

---

## temas de coyuntura

# **F**ortaleciendo la institucionalidad financiera en Latinoamérica

Manuel R. Agosin



NACIONES UNIDAS



Unidad de Estudios Especiales  
Secretaría Ejecutiva, CEPAL

Santiago de Chile, noviembre de 2000

Este documento fue preparado por el señor Manuel Agosin, consultor del Proyecto CEPAL/FLAR/CAF “Los retos de las bancas de desarrollo y de pagos en la Comunidad Andina y Latinoamericana en la perspectiva de la nueva arquitectura financiera internacional”. El autor agradece la valiosa colaboración del Sr. Roberto Guarnieri, Presidente Ejecutivo del Fondo Latinoamericano de Reservas y del Sr. Enrique García, Presidente Ejecutivo de la Corporación Andina de Fomento, y el apoyo de esas instituciones. Asimismo agradece los comentarios de un árbitro anónimo y de Reynaldo Bajraj, Javier Camboni, Luis Felipe Jiménez, Edgard Moncayo, Humberto Mora, José Antonio Ocampo y Rogério Studart a versiones anteriores de este trabajo. La excelente asistencia de investigación de Ricardo Mayer y Víctor Zúñiga facilitó la preparación del estudio.

Las opiniones expresadas en este documento, el cual no ha sido sometido a revisión editorial, son de la exclusiva responsabilidad del autor y pueden no coincidir con las de la Organización.

---

**Publicación de las Naciones Unidas**

LC/L.1433-P

ISBN: 92-1-321663-7

Copyright © Naciones Unidas, noviembre de 2000. Todos los derechos reservados

Nº de venta: S.00.II.G.111

Impreso en Naciones Unidas, Santiago de Chile

---

La autorización para reproducir total o parcialmente esta obra debe solicitarse al Secretario de la Junta de Publicaciones, Sede de las Naciones Unidas, Nueva York, N. Y. 10017, Estados Unidos. Los Estados miembros y sus instituciones gubernamentales pueden reproducir esta obra sin autorización previa. Sólo se les solicita que mencionen la fuente e informen a las Naciones Unidas de tal reproducción.

## Índice

---

<b>Resumen</b> .....	5
<b>I. Introducción</b> .....	7
<b>II. Las crisis financieras de última generación</b> .....	9
<b>III. El papel de los fondos regionales ante las crisis financieras</b> .....	15
<b>IV. El papel de los fondos regionales en favor de la integración</b> .....	19
<b>V. Breve discusión de algunas instituciones regionales de apoyo a los pagos externos</b> .....	23
A. El Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR) .....	23
B. El convenio de pagos y créditos recíprocos de la ALADI (CPCR) .....	26
<b>VI. Opciones para fortalecer los organismos regionales de pagos</b> .....	27
A. Membresía .....	27
B. Recursos .....	28
C. Los posibles servicios del fondo y su condicionalidad .....	29
D. Coordinación de política económica y de supervisión bancaria .....	32
<b>VII. Factibilidad y tamaño de un fondo regional ampliado</b> .....	33
<b>VIII. Conclusiones</b> .....	39
<b>Bibliografía</b> .....	41
<b>Serie Temas de coyuntura: números publicados</b> .....	43

## Índice de cuadros

Cuadro 1	Flujos netos de capital a M2, economías desarrolladas .....	12
Cuadro 2	Indicadores de tamaño relativo de las cuotas del FLAR, fines de 1997 .....	25
Cuadro 3	Países seleccionados: Coeficientes de correlación entre variaciones .....	31
Cuadro 4	Países seleccionados: Coeficientes de correlación entre las entradas netas de capital .....	34
Cuadro 5	Cambios en los flujos de capital privados a seis países latinoamericanos .....	36
Cuadro 6	Países seleccionados: Reservas internacionales, deuda de corto plazo y cantidad de dinero .....	37

---

## Resumen

---

Las fuertes crisis financieras internacionales que han sacudido a las economías latinoamericanas en las últimas dos décadas sugieren que el sistema financiero internacional adolece de serios defectos. Este trabajo discute una de las reformas que se han puesto sobre el tapete de la discusión en años recientes: el fortalecimiento de la cooperación financiera regional. Se llega a la conclusión que un fondo latinoamericano que contara con una porción modesta de las reservas de los países de la región, reforzadas quizás con líneas de crédito contingentes de la banca internacional, podría ser una línea de defensa efectiva contra las crisis financieras ocasionadas por fugas de capitales y podría contribuir a evitar la propagación de las crisis dentro de la región por contagio. Un fondo de esta naturaleza podría también tener otras funciones, como, por ejemplo, la de proveer financiamiento para problemas de balanza de pagos asociados a deterioros temporarios en los términos del intercambio. Asimismo, un fondo regional contribuiría a la armonización de las políticas macroeconómicas entre sus miembros, una condición indispensable para lograr una mayor estabilidad en los tipos de cambio bilaterales y una integración regional efectiva. Un fondo regional no sería un sustituto para el Fondo Monetario Internacional sino más bien que lo complementaría.



## I. Introducción

---

Las recurrentes crisis financieras internacionales que han azotado a las economías “emergentes” han dado lugar a un vigoroso debate sobre posibles reformas a “la arquitectura financiera internacional”. Existen numerosas propuestas de reforma y algunas de ellas incluyen la creación de entidades monetarias regionales (véase Ocampo, 1999, págs. 68-70; y Mistry, 1999; FLAR, 2000). Este trabajo analiza el papel que puede tener el fortalecimiento de la capacidad de los organismos regionales para hacer frente al contagio financiero y para promover el comercio y las inversiones intrarregionales.

