

## La integración financiera latinoamericana a la luz de la experiencia europea

**Levy Carciente**  
**Sary Levy Carciente\***

**García**  
**Ángel G. García\*\***

### Resumen

Más allá de la Teoría de Zonas Monetarias Óptimas, este trabajo presenta un análisis acerca de los costos y beneficios de la integración regional. En relación al caso de la Unión Europea, se estudian las consecuencias y justificaciones detrás de los criterios de convergencia nominal en materia de tasas de inflación, tipos de interés, tasas de cambio, déficit fiscal y endeudamiento público, variables fundamentales en el proceso de integración monetaria y financiera. A la luz de la experiencia europea, el trabajo aborda igualmente los procesos de integración latinoamericano a partir de la óptica de sus flujos financieros con la finalidad de extraer enseñanzas que alimenten con recomendaciones a los hacedores de política, tomando en cuenta las implicaciones hacia adentro

\* Doctora en Economía, Universidad Central de Venezuela. Directora del Instituto de Investigaciones Económicas y Sociales y Coordinadora de Investigaciones de la Facultad de Ciencias Económicas y Sociales de la Universidad Central de Venezuela.

Correo electrónico: econofin@cantv.net, [www.sarylevy.com](http://www.sarylevy.com), [www.faces.ucv.ve/instituto](http://www.faces.ucv.ve/instituto).

\*\* Candidato al doctorado en Economía Política, Universidad de Siena, Italia. Magíster en Economía Política de la Universidad de Siena, Magíster en Economía y Finanzas de la Universidad de Warwick, Inglaterra. Economista, Profesor e Investigador de la Universidad Central de Venezuela, Centro de Estudios del Desarrollo (Cendes). Visitante Académico en el New School for Social Research, Nueva York, Estados Unidos. Correos electrónicos: [angelgarcia\\_vzla@yahoo.com](mailto:angelgarcia_vzla@yahoo.com), [garcia@unisi.it](mailto:garcia@unisi.it)

(procesos de crecimiento y desarrollo) y hacia fuera (con terceros). Se deduce que la integración en el plano financiero puede concretarse a partir de esfuerzos formales destinados a tal fin, pero también puede emerger sin acuerdos preexistentes como resultado del interés de actores internacionales en un mercado en particular. La integración informal ha sido el caso más común en la región latinoamericana; y si bien esta ha permitido cierto aprovechamiento para la región en esta área, es aún largo el trayecto que resta por recorrer.

Palabras clave: Integración regional / Finanzas / Flujos de capital / Latinoamérica

Código JEL: E5, F1

### *Abstract*

Beyond the Theory of Optimal Monetary Zones, this work presents an analysis about the costs and benefits of regional integration. In relation to the case of the European Union, we study the consequences and justifications behind the nominal convergence criteria in the matter of inflation rates, interest types, exchange rates, fiscal deficit and public indebtedness, basic variables in the monetary and financial integration process. In the light of the European experience, the work also deals with the Latin American integration processes based on the point of view of its financial flows, in order to draw lessons that would feed the policy makers with recommendations, taking into account the implications to the inside (in the growth and development processes), and to the outside (in the relationship with third parties). It is deduced that integration in the financial field could be realized through formal efforts made towards that end, but it could also emerge with no preexisting agreements, as the result of the interest of international actors in a particular market. Informal integration has been the most common case in the Latin American region; and even though it has allowed for certain good use of this area by the region, the path leading to this goal is still long.

Keywords: Regional integration / Finances / Capital flows / Latin America

JEL Code: E5, F1

### *Resumo*

Além da Teoria de Zonas Monetárias Ótimas, este trabalho apresenta uma análise sobre os custos e benefícios da integração regional. Em relação com o caso da União Européia, se estudam as conseqüências e justificações por trás dos critérios de convergência nominal em matéria de taxas de inflação, tipos de interesse, taxas de câmbio, déficit fiscal e endividamento público, variáveis fundamentais no processo de integração monetária e financeira. À luz da experiência européia, o trabalho aborda igualmente os processos de

integração latino-americano a partir da óptica dos seus fluxos financeiros com a finalidade de extrair ensinamentos para alimentar com recomendações os fazedores de política, levando em conta as implicações para dentro (nos processos de crescimento e desenvolvimento) e para fora (na relação com terceiros). Deduz-se que a integração no plano financeiro pode se concretizar a partir de esforços formais destinados para tal fim, mas também pode emergir sem acordos preexistentes como resultado do interesse de atores internacionais num mercado em particular. A integração informal tem sido o caso mais comum na região latino-americana; e se bem este tem permitido certo aproveitamento para a região nesta área, o trajeto que resta por percorrer é ainda muito longo.

Palavras chave: Integração Regional / Finanças / Fluxos de Capital / América Latina

Código JEL: E5, F1

## **Résumé**

Bien au delà de la théorie de zones monétaires optimales, ce travail présente une analyse des coûts et des bénéfices de l'intégration financière régionale. Par rapport au cas de l'Union européenne, l'on étudie les conséquences et les justifications sous les critères de convergence nominale à l'égard des taux d'inflation, des types d'intérêt, des taux d'échange, du déficit fiscal, et de l'endettement public, qui sont des variables fondamentales dans le processus d'intégration monétaire et financière. Selon l'expérience européenne, ce travail porte également sur les processus d'intégration latino-américain sous l'optique de ses flux financiers afin de tirer des leçons et des recommandations utiles pour les législateurs, tenant compte des implications à l'intérieur (dans les processus de croissance et développement) et à l'extérieur (par rapport aux tiers). Il est conclut que l'intégration dans le domaine financier peut effectivement se réaliser a partir des efforts formels, mais elle peut surgir aussi sans aucun accord préalable comme un résultat de l'intérêt d'acteurs internationaux dans un marché particulier. L'intégration informelle a été le cas le plus commun dans la région latino-américaine, et même si elle a représenté une mise en valeur de la région dans ce domaine, il reste encore un long chemin à parcourir.

Mots clés: Intégration régionale / Finances / Flux de capital / Amérique latine

Code JEL: E5, F1

## Introducción

Una de las preocupaciones centrales del pensamiento económico es el tema del crecimiento como mecanismo para acceder a mayores estadios de bienestar, aún cuando su discusión conduzca a distintas interpretaciones y planteamientos de política en reflejo de los diversos paradigmas teóricos y epistemológicos. Asimismo, la evolución del análisis tendría como desencadenantes tanto sucesos históricos como exigencias sociales y desarrollos intelectuales. En algunas oportunidades, las preocupaciones surgirían con anterioridad o con la suficiente prontitud a las necesidades, mientras que a veces requerirían décadas para ser entendidas o adoptadas.

Ante las limitaciones que en determinado momento o por diversas circunstancias presentan las economías nacionales para el crecimiento, se ha planteado el apoyo que pudiesen brindar terceros para su consecución. La relación que una economía establece con terceros puede verse a partir de distintas aristas, como son: el comercio de bienes y servicios, el flujo de capitales, el movimiento de mano de obra, la relación cambiaria, etc.; todas ellas claramente imbricadas. De igual manera, esta relación con terceros puede verse afectada o desdibujada (positiva o negativamente) a partir del entorno institucional en el cual se desenvuelva, siendo los procesos de globalización e integración los de más evidente impacto en el presente y pasado reciente.

El ámbito financiero es elemento de relevancia indiscutible en la concreción de programas de crecimiento y desarrollo, aunque desde el punto de vista de la agenda en los procesos de integración tiende a ser uno de los pasos finales. Los acuerdos de integración no son fáciles. Sus caminos son pedregosos y sólo la claridad de las naciones acerca de los beneficios finales –frente a costos de corto plazo– puede asegurar su concreción.

Específicamente en Latinoamérica, en una etapa en la cual muchos preveían la profundización de todos los acuerdos de integración y la posible fusión de algunos de ellos, se han observado importantes conflictos: los pequeños del Mercado Común del Sur (Mercosur) están incómodos con su participación, proyectos específicos generan conflictos mayores entre sus integrantes y se plantea la vinculación con países fuera del esquema integracionista como mecanismo para aminorar asimetrías. El anuncio de la salida de Venezuela de la Comunidad Andina de Naciones (CAN) de alguna manera afecta al antiguo Acuerdo de Cartagena al cual ahora pareciera se adherirá Chile, mientras Colombia, Perú y Ecuador evalúan la firma de tratados bilaterales con países fuera de la Comunidad. Por su parte, Venezuela se incorpora al Mercosur y promueve desde el poder ejecutivo esquemas de integración con énfasis particular en el ámbito político.

Dado el estrecho vínculo entre el ámbito financiero y el tema del crecimiento y desarrollo económico, emerge la importancia de revisar el estado de integración

financiera alcanzado por la región latinoamericana para evaluar sus logros y dificultades, y extraer enseñanzas que guíen a los hacedores de políticas públicas y a los dirigentes de la región en los difíciles avatares que suponen los acuerdos de integración.

Igualmente, es importante considerar la experiencia de integración en otras regiones y, en particular, la experiencia reciente en el caso europeo, sin que ello implique considerársele como un caso modelo, dada las grandes diferencias existentes en materia de convergencia, desarrollo económico, rasgos culturales y tradiciones históricas de los distintos países y regiones.

El trabajo ha sido estructurado de la forma siguiente: una sección que estudia algunos antecedentes fundamentales en distintos procesos de integración regional. Otra que analiza cuáles son los factores esenciales que impulsan la integración. Una siguiente parte que rescata algunos de los aprendizajes fundamentales acumulados desde inicios del proceso de unificación monetaria y financiera a nivel europeo. Otra parte que examina el comportamiento reciente de los flujos financieros latinoamericanos, y finalmente una última sección que presenta algunas reflexiones finales.

### **Integración regional: Antecedentes**

Los esquemas de integración regional se han multiplicado en el pasado reciente, y su importancia en lo que a comercio internacional, flujos de capital y política se refiere es cada vez mayor. Sin embargo, la integración regional no es un fenómeno nuevo. Ejemplos de Staatenbünden, Bundesstaaten, Eidgenossenschaften, ligas, Commonwealths, uniones, asociaciones, pactos, confederaciones consejos y otros similares se han observado a lo largo de la historia.

La primera integración voluntaria en la historia aparece claramente documentada en el siglo XIX. En 1828, Prusia establece una unión aduanera con Hesse-Darmstadt. Posteriormente, en la búsqueda de la constitución de un estado alemán, tienen lugar la Unión Aduanera de Bavaria-Württemberg, la Unión Comercial de Alemania Central (German Zollverein), la Unión Impositiva de Alemania del Norte, la Unión Monetaria Alemana y finalmente el Reich Alemán.

