito externo	-0,0194 (3,040)***	-0,0188 (2,977)***	-0,0172 (2,888)***	-0,0049 (1,075)	-0,0035 (0,868)	-0,0027 (0,845)
(g) Cambio de gobierno	0,0157 (1,486)	0,0166 (1,563)	0,0162 (1,623)	0,0162 (1,817)*	0,0147 (1,814)*	0,0136 (1,997)*
Número de observaciones	3848	3848	3848	2716	2716	2716
Número de grupos	28	28	28	19	19	19
R <sup>2</sup>	0,1368	0,137	0,173	0,1436	0,1577	0,2248
<b>Test de las diferencias en los coeficientes</b>						
(b) - (c)		-0,24 [0,023]**			-0,28 [0,005]***	
(d) - (e)			0,07 [0,069]*			0,08 [0,090]*

Nota: Los coeficientes reportados son efectos marginales. No están reportadas las variables binarias para el año y de efectos fijos por país que fueron incluidas en todas las regresiones. Valor absoluto del t estadístico entre paréntesis, valor p de una cola entre corchetes.

\* Significativo al 10%.

\*\* Significativo al 5%.

\*\*\* Significativo al 1%.

## REFERENCIAS

- Bergara, M., D. Dominioni y J. Licandro. 1995. Un modelo para comprender la "enfermedad uruguaya." *Revista de Economía*, segunda época 2(2) noviembre: 39-76. Banco Central del Uruguay, Montevideo.
- Bevilaqua, A., M. Catena y E. Talvi. 2001. Integration, Interdependence, and Regional Goods: An Application to Mercosur. *Economía* 2: 153-207.
- Blonigen, B. 1997. Firm-Specific Assets and the Link between Exchange Rates and Foreign Direct Investment. *American Economic Review* 87(3): 447-65.
- Buiter, W., G. Corsetti y P. Pesenti. 1998. *Financial Markets and European Monetary Cooperation. The Lessons of the 1992-93 ERM Crisis*. Cambridge, Reino Unido: Cambridge University Press.
- Calvo, G. 1998. Capital Flows and Capital-Markets Crises: The Simple Economics of Sudden Stops. *Journal of Applied Economics* 1(1): 35-54.
- Calvo, G., A. Izquierdo y E. Talvi. 2002. Sudden Stops, the Real Exchange Rate and Fiscal Sustainability: Argentina's Lesson. Washington, D.C.: Banco Interamericano de Desarrollo.
- Edwards, S. 1999. How Effective Are Capital Controls? *Journal of Economic Perspectives* 13(4): 65-84.
- Eichengreen, B. 1993. European Monetary Unification. *Journal of Economic Literature* 31: 1321-57.
- \_\_\_\_\_. 1997. Free Trade and Macroeconomic Policy. En S. Burki, G. Perry y S. Calvo (eds.), *Trade: Towards Open Regionalism*. Conferencia LAC ABCDE, Banco Mundial, Montevideo, Uruguay.
- Eichengreen, B. y C. Wyplosz. 1993. The Unstable EMS. *Brookings Papers on Economic Activity* 1: 51-143.
- Feenstra, R. C. 1999. Facts and Fallacies about Foreign Direct Investment. En Martin Feldstein (ed.), *International Capital Flows*. Chicago: University of Chicago Press y NBER.
- Fernández-Arias, E., U. Panizza y E. Stein. 2002. Trade Agreements and Exchange Rate Disagreements. Ponencia presentada en la Reunión Anual de la Asamblea de Gobernadores del Banco Interamericano de Desarrollo y de la Corporación Interamericana de Inversiones.
- Frankel, J. y A. Rose. 1996. Currency Crashes in Emerging Markets: An Empirical Treatment. *Journal of International Economics* 41: 351-66.
- Frankel, J. y S. Wei. 1998. Regionalization of World Trade and Currencies: Economics and Politics. En J. Frankel (ed.), *The Regionalization of the World Economy*. Chicago: University of Chicago Press.
- Froot, K. y J. Stein. 1991. Exchange Rates and Foreign Direct Investment: An Imperfect Capital Markets Approach. *Quarterly Journal of Economics* 106: 1191-217.
- Glick R. y A. Rose. 2001. Does a Currency Union Affect Trade? The Time Series Evidence. *European Economic Review*. De próxima publicación.
- Goldfajn, I. y R. Valdés. 1997. *Are Currency Crises Predictable?* Documento de trabajo del FMI WP/97/159. Washington, D.C.: Fondo Monetario Internacional.
- Kaminsky, G. y C. Reinhart. 1999. The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems. *American Economic Review* 89(3): 473-500.
- Kaminsky, G., S. Lizondo y C. Reinhart. 1998. Leading Indicators of Currency Crisis. *IMF Staff Papers* 45: 1-48.
- Klein, M.W. y N.P. Marion. 1997. Explaining the Duration of Exchange-Rate Pegs. *Journal of Development Economics* 54: 387-404.
- Klein, M. y E. Rosengreen. 1994. The Real Exchange Rate and Foreign Direct Investment in the United States. *Journal of International Economics* 36: 373-89.
- Markusen, J. y K. Maskus. 2001. *General-Equilibrium Approaches to the Multinational Firm: A Review of Theory and Evidence*. NBER, documento de trabajo No. 8334, National Bureau of Economic Research Department.

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

Pardo, M. 2002. Tipo de cambio real cruzado de Colombia con los principales países con los que existen acuerdos de integración. Grupo Consultivo de la Comunidad Andina. Mimeo.

Rose, A. 2000. One Money, One Market: Estimating the Effect of Common Currencies on Trade. *Economic Policy* 30: 7-45.

Rozemberg, R. y G. Svarzman. 2002. El proceso de integración Argentina-Brasil en perspectiva: conflictos, tensiones y acciones de los gobiernos. Documento preparado por la División de Integración, Comercio y Asuntos Hemisféricos del Banco Interamericano de Desarrollo. Washington, D.C.: BID.