Los países de América Latina, en particular, han realizado algunos esfuerzos por construir instituciones financieras subregionales que vayan en ayuda de países con problemas de balanza de pagos. También existen mecanismos regionales y subregionales de pagos recíprocos cuyo objetivo es el de reducir la necesidad de recurrir a divisas para financiar pagos entre los países que participan en dichos arreglos. Aunque ellas han jugado un importante papel en las últimas dos a tres décadas, estas instituciones deben ser fortalecidas para encarar los desafíos de la globalización y para constituirse en el eslabón regional del que carece la arquitectura financiera internacional.

Los objetivos que se perseguirían con el reforzamiento de la institucionalidad financiera regional serían los siguientes:

- Ayudar a los países miembros a enfrentar crisis de balanza de pagos que ocurren por motivos ajenos a la calidad de sus políticas macroeconómicas;

- Contribuir a la integración regional promoviendo una mayor estabilidad en los tipos de cambio bilaterales entre los países de la región;
- Proteger el comercio y las inversiones intraregionales en momentos de crisis financiera global;
- Proveer un foro que propenda a la coordinación de las políticas macroeconómicas, lo que redundaría en menos vulnerabilidad frente a crisis externas y a una mayor estabilidad en los tipos de cambio bilaterales; y
- Promover el intercambio de información sobre temas vitales para la estabilidad financiera internacional, como son las regulaciones prudenciales en el sector financiero y hacia los flujos de capital.

Este trabajo argumenta que la naturaleza de las crisis financieras en el contexto de la globalización de las finanzas aconseja contar con instituciones regionales más fuertes en este campo. La segunda sección trata de las crisis financieras de última generación y sus efectos sobre las economías receptoras. La sección III presenta argumentos en favor del fortalecimiento de los mecanismos financieros regionales. En la sección IV abordamos el papel que dichos mecanismos pueden tener en promover la integración regional. En la sección V se describen dos de las instituciones ya existentes en la región en materia de cooperación financiera internacional, el Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR) y el Convenio de Pagos y Créditos Recíprocos (CPCR) de la Asociación Latinoamericana de Integración (ALADI). La sección VI presenta algunas alternativas para fortalecer la institucionalidad financiera regional con miras a enfrentar los desafíos de la globalización financiera y de la integración latinoamericana. En la sección VII analizamos la factibilidad de un fondo regional reforzado y hacemos consideraciones de cuál debiera ser el tamaño de dicho fondo para hacer frente en forma creíble a los avatares de la globalización. La sección VIII presenta algunos pensamientos a la manera de conclusiones.



## II. Las crisis financieras de última generación

---

La crisis financiera internacional que se desató a partir de la depreciación del baht tailandés en julio de 1997 tuvo alcances mundiales y afectó profundamente a los países en desarrollo que habían logrado insertarse en los mercados internacionales de capital. En este contexto, los países de América Latina no pudieron aislar sus economías de los vaivenes de los capitales internacionales. A partir de 1998, la tasa de crecimiento de la región se deterioró sensiblemente y 1999 fue el año de peor desempeño económico desde la crisis de la deuda.

Más adelante definiremos con más precisión el término contagio. Baste decir aquí que consideramos contagio a un *shock* externo puro que no se relaciona en forma alguna con las bondades o yerros de política económica interna de los países que los sufren. Por lo general, el término contagio ha sido aplicado al ámbito financiero: una crisis financiera actúa como *señal* y esta señal desencadena *conductas de manada* en los mercados de capitales. Si bien esta es una de las formas más importantes de contagio en una economía mundial financieramente globalizada, ciertamente no es la única. Existen países en América Latina que participan en forma muy parcial en los mercados financieros globales, pero son profundamente afectados por acontecimientos en dichos mercados a través de los efectos indirectos que dichos acontecimientos tienen sobre sus términos del intercambio o el volumen de sus exportaciones. Por estos motivos, usamos el término contagio en un sentido más amplio. Por supuesto, también se incluyen dentro del concepto las fugas de capitales causadas por

problemas financieros internacionales en otros países o por alzas de las tasas de interés en los países industriales.

Los mecanismos de contagio que experimentó la región durante la crisis financiera mundial más reciente fueron de varios tipos:

- Existió contagio comercial a través del impacto sobre los términos del intercambio de la recesión en las economías asiáticas (las más fuertemente castigadas por la crisis financiera): los precios de varias materias primas que los países latinoamericanos exportan a los mercados internacionales disminuyeron sensiblemente. Si bien es cierto que el impacto de la caída de los precios de los productos de exportación fue, en algunos casos, compensado por menores precios de algunos productos importados (en particular, petróleo y manufacturas), los términos del intercambio de la mayoría de los países se deterioraron.<sup>1</sup>
- El contagio comercial también se manifestó a través de la contracción de los volúmenes exportados a Asia. Este efecto fue particularmente intenso en el caso de los países para los cuales los países asiáticos son un mercado importante. Pero el contagio comercial también tomó la forma de una contracción más que proporcional en las exportaciones intrarregionales, las que se concentran en bienes manufacturados.
- El contagio financiero fue importante para la mayoría de los países de la región y sus consecuencias fueron particularmente adversas. A consecuencia de una corrida de capitales de los países emergentes en su totalidad, los bancos y empresas de muchos países de la región tuvieron dificultades para renovar sus líneas de crédito. Los "spreads" con que pudieron colocarse nuevos bonos corporativos aumentaron dramáticamente. En algunos casos, las empresas de primera línea de la región simplemente no pudieron realizar colocaciones de bonos a ningún precio. Los inversionistas extranjeros de cartera liquidaron sus posiciones.
- El contagio financiero tuvo también un aspecto puramente nacional. El aumento repentino del riesgo cambiario motivó a los propios agentes nacionales a trasladar sus inversiones desde papeles en moneda nacional a otros denominados en dólares, lo que agravó la tendencia a la depreciación cambiaria. Las empresas con pasivos en divisas, acumulados durante la larga bonanza de capitales externos, se apresuran a cubrirse y ello agudizó la crisis provocada por la fuga de capitales extranjeros y la no renovación de créditos por parte de la banca internacional.
- Todos los países (a excepción de aquellos que mantienen tipos de cambio fijo) acusaron depreciaciones cambiarias (nominales e incluso reales) excesivas, algunas de las cuales ya se han revertido.