Esta ola integracionista se expande a lo que se convertirá en Suiza, cuando en 1848 se crea el mercado integrado y la unión política suiza. De igual manera ocurre en Italia con el movimiento del Resurgimiento (*Risorgimento*). La fiebre integracionista ataca nuevamente a Europa en la última década del siglo XIX: El Conde Paul Leusse en Francia insiste en el establecimiento de una unión aduanera agrícola entre Francia y Alemania con un comité de aranceles a establecerse en Frankfurt, tras lo cual habrían otros países considerando su membresía: Holanda, Bélgica, Suiza, Austria-Hungría, España e Italia.

En Austria el político y economista Alexander Peetz planeó una Unión Europea Central (Middle European Zollverein) la cual incluía a Francia. Medio siglo después la idea integracionista fue repensada y el proceso de integrar estados-nación europeos en una economía próspera y de estabilidad política se inició: el primer paso fue la creación de la Comisión Europea del Carbón y el Acero (CECA) en 1952, seguido por la firma del Tratado de Roma en 1957 tras lo cual nacería la Comunidad Europea la cual desde entonces crece y se profundiza hasta llegar al nivel de Unión Monetaria (Mattli, 1999).

Si como hemos señalado, la integración no es nueva, tampoco tiene un arraigo territorial específico:

- En Asia el esquema de integración más conocido es la Asociación de las Naciones del Sudeste Asiático –Asean (1967)– la cual se profundiza hasta convertirse en un área de libre comercio en 1992. Lanzado por Australia, Nueva Zelanda, Japón, Corea del Sur, Canadá, EE UU y los países de la Asean, surge, posteriormente en el año de 1989, el APEC (Asia Pacific Economic Cooperation Forum), contando hoy día con 18 países miembros. Más recientemente, Malasia promovió el EAEG (East Asian Economic Grouping), una agrupación de países asiáticos con eje japonés.
- En África el regionalismo tampoco es un fenómeno nuevo, más aún, la unión aduanera más antigua del mundo es sudafricana y el continente tiene un largo registro de acuerdos económicos. Ejemplo de ellos son: Ecowas en África occidental (Economic Community of West African States), Eccas en África central (Economic Community of Central African States), SADC en la región del sur (Southern African Development Community), UMA (Arab Maghreb Union) en el norte africano, EAC (East Africa Community) en la región oriental y Comesa (Common Market for East and Southern Africa) como mercado común sudoriental.

Además de estos acuerdos regionales existen otras agrupaciones como UEMOA (Union Économique et Monétaire Ouest-Africaine) de carácter económico-monetario, Udeac de carácter económico-comercial (Union Douanière et Économique de l'Afrique Centrale), la unión aduanera SACU (Southern African Customs Union), y zonas monetarias para el Rand y Franco tales como CMA (Common [Rand] Monetary Area) y CFA (Common Franc Zone), respectivamente.

- En el continente americano han hecho presencia la Asociación Latinoamericana para el Libre Comercio (Alalc), la Asociación Latinoamericana de Integración (Aladi), el Acuerdo de Cartagena (luego Pacto Andino y ahora Comunidad Andina de Naciones CAN), el Mercado Común Centroamericano (MCCA), el Mercado Común de la Comunidad del Caribe, (Caricom-Caribbean Community and Common Market), el Mercado Común del Sur (Mercosur),

el Tratado de Libre Comercio de América del Norte (Tlcan) y el Acuerdo de Libre Comercio Centroamericano (Cafta, Central American Free Trade Agreement o DR-Cafta cuando este incluye a República Dominicana).

También se han firmado acuerdos entre distintos países de la región, como el G-3, en busca de complementariedades, de profundización de relaciones económicas y del establecimiento de acuerdos monetarios como es el caso de la Organización de Estados del Caribe Oriental (OECS)<sup>1</sup>. Asimismo, en los años noventa surgen la propuesta del Acuerdo de Libre Comercio de América (ALCA) el cual integraría desde Alaska hasta la Patagonia todo el continente del hemisferio occidental y su contrapropuesta política, la Alternativa Bolivariana para las Américas (ALBA).

### ¿Qué impulsa la integración?

*...hay una forma de observar, interpretar u organizar la evidencia la cual revelará que diversos fenómenos superficialmente desconectados son manifestación de una estructura más fundamental y simple.*

[FRIEDMAN, M., 1953:33]<sup>2</sup>

Visto el importante número de ejemplos integracionistas, es obligatorio preguntarse qué impulsa la integración voluntaria entre naciones, ya que al parecer existe una lógica que la promueve. Plantear que existen regularidades no niega las complejidades del fenómeno ni desdeña las diferencias que subyacen en los casos a estudiar, pues la integración regional es producto de una diversidad de fuerzas: nacionales, internacionales, institucionales, económicas, políticas y militares. Asimismo, los procesos de integración han sido revisados partiendo de distintas perspectivas disciplinarias con especial atención de la Ciencia Política y la Ciencia Económica. Desde la perspectiva política destacan los aportes funcionalistas, neofuncionalistas e intergubernamentalistas, mientras que desde la ciencia económica son notables las teorías de las uniones aduaneras y de las zonas monetarias óptimas (Mattli, 1999; Mansfield & Milner, 1997).

<sup>1</sup> La OECS fue constituida el 2 de julio de 1981 por las islas: Antigua y Barbuda, Dominica, Granada, Las Granadinas, Montserrat, San Cristóbal y Nevis, Santa Lucía y San Vicente: (<http://www.imf.org/external/np/sec/decdo/oecs.htm>). Es una unión monetaria cuya moneda es el dólar del Caribe Oriental, emitida por el Eastern Caribbean Central Bank (ECCB), el cual ha logrado que esta moneda mantenga una paridad estable.

<sup>2</sup> "...there is a way of looking at or interpreting or organizing the evidence that will reveal superficially disconnected and diverse phenomena to be manifestation of a more fundamental and relatively simple structure" [traducción propia].

Por un lado, el funcionalismo hace énfasis en el proceso gradual de cooperación con miras a la integración, partiendo del punto de vista de que las divisiones políticas no son sino fuente de conflictos entre las naciones (Mitrany, 1966). Por su parte, el neofuncionalismo, con énfasis en los aspectos institucionales, describe el proceso dinámico por medio del cual los distintos actores, altamente interdependientes, logran obtener del proceso de integración mayores beneficios (Haas, 1958-1964).

Se podría señalar que estas perspectivas subyacen en aquellas explicaciones que, con mayor énfasis en la experiencia que en la teoría al explicar el exitoso caso europeo, insisten en señalar que tras la segunda posguerra se intentó desarrollar un esquema innovador de gobierno en la región. En algún sentido la creación de la CECA respondería a este planteamiento para controlar recursos que pudieran encauzarse en la guerra. Igualmente, vale recordar que en los años sesenta surge un esquema de integración paralela: la Asociación para el Libre Comercio Europeo (EFTA) y con objetivos más asociados al incremento de relaciones comerciales.

Por su parte el intergubernamentalismo plantea que la integración es producto del acuerdo de líderes, quienes fungen como actores centrales en la negociación de acuerdos (Grieco, 1997). Este grupo de explicaciones se centra en el estudio del liderazgo político y en cómo ciertos líderes se imponen a perspectivas estrechas y parroquiales nacionales, favoreciendo la complementariedad de mayores regiones para el cumplimiento de proyectos más ambiciosos. Estos pueden tener diferente cariz, desde aquellos que se centran en el incremento del bienestar económico de las poblaciones hasta aquellos que promueven esquemas políticos para los distintos gobiernos o relaciones de alianza militar entre los mismos.

Finalmente, otro grupo de análisis se centra en la necesidad que tiene la producción nacional de realizarse, de trascender sus fronteras, de buscar socios comerciales sea para la producción, la distribución o la realización de la producción.

Desde el artículo seminal de Viner (1950) sobre uniones aduaneras<sup>3</sup>, seguido por los estudios de Meade (1955), Lipsey (1960) y Russett (1967), mucho se ha escrito sobre las ventajas de los esquemas de integración comercial. Krugman

---

<sup>3</sup> La contribución pionera de Jacob Viner (1950) analiza los efectos del establecimiento de una unión aduanera producto de la liberación interna del mercado de bienes y de la imposición de un arancel externo común. El primero de los efectos, denominado "creación de comercio", está asociado a la sustitución de la producción doméstica de costo elevado por importaciones de menor costo provenientes del resto de la unión aduanera, lo cual, desde el punto de vista de la eficiencia, conduciría a una mejor asignación internacional de los recursos y, por ende, a un aumento del bienestar. Por el contrario, el segundo efecto, denominado "desviación de comercio", supone una disminución del bienestar asociada a la sustitución de importaciones de menor costo, antiguamente provenientes de economías no



(1984) en su planteamiento del “viceóptimo”, destaca que hay aspectos de la economía real que se alejan del terreno de lo ideal y que, aunque fuera deseable, no es posible su consecución. Su nombre se deriva del hecho de considerarse necesaria la búsqueda de una “segunda mejor opción”, cuando la economía no está funcionando a su nivel óptimo. Esta opción no es otra que *la integración*. Pero trabajos posteriores del mismo autor (1992) han mostrado que no todos los efectos positivos esperados de la integración se realizan, mientras se generan desbalances sectoriales y asimetrías regionales.

Otros autores se han adentrado en el estudio de las uniones monetarias partiendo del análisis inicial realizado por Mundell (1961) sobre áreas monetarias óptimas<sup>4</sup>. De Grauwe (1997), por ejemplo, insiste en el impacto de las diferencias en la inflación, las características institucionales y el sistema fiscal para su viabilidad.

Esta perspectiva de análisis se ve remarcada por la creciente interrelación en los llamados procesos de globalización, donde la integración se convierte en un esquema de inserción protegida en la búsqueda de espacios que permitan encontrar nichos de mercados favorables al desarrollo de ciertos productos en un ambiente de producción en masas y a bajos costos; esquemas en sintonía con el avance de la tecnología en cibernética y telecomunicaciones y su impacto en los flujos de capital; y mecanismos que permitan la realización de productos y servicios propios, en el afán de favorecer el crecimiento económico para, finalmente, mejorar las condiciones de vida de las sociedades.

---

pertenecientes a la unión aduanera, por importaciones de mayor costo provenientes de economías que pertenecen a la misma. Por su carácter estático, el modelo de Viner no considera los efectos dinámicos del comercio sobre el ritmo de la actividad económica, el nivel del empleo y la estabilidad económica en general.

<sup>4</sup> El trabajo de Mundell de 1961 establece las condiciones básicas de una zona monetaria óptima; entre otras, señala la plena o elevada movilidad de los factores productivos: capital, trabajo y tecnología. Mundell considera que los países que comparten una moneda única obtienen ventajas en términos de una mayor transparencia de precios, de menores costos de transacción, de menor incertidumbre para los inversores (al desaparecer los tipos de cambio) y de un aumento en el nivel de competencia. Una política monetaria única, instrumentada por un banco central independiente, aumentaría la estabilidad de los precios, aunque a un alto costo toda vez que los países perderían el control y manejo de los tipos de interés y de la política cambiaria. Así, para Mundell (1961), el éxito de una unión monetaria dependería del grado de flexibilidad de los precios y salarios como elemento de compensación por la desaparición de la flexibilidad o autonomía política en materia cambiaria y en lo relativo al manejo de los tipos de interés. En efecto, Mundell sostiene que dentro de una unión monetaria mientras la rigidez de precios y de salarios prevenga a los términos de intercambio de desempeñar su rol en el proceso de ajuste, las crisis de balanza de pagos serán recurrentes. En relación a lo anterior, las subsecciones “Acercas de los costos de la integración monetaria” y “Acercas de los beneficios de la integración monetaria” profundizan al respecto de los costos y beneficios de la integración monetaria, así como también de los beneficios asociados a la disponibilidad de mecanismos automáticos para la transferencia intraregional de recursos presupuestarios.

En el plano económico se podría señalar que el nivel de relación *ex ante* de las naciones es tan determinante para los procesos de integración como aquellos resultantes *ex post*, como consecuencia de los acuerdos. De igual manera resultan las similitudes en los niveles inflacionarios, la sensibilidad a los choques y la complementariedad de los sectores industriales así como también los niveles de armonización a nivel macroeconómico. Precisamente, en lo relativo a estos factores, la próxima sección estudia algunas de las particularidades del proceso europeo de integración.

### Aprendizajes de la experiencia europea

A cinco décadas de la firma del Tratado de Roma de 1957, se puede afirmar que la experiencia de integración europea ha sido singular dada las diferencias existentes entre los países miembros. Tales diferencias incluyen entre otras: los distintos grados de convergencia inicial y de desarrollo económico, las características específicas, los rasgos culturales e idiomáticos y las diversas tradiciones históricas. Pese a tales diferencias, la experiencia de integración económica de esa región permite acumular aprendizajes de gran utilidad.

En particular, la experiencia europea sugiere que el progreso de la integración financiera depende en gran medida del avance gradual de las políticas de armonización en materia monetaria, financiera y de regulación. La cooperación entre entes de supervisión financiera y bancos centrales nacionales, y la armonización tanto en el ámbito de la regulación bancaria, como en el ámbito impositivo, han demostrado ser de carácter fundamental. Igualmente, la armonización de normas contables y de auditoría, al ofrecer un mayor nivel de transparencia y cotejo, han probado ser favorables al proceso de integración financiera regional (González, 2005).

Así, en materia de integración financiera se destacan dos elementos del proceso que han sido fundamentales en el caso europeo. Por un lado, el plan de acción para los servicios financieros firmado por las autoridades europeas, al establecer un marco jurídico que permite la unificación del mercado financiero regional, ha coadyuvado a la expansión de los servicios de la banca mayorista (González, 2005)<sup>5</sup>. Por otro lado, la adopción del euro como moneda única de carácter común a nivel regional ha sido determinante. Precisamente, la próxima sección estudia los costos y beneficios de la integración monetaria así como también las justificaciones y consecuencias detrás de las exigencias que en materia de convergencia nominal tuvieron lugar en el caso europeo a consecuencia del proceso de armonización de las políticas monetaria y financiera.

<sup>5</sup> González (2005), señala en el caso del sector bancario minorista, que la cercanía al cliente persiste como factor fundamental, razón por la cual los servicios de pagos al por menor y los servicios de inversión y de seguros ofrecidos por el sector no se encuentran aún integrados a nivel europeo.

### ***Acerca de los costos de la integración monetaria***

Como se indicó anteriormente, en un área de integración es usual que persistan diferencias importantes entre países miembros, inclusive en el largo plazo. Tales diferencias se presentan con mayor fuerza en el ámbito cultural, en el sistema legal y contractual, en lo político, en lo fiscal, en el grado de flexibilización de los mercados laborales, en las preferencias del público por el desempleo y la inflación, y en el grado de credibilidad de las autoridades fiscales y monetarias, etc. (De Grauwe, 2003)<sup>6</sup>.

Las economías que conservan cierto grado de autonomía en materia de decisiones de política económica, probablemente debido a su desvinculación con procesos de integración regional o, simplemente, debido al estado incipiente de los acuerdos comerciales y de integración, prefieren regularmente, con el propósito de lidiar con las diferencias anteriormente mencionadas, utilizar el instrumento cambiario evadiendo así recurrir a políticas ortodoxas de carácter antiinflacionario, las cuales, por demás, suelen ser mucho más costosas y dolorosas<sup>7</sup>.

El caso anterior, evidentemente, no representa aquel asociado a las economías que forman parte de acuerdos con cierto grado de avance en materia de integración económica y política, e.g. los Estados Unidos de América y la Unión Europea, entre otros. En el interior de esas economías, vistas en conjunto, la posibilidad de hacer uso inmediato del instrumento cambiario para corregir diferencias en materia de inflación y desempleo es inexistente. La razón de lo anterior es que

---

<sup>6</sup> Es lógico suponer que algunas de las diferencias existentes entre países miembros de un mismo esquema de integración tenderían a ser reducidas en la medida en que avancen los acuerdos y el propio proceso de integración. No obstante, aquellas diferencias restantes y persistentes ejercerían presiones diversas a favor de ajustes nacionales en materia de precios, del ritmo de actividad económica y otros. En este sentido, los acuerdos de integración y, en particular, los acuerdos de convergencia nominal y de unión monetaria traen consigo beneficios y costos cuya aceptación representan un riesgo calculado.

<sup>7</sup> Definiendo el tipo de cambio de real,  $Q$ , como el precio relativo entre los productos transables nacional y extranjero, se tiene que:  $Q = (E \times P^*) / P$ , donde  $E$  se refiere al tipo de cambio nominal, y  $P^*$  y  $P$  al nivel precios externo e interno, respectivamente. Cuando debido a acuerdos de integración monetaria o de convergencia nominal, el instrumento cambiario,  $E$ , no puede ser utilizado para hacer frente a choques y perturbaciones asimétricas, la ortodoxia suele recomendar como instrumento de absorción políticas antiinflacionarias que persigan una desaceleración del diferencial entre las tasas de inflación interna y externa. Una alternativa menos costosa en términos de su efecto sobre el nivel de ocupación –aunque evidentemente contraria al pensamiento neoclásico, devoto de la flexibilidad de precios– es aquella usualmente planteada por la escuela de pensamiento postkeynesiano la cual favorece la instrumentación de una política de negociación de ingresos (o *incomes policy*) con el propósito de contener el aumento de los salarios, causa fundamental de la aceleración inflacionaria.

estas economías se encuentran vinculadas por acuerdos que originalmente perseguían objetivos de convergencia nominal hasta finalmente alcanzar la conformación de uniones monetarias (Mundell, 1961; McKinnon, 1963; Kenen, 1969).

En el caso de Latinoamérica y en particular en el caso de las subregiones CAN y Mercosur, dado el estado incipiente de desarrollo del proceso de integración político-económica y la ausencia de acuerdos de convergencia nominal, las experiencias asociadas a la devaluación monetaria en Brasil en 1999, la consecuente gran devaluación del peso argentino en el año 2000 y la fuerte devaluación que sufrió el bolívar venezolano a comienzos de 2002, dejan en evidencia como la preferencia de las autoridades ha sido recurrir a la utilización del instrumento cambiario al procurar evadir los mayores costos asociados al sostenimiento de políticas antiinflacionarias de carácter eminentemente ortodoxo.

Si bien es cierto que la autonomía de decisión en la utilización del instrumento cambiario ha demostrado ser, desde el punto de vista de la economía nacional, un instrumento favorable tanto a la absorción suave y rápida de choques asimétricos como a la atenuación de aquellas diferencias regionales que afectan las capacidades de estabilización frente a choques simétricos, también es cierto que, desde el punto de vista regional, las variaciones del tipo de cambio representan un elemento de distorsión a nivel macroeconómico. En este sentido, para la región en su conjunto, la conservación de la autonomía de decisión en la utilización del instrumento cambiario representa, en sí mismo, una fuente nominal o monetaria de choques asimétricos (De Grauwe, 2003).

En resumen, en virtud de los costos asociados al abandono del instrumento cambiario a raíz del proceso de convergencia nominal resultante del avance en los acuerdos de integración regional, las estrategias planteadas con el propósito de lidiar con choques asimétricos, costosos tanto para la economía nacional como para la región, divergen notablemente entre sí. Así, mientras la ortodoxia propone una mayor flexibilización del mercado laboral, el pensamiento heterodoxo, post-keynesiano, reclama un mayor liderazgo del Estado en la promoción de políticas de ingresos nacionales (o *incomes policy*) destinadas a contener la aceleración inflacionaria en el corto plazo (Colander, 1979; Appelbaum, 1982)<sup>8</sup>.

### ***Acerca de los beneficios de la integración monetaria***

En relación a los beneficios asociados al proceso de convergencia nominal vinculado a la conformación de una integración monetaria y financiera, la reducción de los costos transaccionales en operaciones comerciales y financieras

<sup>8</sup> De esta forma, en el largo plazo, restaría como objetivo fundamental el fomento de la aceleración del proceso de unificación política con el propósito de disminuir las idiosincrasias nacionales y por ende el grado de frecuencia de las perturbaciones asimétricas que tienen como base el ámbito político-institucional.

se presenta como un elemento favorecedor del proceso de integración, toda vez que éste coadyuva a reducir la incertidumbre asociada a cambios en los precios relativos y, por tanto, acentúa las bondades del sistema de precios en el direccionamiento y la asignación de los recursos. Esto sin lugar a duda representa un factor propiciador de un mayor nivel de bienestar para las economías que forman parte del proceso de integración (Engel y Rogers, 1995)<sup>9</sup>.

Si bien es cierto que, dentro de un área de integración, una mayor transparencia en la fijación de precios es probable que beneficie directamente a los consumidores, el origen del mayor beneficio no provendría directamente de la mayor transparencia en sí, sino más bien del efecto estimulador que ello provocaría sobre el propio proceso de integración en los sectores monetario financiero, político e institucional, etc. (De Grauwe, 2003).

Un beneficio en particular de la integración monetaria y financiera es que, en la medida en que la moneda regional comienza a ser demanda mundialmente, es de esperar que el mayor nivel de señoreaje y expansión financiera demuestren ser favorables a la región. No obstante, la experiencia de la Unión Europea (UE) ha demostrado que, la flexibilidad en la autodeterminación del momento preciso de incorporación al proceso de integración monetaria y financiera puede servir de elemento facilitador de las negociaciones.

Ciertamente, en el largo plazo, en la medida en que la unión monetaria y financiera sea mayor, los crecientes incentivos, y las externalidades positivas resultantes, servirán de factor catalizador para acelerar aún más el proceso de integración. En este sentido, un análisis de costo-beneficio acerca de la decisión de integración monetaria y financiera, aún cuando es relevante y adecuado para determinar el precio que algunos países tendrán que pagar, es regularmente insuficiente.