La mayoría de los países de la región sufrieron contagio comercial y también financiero. Eso es lo que hizo que la crisis tuviera efectos tan adversos. Los efectos de ambos tipos de contagio pueden ser aminorados por la vía del financiamiento. En lo comercial, si se espera que el deterioro de los términos del intercambio y/o la caída de los volúmenes exportados sean temporarios y reversibles, la mejor política es obtener financiamiento compensatorio mientras dure el problema. Esa es la razón de ser del Servicio de Financiamiento Compensatorio y Contingente del Fondo Monetario Internacional (FMI).

El contagio financiero también es temporario, por naturaleza. Como nos enseñan las crisis de los años noventa (tanto la mexicana como la asiática), las entradas y salidas de capitales se suceden en forma cíclica, tema que abordamos más abajo con mayor detención. Si el origen del problema de balanza de pagos es el contagio financiero, se justifica contar *de antemano* con líneas

---

<sup>1</sup> Este trabajo se terminó de redactar antes de las alzas en el precio del petróleo de la segunda mitad de 2000.

de crédito que complementen a las reservas internacionales del país que sufre el problema, evitando así que sus autoridades tengan que implementar políticas excesivamente restrictivas para cerrar la brecha externa.

Como consecuencia de la globalización de las finanzas, de la participación creciente de los países de la región en los mercados internacionales de capital y del comportamiento de los agentes financieros (tanto nacionales como internacionales), es muy probable que las crisis financieras sean cada vez más frecuentes y cada vez más caracterizadas por el contagio. Las reformas que se han propuesto a la arquitectura financiera internacional tienen como objetivos reducir la probabilidad de que dichas crisis ocurran y proteger a los países en desarrollo de los efectos más adversos de las crisis.<sup>2</sup>

Ello implica que las crisis de balanza de pagos que ya están experimentando muchos países individuales pueden tener poco que ver con políticas macroeconómicas desacertadas. Las típicas crisis de balanza de pagos a las que estábamos acostumbrados en la región se originaban en problemas asociados a déficits en cuenta corriente que eventualmente se tornaban no financiables. Las políticas macroeconómicas asociadas a estas crisis incluían elevados déficit fiscales (aún en períodos de auge cíclico) que debían ser monetizados en alguna medida, políticas monetarias demasiado expansivas o la insistencia en mantener un tipo de cambio sobrevaluado (quizás porque la inflación interna había sido superior a la internacional por un período suficientemente largo). Políticas macroeconómicas imprudentes llevaban a déficits eventualmente insostenibles en la cuenta corriente y a pérdidas de reservas por parte del Banco Central. Este es el tipo de situaciones con las que el FMI está preparado a lidiar mediante el otorgamiento de sus préstamos condicionados.

Por supuesto que la región no está enteramente liberada de estas "crisis de primera generación" (cuya modelación formal puede encontrarse en Krugman, 1979). Lo que distingue a las crisis actuales es que ellas ocurran en varios países en forma secuencial y muchas veces sin que existan causas evidentes en el manejo macroeconómico de los países afectados. A esto es lo que llamamos "contagio financiero". Como se verá más adelante, esta característica secuencial de las crisis estuvo en evidencia en la crisis financiera asiática.

Es una constante empírica que los países que caen presa de esta nueva generación de crisis asociadas con la globalización experimentan primero una poderosa oleada de afluencia de capitales. Es lo que sucedió con México en el período previo a 1994 y ha sido universalmente el caso de los países que han resultado más vapuleados por la reciente crisis financiera: Tailandia, Malasia, Indonesia, Filipinas, Corea, Rusia, Brasil y Argentina. De manera, pues, que en cierto sentido, la crisis financiera se gesta durante períodos de excesivas entradas de capital, particularmente de corto plazo (véase Rodrik y Velasco, 1999). La masiva afluencia de recursos a determinados países obedece a una constelación de factores, entre los cuales figuran la favorable percepción de los inversionistas financieros extranjeros o simplemente las expectativas de que la respectiva moneda se apreciará.<sup>3</sup> Dado que normalmente las tasas de interés son más altas en mercados emergentes que en los países desarrollados, las expectativas de una apreciación cambiaria pueden desencadenar cuantiosas entradas de capitales.

Esas mismas entradas a menudo no son en absoluto marginales para un receptor individual. En economías emergentes, las entradas de capital pueden llegar a representar más del 10 por ciento del PIB. Por otra parte, como los mercados financieros de dichos países son muy poco profundos, los movimientos de capital son frecuentemente una proporción muy elevada de las finanzas

---

<sup>2</sup> Existe una extensa literatura sobre el tema y numerosas propuestas de reforma han sido puestas sobre la mesa. El lector interesado puede consultar Ocampo (1999); Eichengreen, (1999); Agosin (1999); y Ahluwalia (2000).

<sup>3</sup> Esta es una versión internacional bastante sui generis de "los concursos de belleza" de Keynes (Eatwell, 1997, p. 243). Así, algunos agentes son más sensibles a lo que otros agentes se proponen hacer que al valor subyacente de los activos. Cuando estos agentes predominan sobre los "fundamentalistas", los mercados financieros pueden tornarse muy volátiles.

nacionales. Como puede apreciarse en el cuadro 1, mientras en los países desarrollados los movimientos internacionales de capital nunca sobrepasan el 5 por ciento de la cantidad de dinero (medida por M2), en las economías emergentes ellos pueden llegar a ser 25 por ciento de la misma.

**Cuadro 1**  
**FLUJOS NETOS DE CAPITAL<sup>a</sup> A M2<sup>b</sup>, ECONOMÍAS DESARROLLADAS**  
**Y EMERGENTES SELECCIONADAS**  
(En porcentaje)

País	1990-1998	1990-1994	1995-1998
Japón	1.7	1.8	1.7
Canadá	3.1	4.2	1.7
Estados Unidos	3.1	2.1	4.2
Suiza	5.7	5.3	6.0
Corea	5.7	4.7	7.0
Brasil	7.2	3.3	10.4
Indonesia	9.1	8.9	8.4
Malasia	11.2	13.2	6.3
Venezuela	14.5	18.5	11.4
Chile	18.6	18.9	19.2
Colombia	18.5	11.8	26.0
México	18.9	23.8	12.9
Ecuador	19.6	16.4	19.3
Argentina	22.0	25.5	18.2

**Fuente:** Fondo Monetario Internacional, *Estadísticas Financieras Internacionales*, febrero 2000, Washington, D.C.

<sup>a</sup> Entradas o salidas netas (salidas en Suiza y Japón, entradas en otros países).

<sup>b</sup> Monedas y billetes en circulación, depósitos a la vista, depósitos a plazo y depósitos de ahorro.

Es por ello que las oleadas de capital pueden provocar importantes externalidades negativas en los países en desarrollo: en efecto, ellas generan déficits en cuenta corriente, aprecian el tipo de cambio, desencadenan burbujas en los precios de los activos y aumentan la vulnerabilidad del sistema financiero nacional a una corrida o no renovación de créditos de corto plazo. Adicionalmente, a menudo hacen elevarse el coeficiente deuda de corto plazo a reservas internacionales. A la vez, la naturaleza cortoplacista de los flujos hace que los inversionistas puedan fácilmente irse en manada del país y los acreedores negarse a renovar sus préstamos tan pronto perciban algún problema.

Dado que los fundamentos han cambiado, en algún momento las percepciones de vulnerabilidad comienzan a crecer y la entrada de capitales a disminuir, pudiendo incluso transformarse en salidas netas, con fugas masivas de recursos. *Cuando el país ha perdido un cierto volumen de reservas, los inversionistas financieros extranjeros y nacionales descubren la existencia de riesgo cambiario.* Cuando los temores a la depreciación cobran ímpetu, todos buscan liquidar posiciones en moneda nacional o cubrir sus posiciones pasivas en divisas, acelerando la pérdida de reservas y precipitando una aguda crisis de balanza de pagos.

Como los bancos fueron grandes receptores de créditos externos durante la bonanza, las salidas de capital están asociadas a la no renovación de créditos y causan profundas crisis bancarias. Por ello, las crisis de última generación suelen ser “crisis gemelas”: de balanza de pagos y bancarias al mismo tiempo (Kaminsky y Reinhart, 1996; Kaminsky, Lizondo y Reinhart, 1998).

Lo interesante a recalcar en el contexto actual es que tanto las entradas de capital como las salidas están sujetas a contagio. Durante las entradas, los inversionistas de cartera y los acreedores bancarios tienden a subestimar el riesgo de invertir o prestar a agentes de la economía receptora. Las entradas a una economía emergente suelen estar acompañadas de entradas a otros países con características similares. Durante las salidas abruptas, se tiende a sobrestimar el riesgo de quedarse en ella (Ocampo, 1999, pág. 21). Una gran mayoría de las economías latinoamericanas recibieron fuertes entradas de capital de cartera y préstamos de la banca internacional durante los noventa. Entre ellas se encontraban unas que ya habían realizado profundas reformas económicas, como otras que recién iniciaban el proceso de reformas (Calvo, Leiderman y Reinhart, 1993; Devlin, Ffrench-Davis y Griffith-Jones, 1996; Ocampo y Steiner, 1995). Por lo tanto, cuando llegó la crisis, aunque muchos países habían realizado enormes progresos en su manejo macroeconómico, muchos estaban muy vulnerables al contagio de una estampida financiera como la que ocurrió a partir de la crisis financiera de Asia, la crisis rusa (julio de 1998) y las dos crisis brasileñas (la primera en agosto-septiembre de 1998 y la segunda en enero de 1999).

Dadas las magnitudes de las entradas de capital en relación con el tamaño de los mercados financieros de las economías receptoras, ellas hacen muy complejo el manejo macroeconómico en estas últimas. Si bien es posible contrarrestar en algún grado el efecto expansivo de las entradas de capital con políticas fiscales y monetarias restrictivas, ningún país latinoamericano ha sido totalmente exitoso, aún aquellos que, como Chile y Colombia, se lo propusieron como un objetivo explícito de política económica. La experiencia muestra que lo más aconsejable para las economías emergentes son las regulaciones prudenciales sobre los flujos de capitales.

Aunque existe evidencia que algunas formas de contagio financiero son simultáneas (la ampliación simultánea de los "spreads" que deben pagar los deudores de economías emergentes, por ejemplo), la experiencia de los últimos años indica que las crisis financieras internacionales ocurren en forma secuencial. Luego que una economía comienza a experimentar salidas de capital, los inversionistas y acreedores internacionales comienzan a dudar de la solvencia de deudores en otros países que podrían presentar síntomas parecidos. En algunos casos, el contagio es fruto de los efectos de la crisis inicial: la depreciación cambiaria que ocurre como consecuencia de la primera crisis torna menos competitivas a las exportaciones de otras economías con perfiles de exportación parecidos.