### ***Integración europea y convergencia nominal***

El proceso de convergencia nominal que ha culminado con la conformación de una unión monetaria en Europa puede ser dividido en tres períodos fundamentales: el período durante el cual rigió el “Mecanismo de Tipo de Cambio”, 1976-1998 o “Exchange Rate Mechanism (ERM)”; el período 1999-2001 o período del

---

<sup>9</sup> Es pertinente aclarar, no obstante, que si bien el proceso de convergencia nominal que culmina con la eliminación de los tipos de cambio, representa una reducción del riesgo cambiario nominal, no necesariamente representa una reducción del riesgo cambiario real. La razón de la ambigüedad anterior estriba en el hecho de que aún en ausencia de variaciones en el tipo de cambio nominal, las fluctuaciones acentuadas en el diferencial de inflación interna y externa producto de escenarios político-sociales diversos podrían conducir igualmente a apreciaciones o depreciaciones del tipo de cambio real (véase la nota número 7).

“ECU” y el período 2002 hasta la actualidad durante el cual ha aparecido físicamente un nuevo signo monetario universal, es decir, el euro.

El proceso de integración monetaria y financiera europea ha estado caracterizado por una historia de conflictos entre los objetivos de corto plazo perseguidos por los distintos países miembros del acuerdo. Así, por ejemplo, durante el período 1987-1992, cuando se toma como moneda de referencia el marco alemán cuya emisión correspondía al Bundesbank, el objetivo regional de convergencia nominal condujo a la región a la implantación de un régimen cambiario de bandas, destinado a evitar reajustes del tipo de cambio y a establecer una fluctuación máxima de  $\pm 2,5\%$ .

Durante este mismo período, y en repetidas oportunidades, coincidieron contextos durante los cuales la política ejecutada por parte del Bundesbank, en relación a la fijación de las tasas de interés de referencia para la región, estaba basada en objetivos incuestionablemente asociados a los que las autoridades de ese banco central consideraban como favorables para la economía nacional, sin preocuparse por los efectos que dicha política podría tener sobre el resto de las economías de la región. En específico, en varias oportunidades durante ese período, el Bundesbank elevó sus tasas de interés como parte de sus políticas antiinflacionarias, aún cuando ciertamente se sabía que ello afectaba el desenvolvimiento de otras economías de la región, particularmente aquellas con altos niveles de endeudamiento como Italia y Bélgica, entre otras.

A principios de los años noventa, la situación monetaria y financiera anteriormente descrita, acelerada por la inversión en actividades especulativas desestabilizadoras, condujo finalmente a una crisis monetaria generalizada la cual afectó a diversas monedas de la región<sup>10</sup>. El aprendizaje posterior a tal experiencia condujo a una flexibilización del régimen cambiario de bandas, estableciéndose durante el período 1993-1998 una nueva amplitud en el rango del  $\pm 15\%$ .

El avance de los acuerdos representado a través de la firma tanto del Tratado de Maastricht (TM) de 1991 como del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) de 1997, establecerían los siguientes criterios fundamentales de convergencia nominal (De Grauwe, 2003):

---

10 Así, para 1992, las premisas del modelo de Krugman (1988) habrían quedado disociadas de la realidad. Entre otras premisas, el modelo incorporaba: la credibilidad en el sistema de bandas, el supuesto que consideraba intervenciones gubernamentales únicamente de orden marginal, la exogeneidad y aleatoriedad de la velocidad de circulación del dinero la cual se asumía con tendencia y movimiento de tipo browniano, y volatilidad constante y en ningún momento influenciada por cambios en la tasa de interés, el supuesto de roce suavizado de las bandas o *smooth pasting* y, finalmente, el supuesto del “efecto luna de miel” o *honeymoon effect*.

1. La tasa de inflación de un país candidato a entrar en la Unión Europea (UE) debía ser no mayor a 1,5 veces la tasa de inflación promedio de los tres países candidatos con menor tasa de inflación.
2. La tasa de interés de largo plazo de un país candidato debía ser no mayor a 2 veces la tasa de interés promedio de largo plazo de los tres países candidatos con menor tasa de interés.
3. El país candidato debía pasar a formar parte del Sistema Monetario Europeo o “European Monetary System (EMS)” sin haber experimentado una devaluación en los dos años inmediatamente anteriores a la entrada en la unión.
4. Se debían procurar déficits fiscales inferiores al 3% del PIB, quedando cualquier desviación por encima de la norma del 3% como excepcional. Posteriormente, el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC), cuya preocupación fundamental habría estado asociada a la consecución de presupuestos balanceados, establecería multas de hasta 0,5% del PIB, para aquellos países que excediesen la norma del 3% a menos que ocurriesen circunstancias excepcionales como por ejemplo, desastres naturales o caídas del PIB por debajo de un 2% anual.
5. Se debían procurar niveles de deuda pública inferiores al 60% del PIB.

En relación al punto (1), el Tratado de Maastricht pretendía afectar las distintas preferencias o sesgos que en materia de inflación distanciaban las diversas posiciones planteadas por cada una de las autoridades monetarias de las economías de la UE. En particular, el Bundesbank buscaba impedir una reducción del nivel de bienestar de la economía alemana al evitar aceptar un sesgo inflacionario característico de las preferencias de otros países de la región. En este sentido, el país con menor tasa de inflación, es decir, Alemania, solicitaba diseñar un banco central europeo basado en las preferencias del Bundesbank. Ello garantizaría que sólo aquellos países con las mismas preferencias pasarían a formar parte de la unión (Morales y Padilla, 1994)<sup>11</sup>.

---

<sup>11</sup> Era de esperar que el diseño del Banco Central Europeo (BCE) habría tenido que tomar en consideración las sensibilidades particulares de cada nación, así como también, el deseo de cada banco central nacional de retener algún grado de control sobre la política monetaria. Sin embargo, en la práctica, el altísimo grado de independencia del BCE parece no haber sido acompañado por un proceso de control de su desenvolvimiento acorde con tal grado de independencia. No obstante, probablemente uno de los mayores obstáculos que enfrenta la Unión Monetaria Europea es la falta de centralización y supervisión sobre el sistema financiero europeo, así como también la falta de centralización del rol de prestamista de última instancia el cual descansa aún sobre las autoridades fiscales nacionales.

En lo relativo a las preferencias del Banco Central Europeo en materia de inflación y ocupación, vale destacar que la literatura tradicional plantea la presencia de una contradicción

En referencia al punto (2), asociado a la convergencia nominal en materia de tasas de interés, se procuraba impedir que el país candidato a la entrada en la Unión Monetaria Europea, estuviese expuesto a ganancias o pérdidas financieras. Sin embargo, este criterio de convergencia demostró ser redundante ya que el mismo estaba automáticamente garantizado, debido a que las fuerzas de mercado que operaban a través del arbitraje permitían por sí mismas su cumplimiento (De Grauwe, 2003).

Con respecto al criterio número (3), relacionado con la convergencia de las tasas de cambio, el objetivo que se perseguía era evitar manipulaciones cambiarias previas al momento de entrada en la unión monetaria. Esto es, se buscaba impedir devaluaciones previas a la entrada que afectasen la posición competitiva de los países.

Finalmente, en lo relativo a los criterios de convergencia presupuestaria (4) y (5), el propósito de los mismos era colocar límites a la expansión de la deuda pública ya que se alegaba que: i) altos volúmenes de endeudamiento incrementarían las presiones nacionales para generar inflaciones sorprendidas, y ii) que aquellos países con altos niveles de endeudamiento enfrentarían un mayor riesgo de insolvencia o incumplimiento que, sumado al peligro del contagio en el caso de crisis financieras, generaría un riesgo moral asociado a un sentimiento de aval implícito o *bail-out*<sup>12</sup>.

entre los objetivos de estabilización del producto y de estabilización de la inflación en el caso en que la fuente de perturbación provenga de un choque de oferta, contrario a lo que sucedería en presencia de un choque de demanda. No obstante, en relación a ambos casos, el Banco Central Europeo ha dejado clara su mayor preocupación por la estabilidad de precios, aún cuando la estabilidad del sistema financiero lo obligue a preocuparse también por la suavización de los movimientos de la tasa de interés.

<sup>12</sup> A este punto es importante resaltar algunos conceptos y supuestos básicos acerca de la sostenibilidad fiscal haciendo uso de la siguiente fórmula:  $(I - G) + iB = dB/dt + dm/dt$ , donde  $(I - G)$  se refiere a la diferencia entre ingresos fiscales y gastos primarios, es decir, al déficit primario,  $e iB$ , al producto de la tasa de interés promedio sobre títulos del Gobierno, y su acervo total de deuda, es decir, al servicio de la deuda pública;  $dB/dt$  a la variación o emisión de nueva deuda pública; y finalmente,  $dm/dt$  a la variación o emisión monetaria. De esta forma,  $(I - G) + iB$  representa el déficit financiero, el cual es financiado con emisión de deuda y emisión monetaria  $dB/dt + dm/dt$ .

Posteriormente, si se define  $b = B/Y$  como el acervo de deuda pública como porcentaje del PIB, entonces:  $Db/dt = [dB/dt/Y] - [B/Y dY/dt/Y]$ , o equivalentemente,  $Db/dt = [dB/dt/Y] - [bC]$ , donde  $C = dY/dt/Y$  es la tasa nominal de crecimiento del PIB. Así, para mantener constante el acervo de deuda pública como porcentaje del PIB, es necesario que  $Db/dt = 0$ , implicando:  $0 = [dB/dt/Y] - [bC]$ , o equivalentemente:  $dB/dt/Y = bC$ , lo cual es igual a  $dB/dt = bC$ .

Finalmente, sustituyendo en la ecuación del déficit público, se obtiene que, para mantener constante el acervo de deuda pública como porcentaje del PIB, en ausencia de una desvalorización monetaria, o sea cuando  $dm/dt = 0$ ,  $(I - G) = (C - i)B$ . Implicando que para mantener



De esta forma, tanto del Tratado de Maastricht (TM) como el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) aceptan la visión de que la política fiscal debía estar sometida a reglas. Dos eran los argumentos fundamentales:

- El primero se refería al hecho de que una economía que se encuentra en una senda de endeudamiento insostenible genera externalidades negativas sobre el resto de las economías de la región. Así, la insostenibilidad financiera en un país, y por ende la presión al alza de las tasas de interés a causa del peso de su deuda, generarían una mayor carga financiera para otros países; y ello a su vez, forzaría a estos otros países a seguir políticas antiinflacionarias para contener su gasto fiscal y mejorar así su propia sostenibilidad perjudicada inicialmente por el aumento de las tasas de interés (De Grauwe, 2003).
- El segundo argumento a favor del sometimiento a reglas de política fiscal, se refiere al hecho de que la insostenibilidad financiera pondría presión política sobre el Banco Central Europeo para reducir el nivel de la tasa de interés de referencia, complicando así la tarea del banco en la definición de sus objetivos de política monetaria.