### **III. El papel de los fondos regionales ante las crisis financieras**

---

Como ya afirmáramos al principio de este trabajo, los fenómenos que describimos han hecho cundir la percepción que la arquitectura financiera internacional requiere de importantes modificaciones y ha suscitado un debate internacional muy relevante acerca de cuáles debieran ser los elementos constitutivos de esa nueva arquitectura. Entre ellos se encuentra otorgar mucho mayor relevancia a las instituciones monetarias regionales como una línea adicional de contención de las crisis financieras y del contagio.

El objetivo de fortalecer la institucionalidad financiera regional no implica sustituir al FMI. Este último es una institución clave en el sistema monetario internacional. Ningún fondo regional contaría ni con el volumen de recursos del FMI ni con la capacidad política para movilizar rescates financieros de gran envergadura cuando ellos fueran necesarios. Además, muchos problemas financieros internacionales rebasan el ámbito regional y requieren de soluciones globales.

Los fondos regionales pueden constituirse en un vínculo importante de países individuales con un FMI reforzado y reformado, dotando así al sistema de una mayor capacidad para promover la estabilidad financiera internacional. Con más razón, si la reforma a nivel internacional no ocurriera, se justificaría que los países latinoamericanos reforzaran sus líneas de defensa frente a las crisis financieras mediante el fortalecimiento de la cooperación regional.

El fortalecimiento de los fondos regionales puede justificarse desde varios puntos de vista. Todos los países latinoamericanos están continuamente expuestos a shocks externos temporarios, ya sea por fluctuaciones en sus términos del intercambio, elevaciones en las tasas de interés en los mercados financieros internacionales, o shocks financieros como los descritos más arriba. Estos shocks pueden enfrentarse de diversas maneras. Una es el auto aseguro, que consiste en mantener niveles de reservas internacionales más elevadas que las actuales o de contratar líneas de crédito contingentes con la banca internacional. Esta solución entraña dos problemas: el costo de oportunidad de las reservas es elevado y los créditos contingentes de la banca privada internacional con que puede contar cada país individual son costosos y modestos. Una segunda opción es recurrir directamente al FMI. Sin duda, los países latinoamericanos seguirán haciéndolo cuando enfrenten serias dificultades financieras. Pero el Fondo suele imponer condiciones que no siempre son adecuadas para enfrentar el problema y sus decisiones suelen ser demasiado lentas para lidiar con problemas que requieren una capacidad de respuesta rápida. Por último, los países latinoamericanos tienen una escasísima influencia sobre las decisiones y criterios que maneja el FMI.

Por todas estas razones, la opción de poder recurrir a un organismo regional puede ser atractiva. Una entidad monetaria regional puede responder eficazmente a problemas netamente regionales. Contar con reservas adecuadas para hacer frente a problemas comunes es, entonces, un argumento suficientemente poderoso a favor del establecimiento de lo que sería en efecto una cooperativa de crédito internacional en la región. Si, además, las crisis financieras tienen un componente de contagio regional, el argumento a favor de la constitución de fondos regionales para hacerle frente se hace aún más fuerte. Los mecanismos financieros regionales se justifican particularmente si, al evitar una crisis de balanza de pagos en un país de una región determinada, se estuviera evitando crisis similares en otros países de la misma región. En otras palabras, un organismo financiero regional tendría una externalidad importante.

El contagio regional estuvo claramente en evidencia durante la crisis financiera más reciente. Ella tuvo dos fases, ambas con un fuerte contenido regional. La primera fue netamente asiática: comenzó en julio de 1997 en Tailandia y, en la segunda mitad del año, se extendió gradualmente y en forma secuencial a casi todos los mercados emergentes del Asia: Indonesia, Filipinas, Malasia, Hong Kong, Taiwán, Singapur y, finalmente, Corea en noviembre del mismo año. Cayeron justos y pecadores: países con elevadas deudas de corto plazo en relación a sus reservas (Tailandia, Indonesia, Malasia y Corea) y economías con una situación de reservas muy sólida (Hong Kong y Singapur); países con elevados déficits en cuenta corriente en relación al PIB (Tailandia y Malasia), países con déficits moderados (Corea e Indonesia) e incluso economías con superávits significativos (Singapur y Hong Kong).

En 1998, después de la crisis rusa, el real brasileño debió soportar el primer ataque especulativo en agosto y septiembre. Ello exacerbó la crisis latinoamericana, región que ya estaba experimentando efectos comerciales y financieros importantes pero aún manejables. Ya a mediados de 1998, con la estampida de los inversionistas de cartera desde los países emergentes y la reevaluación negativa que sufrieron los deudores latinoamericanos por parte de los acreedores internacionales, los países de la región habían comenzado a tener serios problemas de balanza de pagos que requirieron severas políticas de ajuste. Pero fue el segundo, y exitoso, ataque especulativo en contra del real en enero de 1999 lo que desató la crisis en su fase más aguda en los demás países de la región.

Si las crisis financieras no fueran secuenciales, es poco probable que un fondo regional pudiera contar con recursos suficientes como para hacer frente a fugas de capital desde varios países al mismo tiempo. Como estas crisis claramente pueden ocurrir (la crisis de la deuda durante los años ochenta siendo un señalado ejemplo de ellas), una institución como el FMI tiene un papel en la resolución de crisis financiera que un fondo regional no puede sustituir.