En relación a los argumentos anteriores asociados a los criterios de convergencia presupuestaria, vinculados tanto con el TM como con el PEC, numerosas han sido las críticas; entre ellas:

- a. El primer argumento necesariamente supone la presencia de mercados de capitales imperfectos. Esto es, la creencia de que bajo condiciones de insostenibilidad fiscal en un país, existiría un sentimiento generalizado de aval implícito asociado a la necesidad de impedir propagaciones de crisis financieras, supone como condición para el aumento generalizado de las tasas de interés, una valoración inadecuada del riesgo por parte de agentes financieros inexpertos, al no estar en capacidad de discriminar correctamente entre los riesgos asociados a los títulos de deuda de los diversos países.
- b. Por otra parte, el segundo argumento olvida que las reglas fiscales son regularmente difíciles de hacer cumplir. Las restricciones constitucionales sobre emisión de deuda y déficit fiscal son usualmente saltadas a través de diferentes métodos y técnicas tales como la manipulación contable (o *off-budgeting*).
- c. Finalmente, se ha criticado que no existía una explicación clara acerca de por qué se establecieron criterios numéricos de un máximo del 60% del PIB de endeudamiento público y un máximo del 3% del PIB de déficit fiscal. No

---

el ratio deuda pública sobre PIB constante sin recurrir al señoreaje o a una devaluación, es necesario que la tasa nominal de crecimiento económico  $C$  exceda a la tasa de rendimiento nominal de los títulos públicos  $i$ . En caso contrario habría que inflar o devaluar. La crítica a esta ecuación sería el hecho de tomar la tasa nominal de crecimiento económico como exógena e independiente de la política fiscal.

obstante, probablemente se deba al hecho de que, por un lado, el porcentaje promedio de endeudamiento de la región al momento del convenio se encontraba cercano al 60%, y que por el otro, el porcentaje promedio de crecimiento nominal del PIB en la región se aproximaba al 5%, lo cual permitiría bajo ese criterio, mantener un déficit fiscal del orden del 3%  $-dB / dt / Y = 3\% = b * C = 60\% * 5\%$ -. (Véase la nota número 6, De Grauwe, 2003)<sup>13</sup>.

La discusión anterior ha llevado a muchos teóricos estudiosos de la integración europea a plantear la presencia de una contradicción entre dos objetivos mutuamente conflictivos. Por un lado, el primero se refiere al hecho de que en ausencia del instrumento cambiario y de una política monetaria autónoma, es necesario contar con una política fiscal flexible que permita absorber choques asimétricos.

Por otro lado, el segundo se refiere a la necesidad de colocar límites a la política fiscal de forma tal de garantizar su sostenibilidad generalizada en la región, y por ende, procurar la reducción de las externalidades negativas que, producto de la insostenibilidad de algunos países, obliga al resto de las economías de la región a seguir políticas antiinflacionarias con el propósito de mejorar su situación individual en materia de sostenibilidad. El PEC parece haberse preocupado más por el segundo objetivo, obligando así, en la práctica, a que los países, con el propósito de evitar sanciones, mantengan en promedio balances superavitarios para poder contar con suficiente flexibilidad durante períodos de recesiones<sup>14</sup>.

La experiencia europea nos obliga a reconocer la importancia de la flexibilidad presupuestaria en el manejo de choques asimétricos no atendidos directamente por la banca central regional, la cual sólo es capaz de percibir la presencia de choques simétricos que afecten a la región en su conjunto o choques específicos que afecten a las economías más grandes.

<sup>13</sup> Precisamente, el 17 de octubre de 2002, durante una entrevista concedida al diario vespertino francés *Le Monde*, Romano Prodi, actual Primer Ministro de la República Italiana, catalogó de “estúpida” la simple idea de que los países debían cumplir con una regla numérica del 3% independientemente de sus condiciones particulares en materia económica y de endeudamiento.

<sup>14</sup> Vale destacar que la falta de flexibilidad presupuestaria para hacer frente a las recesiones genera una tensión potencial entre los gobiernos nacionales y las autoridades europeas. Por un lado, durante las recesiones los gobiernos podrían incrementar su presión política con el propósito de obtener una política monetaria más laxa, en cuyo caso, el PEC, el cual fue diseñado para proteger al BCE de la presión política podría más bien acentuarla durante las recesiones. Por otro lado, durante momentos difíciles de estancamiento, mientras las economías luchan para salir de la crisis, las instituciones europeas pasan a ser vistas como portadoras de amenazas, multas y penalidades. Así, el PEC parece haber ido muy lejos en el establecimiento de reglas de política fiscal, las cuales parecen generar riesgos superiores a aquellos asociados al incumplimiento financiero y avales implícitos.

Es importante, sin embargo, analizar con mayor claridad el tema de la sostenibilidad fiscal, ya que las fallas del PEC, hacen pensar que los criterios numéricos sin bases científicas pueden resultar contraproducentes. La preocupación acerca de la sostenibilidad fiscal debería considerar, como indicador fundamental, el déficit estructural y no aquel coyuntural resultante de la activación de estabilizadores automáticos destinados a la superación de las crisis<sup>15</sup>. De esta forma, la evaluación acerca de si un país mantiene o no un déficit excesivo debería ser basada sobre las condiciones económicas subyacentes y sobre los niveles de deuda de la economía en cuestión.

Igualmente, el requisito impuesto por el PEC con el propósito de hacer mantener en promedio presupuestos balanceados carece de sentido toda vez que ello conduciría a la desaparición total de la deuda en el largo plazo; algo que no parece tener justificación, más aún si se acepta la necesidad de repartir intertemporalmente (a través de la emisión de deuda los costos asociados) a la inversión pública en capital físico y humano, inversión por demás beneficiosa también para las futuras generaciones.

Adicional a la necesidad de compartir a nivel intergeneracional los costos asociados a la inversión pública como a la estabilización y absorción de choques y perturbaciones, coexiste igualmente, la necesidad de compartir tales costos a nivel intraregional. Probablemente, este es uno de los aprendizajes más claros del proceso de integración europeo. La centralización de los presupuestos nacionales a nivel europeo, por lo menos en lo relacionado a temas como la seguridad social, y los impuestos sobre la renta permitirían aprovechar aún más los beneficios de los estabilizadores fiscales automáticos (seguros y beneficios para desempleados, beneficios por paro forzoso, etc.).

De hecho, en presencia de choques asimétricos que, por generar efectos compensatorios sobre los niveles de actividad económica de los distintos países miembros, tienden a no ser percibidos por la banca central regional, la posibilidad de utilizar el presupuesto regional centralizado permitiría de forma automática la ejecución de una transferencia o redistribución intraregional de ingresos desde aquellas economías que experimenten crecimiento del producto, del empleo y los impuestos, hacia aquellas expuestas a los costos de la recesión, desempleo y crisis fiscal.

Lo anterior representa el caso de un sistema de seguro a nivel intra-regional, o lo que es lo mismo, un sistema fiscal federal basado en un presupuesto centralizado,

---

<sup>15</sup> Como por ejemplo a consecuencia de la presencia de estabilizadores fiscales automáticos, tales como el aumento inmediato de los beneficios a desempleados e indigentes, y el aumento de gastos relacionados con el pago del paro forzoso y otros, durante recesiones.

tal como el observado en los Estados Unidos de Norteamérica. En ausencia de tal sistema, así como también en ausencia del instrumento cambiario, la absorción de perturbaciones asimétricas coyunturales se ve limitada a la utilización del mecanismo de seguro intergeneracional, es decir, se ve limitado a la expansión del endeudamiento, lo cual a su vez depende en gran medida de las evaluaciones de riesgo por parte de los agentes y, por ende, del propio acervo de deuda acumulado en el pasado.

En resumen, la experiencia de la Unión Europea debe ser considerada a profundidad al momento de analizar el curso futuro de los acuerdos regionales en Latinoamérica, más aún si estos han de involucrar arreglos en materia de convergencia nominal e integración monetaria y financiera. De esta forma, la renuncia a una política monetaria y cambiaria soberana, deberá ir acompañada de una flexibilización de la política fiscal tanto a nivel nacional como regional, de forma tal que la absorción de choques asimétricos de carácter local (no percibidos por la banca central regional) puedan ser alcanzados sin obligar a las autoridades nacionales a imponer el endeudamiento improductivo y la recesión.

Lo anterior, sin embargo, parece obstaculizarse en caso de no establecerse un sistema regional o federal que facilite las transferencias de ingresos desde aquellas economías en crecimiento hacia aquellas abatidas por una coyuntura económica indeseable<sup>16</sup>. Un sistema fiscal regional basado en transferencias automáticas intraregionales coadyuva a reducir los costos sociales del proceso de integración económica, y en particular del proceso de integración monetario y financiero.

A pesar de lo anterior, dado a que usualmente los sistemas fiscales regionales basados en un presupuesto regional centralizado pasan primero por un proceso largo de integración política, el rol de absorción de las perturbaciones asimétricas, por un largo tiempo, tendrá que apoyarse en una mayor flexibilización de la política fiscal nacional; algo que, como fue dicho anteriormente, depende de la propia sostenibilidad financiera del gasto fiscal o lo que es lo mismo de la disciplina fiscal

---

<sup>16</sup> Discriminar entre choques estructurales y choques temporales es fundamental al momento de decidir la ejecución de transferencias de ingresos entre regiones o países, al igual que al momento de tomar decisiones en materia de transferencias intergeneracionales vía el endeudamiento público. Es evidente que en presencia de choques estructurales usualmente hacen falta ajustes a nivel institucional, a nivel legal, contractual, a nivel de los mercados laborales, de la movilidad de la mano de obra, etc. En presencia de choques estructurales, los ajustes vía endeudamiento o a través de políticas de transferencias intraregionales afrontarían un destino desfavorable, no solamente debido a que estas medidas pasan a ser política y financieramente inviables sino que también debido a que el nivel de riesgo moral involucrado pasa a ser extremadamente elevado.

de las autoridades nacionales, así como también de las valoraciones de riesgo realizadas por los agentes financieros<sup>17</sup>.

Para concluir, precisamente en materia financiera, se destaca la importancia de los esfuerzos de unificación en el caso europeo a través de mecanismos como el Plan de Acción para los Servicios Financieros. Sin olvidar los costos potenciales asociados a la acentuación de problemas de contagio, es de esperar que la integración financiera, al facilitar las transferencias de recursos a nivel intra e interregional, coadyuve a alcanzar un mayor nivel de desarrollo (González, 2005). Justamente, al tomar en cuenta la importancia de los flujos de capital para el financiamiento de la inversión en favor del desarrollo, una lectura a partir de los flujos de capitales hacia la región latinoamericana resulta de interés para el análisis de esquemas de integración regional. En este sentido, la próxima sección estudia en particular los alcances de la integración financiera a nivel latinoamericano.

### **Integración financiera latinoamericana**

La integración financiera es el proceso por medio del cual mercados financieros de un país participan más estrechamente de los mercados del resto de la región o del mundo; y su objetivo es el logro de un espacio financiero regional estable, cuya regulación permita minimizar las crisis y sus efectos de contagio. En este sentido, la integración financiera se verá facilitada en la medida en que se avance hacia a una mayor armonización en materia de reglas y normas con miras a garantizar mayor transparencia y supervisión de los sistemas financieros, todo lo cual tiende a lograrse a partir de la convergencia a estándares internacionales (BID, 2002).

Si bien se señala con frecuencia que la integración financiera regional debería ser un paso posterior al logro de políticas de coordinación macroeconómica, ésta es acicate y ayuda importante para avanzar en ese sentido, pues facilita el acceso a fuentes de liquidez en procesos de crisis, limita el endeudamiento fiscal

---

<sup>17</sup> Si la sostenibilidad financiera del gasto público depende de la propia disciplina fiscal, valdría la pena preguntarse, ¿cuál es el efecto del proceso de integración monetaria sobre la disciplina fiscal? Por un lado, la eliminación del riesgo cambiario nominal que disminuye el nivel de la tasa de interés asociada a los títulos de deuda doméstica, podría estimular un mayor uso del endeudamiento como medio de captación de recursos dentro de la unión monetaria. Sin embargo, por otro lado, la pérdida del señoreaje por parte de las autoridades fiscales nacionales, obliga a estos a enfrentar una restricción presupuestaria más exigente, lo cual podría servir de incentivo para la reducción del volumen de endeudamiento. No obstante, si bien es cierto que la integración monetaria no necesariamente genera una mayor disciplina fiscal, también es cierto que la misma no necesariamente genera una menor disciplina fiscal.

a corto plazo y favorece la eficaz movilización de los recursos financieros, pudiéndose invertir en programas y proyectos en pro del desarrollo regional, a la par que se limita la exposición regional a la especulación y la volatilidad de las expectativas globales. La ampliación del tamaño de los mercados financieros tiende a reducir el costo de la inversión, la exposición al riesgo crediticio y el riesgo moral, a partir de la mejora en la supervisión la cual redundará en una mayor estabilidad sistémica.

La integración en el plano financiero puede concretarse a partir de esfuerzos formales destinados a tal fin, pero también puede emerger sin acuerdos pre-existentes, siendo el resultado del interés de actores internacionales en un mercado en particular. Aunque a partir de la década de los noventa se consolidan esquemas de armonización en este sentido (Levy, 2000), la integración informal ha sido el caso más común en la región latinoamericana, donde bancos, fondos de inversión y empresas de seguro internacionales, principalmente de países desarrollados, participan en la región, promoviéndose el desarrollo de lazos comerciales y de inversión entre las partes.

Esta integración financiera, a su vez ha sido estimulada por los procesos de liberalización de los años ochenta y noventa, los cuales han estado vinculados a políticas de apertura al comercio, a la inversión extranjera directa y al desarrollo de los mercados bursátiles regionales. Pero estos esquemas de apertura no han generado la totalidad de los efectos deseados en la región y las características de los fondos que a la misma se dirigen, no siempre favorecen efectos multiplicadores positivos. Más aún, en la actualidad se reevalúan los beneficios resultantes de los esfuerzos realizados para la atracción de capital, sus características, volúmenes y las estrategias utilizadas para su captación.

### ***Integración financiera de facto: flujos de capital hacia la región latinoamericana***

La región latinoamericana ha vivido distintas experiencias frente al capital: desde ser *locus* de inversión por excelencia, hasta ser excluida virtualmente de las corrientes de capital y convertirse en exportadora neta del mismo, con el consecuente impacto en el deterioro del bienestar de sus ciudadanos. Los flujos de capital vuelven a la región en los años noventa, producto de una combinación de elementos internos y externos: reformas económicas, transformaciones institucionales, desarrollos financieros regionales y nuevas realidades internacionales.

**Cuadro 1**  
**Entradas de capital a la región latinoamericana**  
**(Millones de US\$, %)**

Concepto	1970-1979	1980-1989	1990-1997	1998-2004
Flujos agregados netos	146	219	507	494
Flujos netos de deuda l.p.	118	143	175	82
Inversión directa neta	26	62	220	394
Portafolio (acciones)		1	88	1
Donaciones (excluye coop. técnica)	2	13	24	18
Pago de interés	48	249	185	246
Remisión de utilidades	18	55	100	126
Transferencias netas	80	-85	223	122
Ek*/Inb**	4,3%	3,4%	5,1%	5,9%
Ek/X***		18,6%	28,6%	24,2%

(\*) Entradas de capital; (\*\*) Ingreso Nacional Bruto; (\*\*\*) Exportaciones.

Fuente: Banco Mundial, Flujos Mundiales de Financiamiento para el Desarrollo, 2006.

Las entradas netas de capital a la región se evidencian a través de cinco conceptos: inversión directa, inversión en portafolio, préstamos bancarios, ayudas oficiales y transferencias. Cada uno de estos rubros ha tenido mayor o menor importancia en la historia del siglo pasado de la región y particularmente se han diferenciado en cada uno de los países de la misma, aún cuando en términos generales se destaca el peso creciente de los inlujos en el desempeño económico.

Aunque la evaluación de la integración financiera de facto ha de incorporar la totalidad de los flujos de capital relacionados con la región, en este trabajo se destacarán los movimientos de capital por concepto de inversión extranjera directa y aquellos vinculados al desarrollo de los mercados de capitales de la región, excluyendo aquellos en los que la participación de los Estados es determinante, (deuda soberana, ayuda al desarrollo y préstamos gubernamentales).

#### *Inversión extranjera directa*

La profundización de las reformas estructurales de la década de los noventa condujo a la conversión de parte de la deuda por inversiones directas, lo que se concretó por medio de amplios programas de privatización los cuales atrajeron capitales extranjeros en sectores de la economía anteriormente administrados por el Estado: banca y finanzas, telefonía básica y celular, aviación y navegación, electricidad, minería e hidrocarburos, e infraestructura de servicios, puertos, aeropuertos y otros. Desde entonces, la región se ha mantenido como destino importante de los flujos de inversión directa, llegando en el período 1998-2004 a cifras anuales promedio cercanas a los US\$ 70 mil millones.

El tamaño de la economía resulta elemento definitorio en el destino del capital: tres cuartas partes de los flujos se concentran en Brasil, México, Argentina y el 20% siguiente en las economías medianas (Chile, Colombia, Perú y Venezuela). El 70% de los mismos se destina al sector terciario y de éste, el 30% se canaliza hacia la actividad financiera (Banco Mundial, 2006 y cálculos propios).

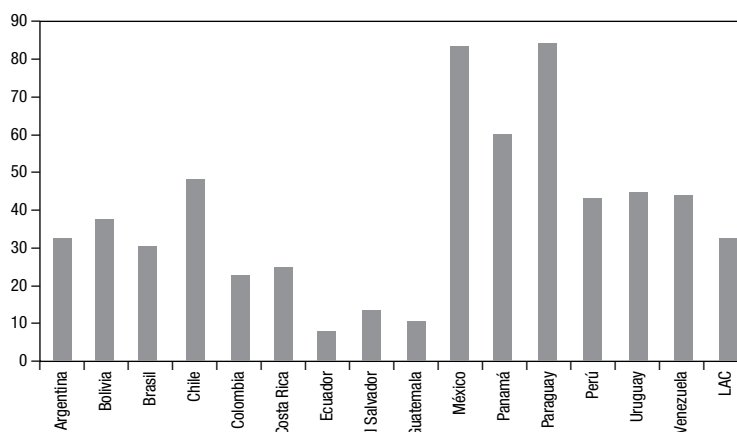
El principal proveedor de fondos a Latinoamérica es la región norteamericana (EE UU y Canadá), siguiéndole en importancia el continente europeo, donde destaca la actividad de inversión de transnacionales españolas tanto en el sector financiero, de telecomunicaciones, como en electricidad e infraestructura. En el sector financiero, el Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA) y el Banco Santander Central Hispano (BSCH) se han convertido en los principales actores en los mercados financieros latinoamericanos. Mientras en 1994 la proporción de los activos totales en manos del sector bancario latinoamericano bajo control extranjero representaba alrededor del 10%, siete años después se había más que triplicado, destacándose los casos de México y Paraguay con más del 80% y Panamá con un 60% (Banco Mundial, 2006).

Si a lo anterior se añade el peso de la participación gubernamental en el sector bancario, que en la región no es desdeñable (salvo Bolivia, México y Perú), se observa el poco espacio de participación del sector privado nacional, por lo que la competencia es baja y las presiones para extraer mayores beneficios de estos capitales extranjeros no ha sido la mayor.

Teóricamente, el impacto de la participación de la banca extranjera es asociado a una mejor y más eficiente distribución de recursos, una reducción del costo del crédito por incremento de la competencia, aumento de instrumentos y servicios y mejora en la supervisión, y por ende en la estabilidad sistémica.

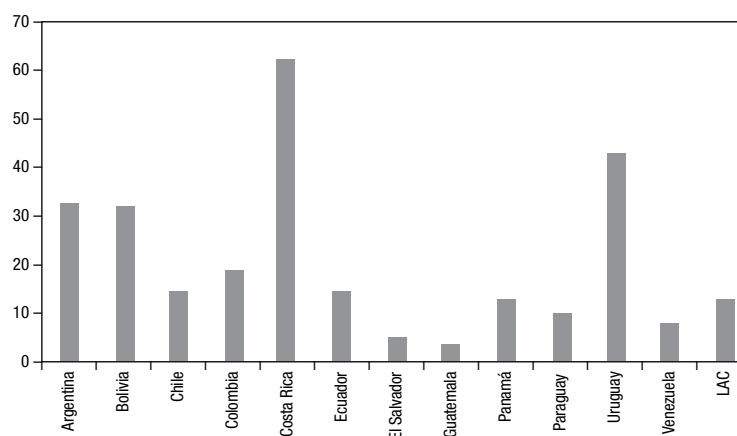


Gráfico 1  
Activos bancarios de bancos extranjeros  
(Porcentaje del total de los activos, año 2001)



Fuente: Banco Mundial, 2006.