Si las crisis se van extendiendo gradualmente de una economía a otra, un fondo regional capaz de detener la fuga de capitales desde el país de la región que primero entrase en crisis, reduciría significativamente los riesgos de crisis para los demás países de la región. Por supuesto, se asume que la causa de la crisis inicial no es el mal manejo macroeconómico. Para corregir ese tipo de problemas, un mecanismo regional diseñado para controlar fenómenos de contagio no es la solución adecuada. Sólo lo es la provisión internacional de liquidez bajo una apropiada condicionalidad.

Los fondos regionales se justifican por otros motivos también. Los países de una región tendrán mucho más que decir sobre las políticas de un fondo regional que sobre las políticas de un organismo como el Fondo Monetario Internacional. Por lo tanto, un fondo regional responderá a las necesidades de los países que lo constituyen de manera mucho más completa que el FMI. Ello puede ser muy importante a la hora de coordinar políticas monetarias y económicas para arribar a un estadio de integración regional más avanzado, tema que abordamos en la próxima sección.



## **IV. El papel de los fondos regionales en favor de la integración**

---

La necesidad de fortalecer la cooperación financiera regional va más allá de la defensa común frente a fenómenos de contagio. La integración regional es un objetivo privilegiado de la política de desarrollo de todos los países de la región. En años recientes se han realizado importantes avances en los aspectos comerciales de la integración, tanto en el marco de los acuerdos plurilaterales de integración existentes en la región (Mercosur, Comunidad Andina, MCCA, Caricom) como entre países individuales. Asimismo, desde el comienzo de la década de los noventa se han celebrado numerosos acuerdos comerciales bilaterales bastante completos. Tanto los acuerdos plurilaterales como los bilaterales han contribuido a un aumento muy significativo en el comercio intrarregional, el cual ha aumentado a tasas más aceleradas que el comercio interregional.

Sin embargo, la falta de armonización en las políticas macroeconómicas y las agudas fluctuaciones en los tipos de cambio bilaterales están conspirando en contra de un avance más decisivo hacia la integración comercial y de las inversiones recíprocas entre los países de la región. En la Comunidad Andina, a raíz de la crisis financiera, el fuerte crecimiento del comercio recíproco de los últimos años se detuvo bruscamente en 1998.

Quizás sea hora de invertir el proceso. Hasta el momento, los gobiernos han actuado bajo el supuesto implícito de que es posible avanzar hacia la integración comercial ocupándose principalmente de rebajar aranceles y dismantelar barreras no arancelarias al comercio,

dejando para una etapa posterior las temas cambiarios y financieros. Sin embargo, la experiencia ha demostrado una y otra vez que la volatilidad cambiaria y las crisis financieras desarticulan los flujos comerciales y terminan desarmando en la práctica los andamiajes formales de los acuerdos comerciales. Una crisis financiera internacional puede hacer variar repentinamente el tipo de cambio de un país con respecto a sus socios regionales en un porcentaje mucho mayor a su arancel de nación más favorecida. Esto nos indica que la estabilidad cambiaria bilateral puede ser más importante que la reducción arancelaria en incentivar los flujos comerciales regionales y subregionales.

El propio Mercosur, el proceso de integración subregional más ambicioso de los últimos tiempos, ha sido sometido a considerables presiones precisamente por la inestabilidad del tipo de cambio entre sus dos socios más grandes. Esta última es producto del impacto sobre las economías nacionales de los cambios de dirección en los flujos de capital y de la falta de coordinación macroeconómica y cambiaria entre los países.

Las razones por las cuales las crisis financieras son tan dañinas para el comercio recíproco son varias. En primer lugar, cuando un país empieza a experimentar problemas de balanza de pagos, ocurren dos fenómenos: se deprecia su tipo de cambio *vis-à-vis* las monedas de sus vecinos y cae la demanda agregada. Este último efecto puede ser amplificado por la adopción de políticas restrictivas orientadas a enfrentar la crisis de balanza de pagos. Los efectos comerciales recaen en forma particularmente aguda sobre los países vecinos, los cuales encuentran mayores dificultades para vender sus productos en el mercado del país en crisis y, a la vez, deben enfrentar una mayor competencia proveniente de las exportaciones de éste.

El comercio intrarregional en América Latina está fuertemente concentrado en manufacturas, cuya demanda es muy sensible a las fluctuaciones en los tipos de cambio y la demanda agregada de los socios. No sucede lo mismo en el comercio en productos básicos, los que se exportan fundamentalmente a los países industriales.

La inestabilidad de los flujos financieros a los países de la región produce una fuerte volatilidad en los tipos de cambio bilaterales en su interior y deprime la actividad económica en todos ellos. Estos dos factores son muy perjudiciales para el logro de una integración económica más estrecha.

Las crisis financieras generalizadas son particularmente perjudiciales para la integración. Cuando un país comienza a contagiarse de otras crisis dentro de la región, se deprecia su moneda y sus productores recuperan la competitividad perdida durante el auge de capitales que precedió a la crisis. Sin embargo, los efectos positivos de la depreciación cambiaria son "comprados" a expensas de sus socios regionales. Además, no pueden cosecharse todos sus frutos porque, a consecuencia de la crisis, los socios regionales están experimentando una recesión. Los cambios abruptos en la competitividad de los productores brasileños en relación con los argentinos durante la reciente crisis financiera son un ejemplo paradigmático.

Es, entonces, indudable, que el objetivo de una mayor integración comercial y de las inversiones requiere de una mayor estabilidad cambiaria entre los países que buscan integrarse. Sin ella, es poco probable que se logre seguir avanzando hacia un grado mucho mayor de integración en la región. Ello no significa que se deba avanzar rápidamente hacia la adopción de una moneda común. Los procesos de integración se desarrollan gradualmente en el tiempo, y en América Latina ellos están aún en sus comienzos. Pero es indispensable dar los primeros pasos hacia la integración financiera y esto implica que los tipos de cambio bilaterales deben tener mucho más estabilidad que la que han exhibido hasta ahora.

Baste recordar la experiencia europea. Toda la primera etapa de la integración europea se dio en el marco de la estabilidad cambiaria que le otorgaba el régimen de tipos de cambio fijos (pero ajustables) de Bretton Woods. Cuando dicho régimen se desintegró en 1971-73, una buena parte del

trabajo para establecer una unión aduanera ya se había realizado. No obstante, los miembros de la Comunidad Económica Europea rápidamente avanzaron hacia dotar a sus tipos de cambios bilaterales de un grado de estabilidad que no hubieran tenido si se hubieran decidido a emplear el régimen que comenzó a imperar a partir de 1973 para las monedas convertibles, que era de tipo de cambio flexible con flotación sucia. Los países europeos decidieron primero que sus monedas flotaran juntas en lo que se denominó "la serpiente", que limitaba las fluctuaciones en los tipos de cambios bilaterales. Luego vino la adopción del Sistema Monetario Europeo (SME), con su Mecanismo de Tipos de Cambio (MTC), que fijaba un tipo de cambio central para cada moneda con respecto a la Unidad Monetaria Europea (el ECU) y bandas de flotación estrechas alrededor del tipo de cambio central. La etapa final fue alcanzada a comienzos de 1999 con el establecimiento del euro.

A pesar de los embates que recibió el MTC durante las crisis financieras de 1992-93, ello no impidió el avance definitivo hacia la fijación irrevocable de los tipos de cambio y la adopción del euro entre 11 países europeos. No cabe duda alguna que la estabilidad cambiaria entre países europeos, con la que ellos se comprometieron políticamente, le dio un fuerte impulso a la integración comercial y a los flujos de inversión real en Europa.

La existencia de instituciones monetarias comunitarias y la intervención concertada en los mercados cambiarios ayudó a los países europeos a alcanzar el elevado grado de estabilidad cambiaria que han experimentado aún desde el colapso del sistema de Bretton Woods.

Una de las diferencias cruciales entre los países que componen la Unión Europea y los países latinoamericanos es que los primeros poseen monedas convertibles y pueden realizar intervenciones en los mercados cambiarios en sus propias monedas. Además, sus bancos centrales (y ahora el Banco Central Europeo) cuentan con líneas de crédito de la Reserva Federal de Estados Unidos y del Banco de Japón, con el fin de intervenir en los mercados cambiarios.

Los países latinoamericanos están en una fuerte desventaja en estos aspectos, ya que, al ser la moneda de intervención el dólar estadounidense, deben recurrir a sus reservas. La intervención coordinada entre bancos centrales es mucho menos poderosa para impedir fuertes fluctuaciones y desalineamientos en los tipos de cambio bilaterales. Tampoco cuentan con líneas de crédito de la Reserva Federal. Sólo en tiempos de crisis y sólo los países más grandes pueden tener algún éxito en conseguir recursos financieros de emergencia de esa fuente. Además, ello ocurre sólo una vez que se ha desatado una crisis y en el contexto de un programa de ajuste acordado con el FMI.

Todo esto sugiere que el apoyo monetario y cambiario a la integración sólo vendrá de una institucionalidad financiera regional más completa que la que existe hoy en día. Para que América Latina pueda acceder a mayores grados de integración comercial, es importante que se logre una mayor estabilidad cambiaria entre los países de la región. Ella también incentivaría el crecimiento de las inversiones recíprocas, un proceso que ya ha comenzado y que resulta indispensable para arribar a una integración económica más completa.

Desde luego, los objetivos de contar con recursos financieros para limitar los fenómenos de contagio a nivel regional o subregional y de dar mayor estabilidad a los tipos de cambio bilaterales están relacionados. El impacto casi inmediato de las crisis financieras recae sobre el tipo de cambio. Por lo tanto, si una institución financiera regional cumple con el objetivo de evitar las crisis financieras en los países miembros también contribuirá a una mayor estabilidad cambiaria entre ellos.

Los tipos de cambio también responden a desalineamientos en las políticas económicas. Por lo tanto, al promover una mayor convergencia en las políticas macroeconómicas, la existencia de una institución financiera regional acortaría la volatilidad cambiaria entre los países miembros.

Como ya se ha anotado más arriba, las crisis financieras se gestan durante las bonanzas de capitales externos. Para evitarlas, es indispensable que los países adopten políticas para moderar las

entradas de capitales cuando ellas amenazan con ser excesivas y con empeorar sus fundamentos macroeconómicos. Una de las misiones de una institución financiera regional sería la de facilitar el intercambio de información y así propender a estándares comunes para la regulación bancaria y para la regulación prudencial de los flujos de capitales.<sup>4</sup> Porque las entradas de capital desestabilizadoras incluyen flujos no intermediados por la banca (préstamos directos a empresas nacionales y entradas de cartera), estas regulaciones prudenciales tienen relación no sólo con una adecuada supervisión bancaria, la que por supuesto es esencial.

---

<sup>4</sup> La experiencia reciente de Chile y Colombia en este campo ha sido analizada en Agosin y Ffrench-Davis (1997), Le Fort y Lehmann (2000), Barrera y Cárdenas (1998) y Ocampo y Tovar (1999).