Gráfico 2  
Activos bancarios de bancos gubernamentales  
(Porcentaje del total de los activos, año 2001)



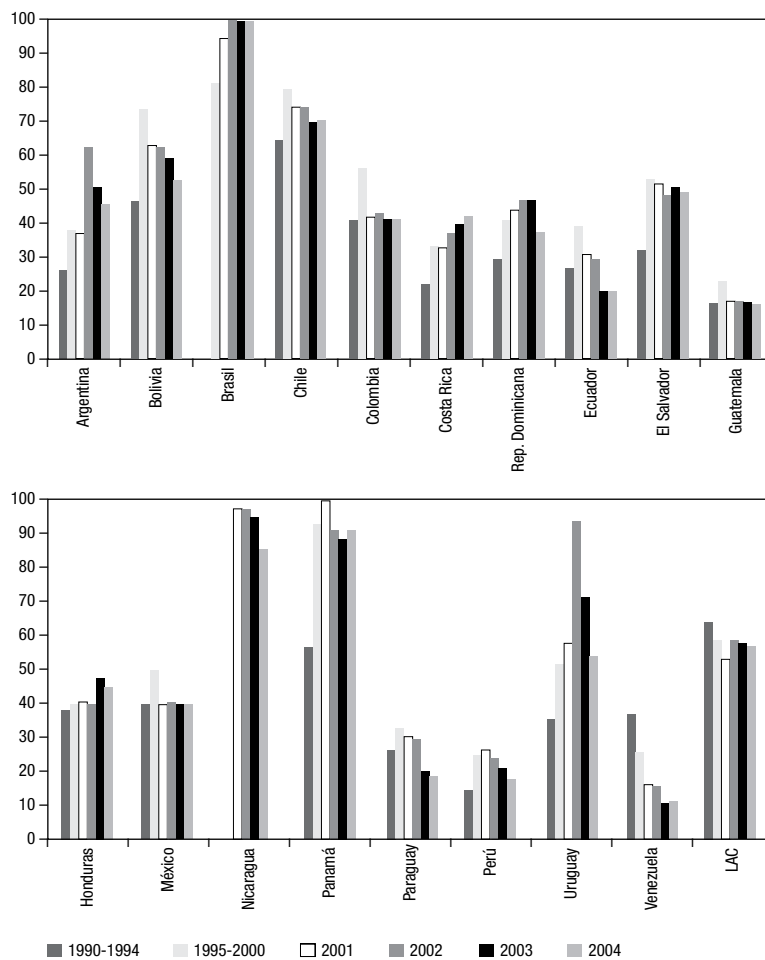
Fuente: Banco Mundial, 2006.

Se observa que la participación del crédito interno se mantiene alrededor del 60%, con importantes diferencias: Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Uruguay y Venezuela manifiestan un incremento en el período 1990-2000 a niveles del 100% y desde entonces hasta 2004 el crédito se contrae, aunque se mantiene en valores más elevados que al inicio del proceso de apertura

financiera que viviera la región en la década de los noventa. Por su parte, un importante número de países centroamericanos mantienen su nivel de crédito interno alrededor del 40%, estabilizando el promedio regional.

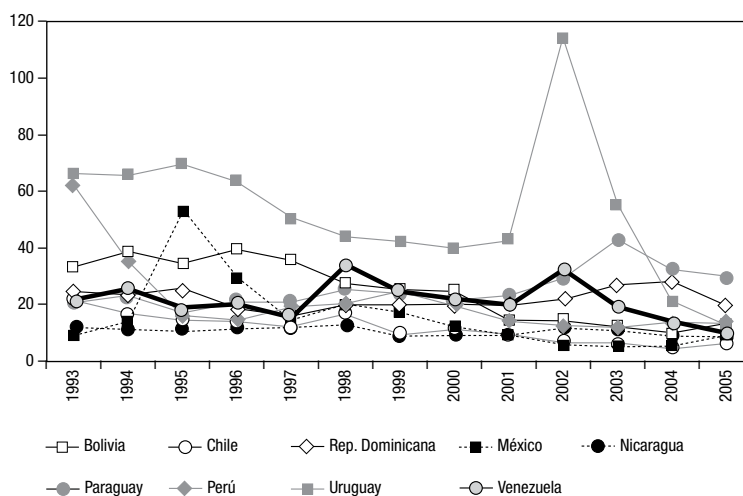
En relación a los diferenciales de las tasas se observa cierto descenso en el período 1994-2005, pasando de un rango de [15% - 40%] a [5% - 25%] en la mayoría de los casos. Claro está, si se compara con tasas de comienzos de los noventa la diferencia es mucho mayor.

Gráfico 3  
Crédito doméstico otorgado por el sector bancario  
(Porcentaje del PIB)



Fuente: Banco Mundial, 2006.

Gráfico 4  
Evolución del diferencial de las tasas activas y pasivas

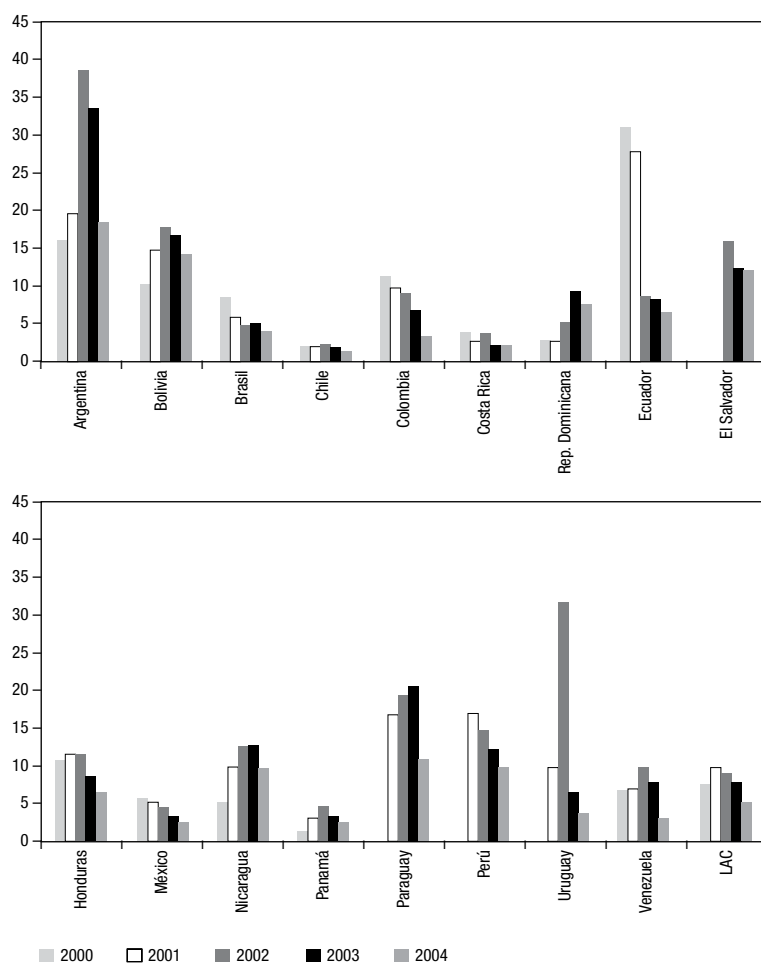


Fuente: FMI, IFS, 2006.

El alto diferencial preexistente entre las tasas activas y pasivas alimentó los rendimientos de las instituciones recién llegadas pero, ante crisis bancarias de alto calibre, las casas matrices no fungieron como prestamistas de última instancia de sus filiales en la región. Así, la cartera a pérdida en promedio ha bajado en el período 2000-2004 de un 9% a un 5%, con las notables excepciones de Argentina (2002-2003), Ecuador (2000-2001) y Uruguay (2002).

En síntesis, los flujos de capital por inversión extranjera directa en el sector bancario han favorecido la presencia en la región de corporaciones transnacionales del sector y, por ende, han facilitado una mayor penetración financiera con el consecuente trasvase de nuevos instrumentos y formas de negocios. Sin embargo, la poca competencia a la que se enfrentan estas corporaciones financieras les permite actuar de forma cuasi oligopolística en el mercado, con menores beneficios de los esperados para la región. Por otro lado, el esquema de profundización financiero no ha logrado que las instituciones propias de la región establezcan redes o vínculos para posicionarse en países distintos a aquellos de origen.

Gráfico 5  
Porcentaje de la cartera de créditos con problemas



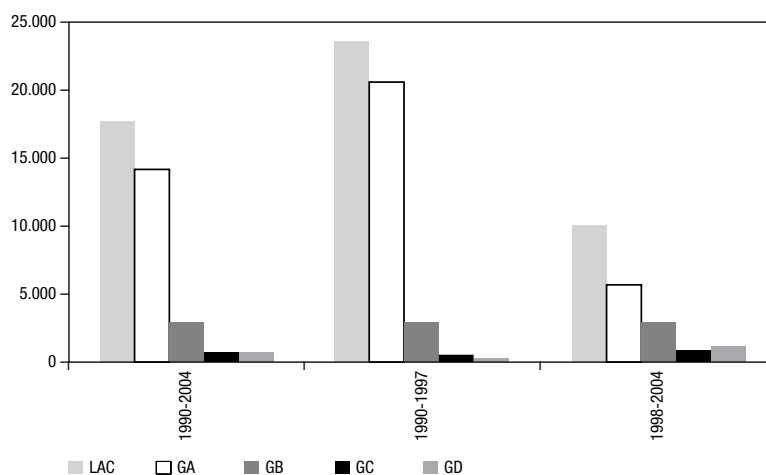
Fuente: Banco Mundial, 2006.

### Mercado de capitales

La inversión en portafolio está vinculada directamente al sector financiero de las economías y su puerta de entrada es el mercado bursátil. Así, muchas empresas deciden efectuar levantamiento de capital a través de *equity underwritings* o emisiones de acciones, las cuales no se restringen al mercado local, sino que amplían sus actividades financieras a mercados extranjeros.

En dichas emisiones destacan entre otros instrumentos los ADR (American Depositary Receipt), los GDR (Global Depositary Receipt) y los Warrants. El mayor peso de estas emisiones la tienen los ADR, los cuales son negociados por medio de la llamada papeleta rosada en el mercado de los Estados Unidos de Norteamérica, y a partir de los cuales las empresas han logrado movilizar una porción sustancial del capital requerido para sus inversiones.

Gráfico 6  
Inversión en portafolio: Destino intraregional  
(MM US\$)



LAC: Latinoamérica y el Caribe

GA: Argentina, Brasil y México

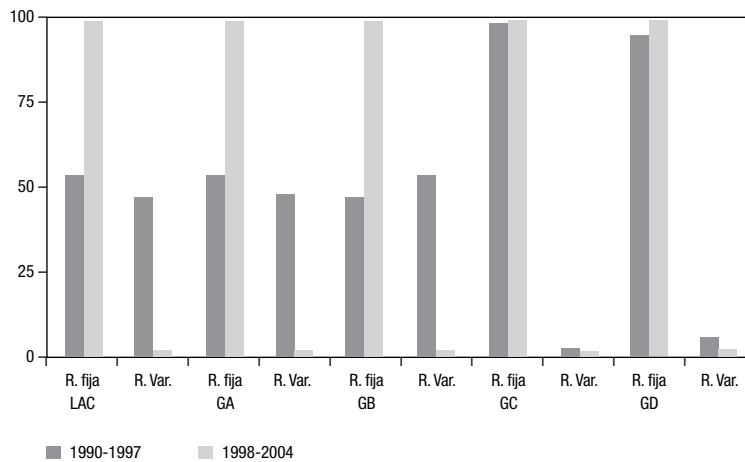
GB: Chile, Colombia, Perú y Venezuela

GC: Costa Rica, Ecuador, Guatemala, Panamá y Uruguay

GD: Bahamas, Belice, Bolivia, Cuba, República Dominicana, Guyana, Haití, Honduras, Jamaica, Nicaragua, Paraguay, Surinam, Trinidad y Tobago

Fuente: Banco Mundial, 2006.

Gráfico 7  
Inversión en portafolio: destino intraregional  
(Porcentaje)



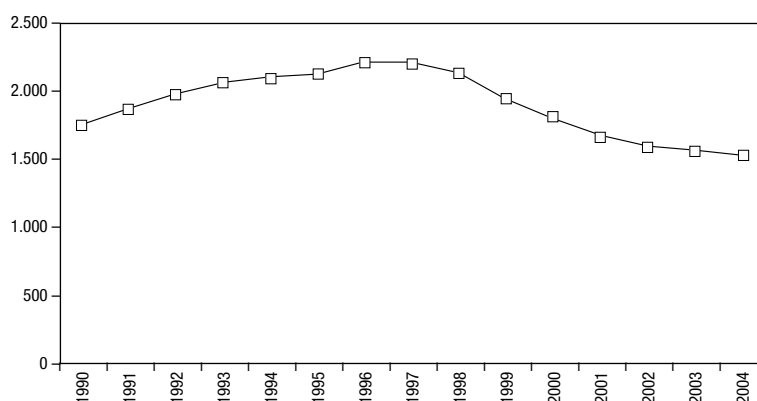
Fuente: Banco Mundial, 2006.

Por lo general los mercados bursátiles que logran captar la atención de los inversionistas internacionales son los de las economías de mayor tamaño en la región, los cuales a su vez presentan cierta importancia en su actividad y desempeño. Sin embargo, a partir de finales del siglo pasado, las economías más pequeñas han logrado captar alrededor de un 20% de estos flujos.

La inversión en portafolio se concreta tanto en instrumento de renta fija como aquellos de renta variable; aunque con una marcada preferencia hacia los menos riesgosos (renta fija) tras las crisis financieras de finales de siglo en las economía emergentes, las cuales generaron importantes cambios en las expectativas de los inversionistas y su evaluación de riesgo.

En lo referente al mercado bursátil, se observa un número creciente de empresas nacionales regionales listadas en sus respectivas bolsas hasta finales de los noventa, período a partir del cual se revierte la tendencia.

Gráfico 8  
Empresas nacionales listadas en bolsa 1990-2004



LAC: Latinoamérica y el Caribe.  
Fuente: Banco Mundial, 2006.

Por otro lado, cuando se revisa la proporción de empresas extranjeras listadas en las bolsas latinoamericanas, se observa un virtual aislamiento de la región en este sentido, más aún, las empresas de la región no cotizan sino en sus países de origen, observándose una mayor integración financiera con países de fuera de la región.

En este ámbito el proceso por recorrer es aún largo, pero conveniente. El fortalecimiento de estos mercados y su integración podría ayudar a disminuir la dependencia regional del capital extranjero, además de disminuir los costos de la inversión y evitar la fuga de capital. Particular impacto positivo han evidenciado tener los fondos de pensiones, tanto en el desarrollo del mercado de valores como en la disminución de la volatilidad de los flujos de capital.

Aún falta por avanzar en el desarrollo de un marco regulatorio homogéneo regional que permita ofrecer garantía de eficiencia, transparencia, flexibilidad y esquemas de control de riesgo sistémico. Resulta conveniente el desarrollo de la integración de estos mercados, el cual ha de tener presente el comportamiento y avance de los mercados globales y su interconexión, pues particularmente en esta área el término "mercado nacional" pierde significado y lo ubica en un hiperespacio que ha logrado trascender la capacidad física del ser humano y que confecciona el mapa de la red de comunicaciones globales.

## Reflexiones finales

### **Generales**

- a. Un análisis de costo-beneficio acerca de la decisión de integración monetaria y financiera, aun cuando es relevante y adecuado para determinar el precio que algunos países tendrán que pagar, es regularmente insuficiente.
- b. Desde el punto de vista individual del país miembro, los beneficios asociados al proceso de convergencia nominal e integración monetaria abarcan: la reducción de los costos transaccionales asociados a la eliminación del riesgo cambiario nominal, el aumento de transparencia en la fijación de precios y otros. Por su parte, el costo fundamental asociado al proceso de convergencia nominal e integración monetaria regional es la renuncia al uso del instrumento cambiario.
- c. A nivel regional, los beneficios involucran, adicionalmente, un mayor nivel de señoreaje y expansión financiera, y a consecuencia de la reducción de los costos transaccionales, un efecto estimulador capaz de provocar mayores avances en el propio proceso de integración en los sectores monetario, financiero, político e institucional, etc.
- d. Las estrategias planteadas con el propósito de lidiar con choques asimétricos, costosos tanto para la economía nacional como para la región, divergen notablemente entre sí. Mientras la ortodoxia propone una mayor flexibilización del mercado laboral, el pensamiento heterodoxo, postkeynesiano, reclama un mayor liderazgo del Estado en la promoción de políticas de ingresos nacionales (o *income policy*) que contengan la aceleración inflacionaria en el corto plazo (Colander, 1979; Appelbaum, 1982).

### **Región latinoamericana**

- e. Se observa cada vez más una mayor integración financiera a nivel global. No obstante, simultáneamente, se percibe una escasa vinculación regional latinoamericana.
- f. Se evidencia la necesidad de revisar esquemas de integración financiera que permitan aminorar los efectos de movimientos abruptos de capital. En este sentido, existen aún instituciones regionales en estado incipiente que pudieran favorecer más aportando mecanismos adicionales de estabilización.
- g. La integración conjuga aspectos económicos, políticos, militares, ambientales y culturales con actores nacionales, internacionales, públicos, privados, gubernamentales y de la sociedad civil. En virtud de lo anterior es manifiesta la necesidad de promover la participación de los distintos sectores nacionales.
- h. Los acuerdos de integración no son fáciles: sus caminos son pedregosos y sólo la claridad de las naciones y de los beneficios finales frente a costos de corto plazo puede asegurar su concreción.



---

## Referencias bibliográficas

---

- APPELBAUM, E. (1982). "The incomplete incomes policy vision", *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 4, issue 4, pp. 546-557.
- BANCO INTERAMERICANO DE DESARROLLO-BID (2002). *Más allá de las fronteras. El nuevo regionalismo en América Latina*, Washington, DC.
- COLANDER, D. (1979). "Incomes policies: MIP, WIPP, and TIP", *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 1, issue 3, pp. 91-100.
- DE GRAUWE, P. (1997). *The Economics of Monetary Integration*, 3ª ed., Oxford University Press, Oxford.
- \_\_\_\_\_ (2003). *The Economics of Monetary Union*, Oxford University Press, Oxford.
- ENGEL, C. y J. ROGERS (1995). "How wide is the border?", *International Finance Discussion Paper*, n° 498, Washington, DC, Board of Governors of the Federal Reserve System.
- GONZALEZ, J.M. (2005). "Integración financiera y crecimiento económico. Algunas lecciones desde la experiencia europea", discurso como miembro del Consejo de Gobierno y del Comité Ejecutivo del Banco Central Europeo en el Foro *Chile-Unión Europea Fundación Euroamérica*.
- GRIECO, J.M. (1997). "Systemic Sources of Variation in Regional Institutionalization in Western Europe, East Asia and the Americas", en Mansfield, Edward & Milner, Helen, eds., *The Political Economy of Regionalism*. Columbia University Press, Nueva York, pp. 164-187.
- HAAS, E. (1958). *The Uniting of Europe*, Stanford University Press, Stanford.
- \_\_\_\_\_ (1964). *Beyond the Nation-State*, Stanford University Press, Stanford.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND-IMF (2006). *International Financial Statistics*, Washington, DC.
- KENEN, R. (1969). "The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View", R. Mundell y A. Swoboda, eds., *Monetary Problems of the International Economy*, Chicago, University of Chicago Press.
- KRUGMAN, P. (1984). "Import Protection as Export Promotion: International Competition in the Presence of Oligopoly and Economies of Scale", en H. Kierkowski, ed., *Monopolistic competition and International Trade*, Oxford, pp. 180-93.
- \_\_\_\_\_ (1988). *Target Zones and Exchange Rate Dynamics*, NBER, w2481.
- \_\_\_\_\_ (1992). "Integration, Specialization and Regional Growth", Notes on 1992 EMU Stabilization, Memo, MIT.
- LEVY, S. (2000). "Los sistemas bancarios de los países de la Comunidad Andina de Naciones. Tendencias y perspectivas", *Nueva Economía*, vol. VIII-IX, abril, pp. 317-374, Caracas, Academia Nacional de Ciencias Económicas.
- LIPSEY, R. (1960). "The Theory of Customs Union: A General Survey", *Economic Journal*, vol. 70, pp. 496-513.
- MANSFIELD, E. & H. MILNER, EDS. (1997). *The Political Economy of Regionalism*, Nueva York, Columbia University Press.

- MATTILI, W. (1999). *The logic of Regional Integration: Europe and Beyond*, UK, Cambridge, Cambridge University Press.
- McKINNON, R. (1963). "Optimum Currency Areas", *The American Economic Review*, 53, pp. 717-25.
- MEADE, J. (1955). *The Theory of Customs Unions*, North Holland. Amsterdam.
- MILTON, F. (1953). *Essays of Positive Economics*, Chicago, Chicago University Press.
- MITRANY, D. (1966). *A Working Peace*, Chicago, Quadrangle Books.
- MORALES, A. y A.J. PADILLA (1994). *Designing Institutions for International Monetary Cooperation*, Madrid, Cemfi.
- MUNDELL, R.A. (1961). "A Theory of Optimum Currency Areas", *The American Economic Review*, vol. 51, septiembre, pp. 657-665.
- SISTEMA ECONÓMICO LATINOAMERICANO-SELA(2006). *Tendencias recientes de los flujos financieros hacia y desde América Latina y el Caribe. El comportamiento de la deuda externa*.
- VINER, J. (1950). *The Custom Union Issue*, Carnegie Endowment for International Peace, Cambridge.
- WORLD BANK (2006). *World Development Indicators*, Washington, DC.