## V. Breve discusión de algunas instituciones regionales de apoyo a los pagos externos

---

América Latina cuenta con ya con algunas instituciones financieras y monetarias que cumplen parcialmente algunas de las funciones que le estamos asignando a un fondo regional. Ellos son el Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR), el Convenio de Pagos y Créditos Recíprocos (CPCR) de la Asociación Latinoamericana de Integración (ALADI), la Cámara de Compensación Centroamericana del Mercado Común Centroamericano (MCCA), el Fondo Latinoamericano de Estabilización Monetaria del MCCA y el Caribbean Multilateral Clearing Facility de la Comunidad del Caribe (CARICOM).<sup>5</sup> Por lo tanto, un buen punto de partida es el análisis de sus actividades y de los montos de financiamiento que estos organismos otorgan. Aquí concentramos nuestra atención en dos de estas instituciones: el FLAR y el CPCR.

### A. El Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR)

El FLAR fue creado en 1978 por la Comunidad Andina como el Fondo Andino de Reservas. En 1991 sus miembros (Bolivia, Colombia, Ecuador, Perú y Venezuela) decidieron abrirlo a la participación de otros países latinoamericanos, paso que lo convirtió *de*

---

<sup>5</sup> Para una descripción de otros mecanismos de cooperación financiera en la región, véase CEPAL (1990).

*jure* en una institución financiera regional. A fines de junio de 1998, el FLAR tenía un patrimonio de unos US\$ 1,032 millones, constituido por las cuotas de los países miembros y por sus ganancias netas capitalizadas (FLAR, 1998). Con la incorporación de Costa Rica a mediados de 2000, el FLAR inició un proceso de ampliación hacia países latinoamericanos que no son miembros de la Comunidad Andina, como paso a un fortalecimiento de mayor alcance (FLAR, 2000).

Los objetivos explícitos del FLAR son:

- Apoyar a los países miembros cuando enfrenten problemas de balanza de pagos;
- Contribuir a la armonización de políticas macroeconómicas y cambiarias, con el fin de apoyar a los países en el cumplimiento de los compromisos asumidos en el Acuerdo de Cartagena (que creó la Comunidad Andina) y el Tratado de Montevideo (que estableció la ALADI); y
- Mejorar las condiciones de inversión para las reservas internacionales de los países miembros.

El FLAR se financia fundamentalmente con las cuotas de los bancos centrales miembros. Otra modalidad para captar fondos ha sido la aceptación de depósitos a plazo de los bancos centrales y de otras entidades autorizadas. Durante el año financiero 1997-1998 (1° de julio de 1997 a 30 de junio de 1998), los bancos centrales y el Parlamento Andino constituyeron depósitos por US\$ 1,837 millones, con un saldo al 30 de junio de 1998 de US\$ 237 millones (FLAR, 1998).

La principal actividad del FLAR es la de prestar servicios de apoyo a las balanzas de pagos de los países miembros. De hecho, el FLAR ya es una cooperativa de crédito al estilo del FMI. Los bancos centrales miembros pueden girar préstamos que son hasta dos veces y media el valor del aporte de capital pagado en el caso de Colombia, Perú y Venezuela y hasta tres veces y media en el caso de Bolivia y Ecuador.

El FLAR provee los siguientes servicios a los bancos centrales miembros:

- Créditos de Apoyo a las Balanzas de Pagos: Se conceden hasta por cuatro años, incluyendo un año de gracia y con compromisos de desempeño macroeconómico.
- Créditos a la Reestructuración de la Deuda Pública Externa: Otorgado en condiciones de co-financiamiento con otros organismos multilaterales, con un plazo de hasta cuatro años, incluyendo un año de gracia.
- Créditos de Liquidez: Tienen por objeto ayudar a los países a cubrir necesidades transitorias de liquidez con créditos de hasta un año de duración.
- Servicio de Financiamiento Contingente: creado en 1998, este servicio ayuda a los países miembros a financiar desequilibrios de balanza de pagos temporarios y de origen externo no relacionados con una inconsistencia fundamental de las condiciones de equilibrio de balanza de pagos. El plazo de este financiamiento es de seis meses no renovables. Los préstamos otorgados bajo este servicio deben estar garantizados por los deudores con títulos aceptables para el FLAR.
- El Peso Andino: fue creado para facilitar pagos entre bancos centrales y otros tenedores autorizados. No obstante, ha sido poco utilizado hasta ahora.

Ciertamente, el FLAR cubre casi toda la gama de actividades que deseáramos para un fondo regional fortalecido. ¿Cuán importante es desde un punto de vista cuantitativo en entregar financiamiento a los bancos centrales miembros para evitar o paliar crisis de balanza de pagos, particularmente las que se producen por motivos exógenos, y en contribuir a la estabilidad en los tipos de cambio bilaterales?



La relevancia del FLAR como proveedor de financiamiento depende de sus cuotas, que son su única fuente de financiamiento estable. Como puede apreciarse en el cuadro 2, con excepción de Venezuela, las cuotas en el FLAR de los demás países miembros son significativas con respecto al tamaño de sus cuotas en el FMI. Además, el acceso a los recursos del FLAR multiplica el valor de las cuotas hasta en 3.5 veces para los países menos desarrollados (Bolivia y Ecuador) y en 2.5 veces para los otros tres países. Vale decir, Bolivia y Ecuador tienen acceso a préstamos del FLAR por US\$ 437.5 millones, cifra considerablemente superior a la que podrían obtener del FMI, el cual rara vez otorga créditos superiores al tamaño de la cuota y, cuando lo hace, ellos son fraccionados (en *tranches*), de lento desembolso y contra evidencia que el deudor está cumpliendo con las condiciones establecidas en la carta de intención. Los préstamos del FLAR no están exentos de condicionalidad, pero ella tiende a ser menos estricta. Los desembolsos pueden ser bastante rápidos, mediando sólo una reunión de directorio entre una solicitud para girar montos mayores a la cuota y el otorgamiento del crédito.

**Cuadro 2**  
**INDICADORES DE TAMAÑO RELATIVO DE LAS CUOTAS DEL FLAR, FINES DE 1997**  
(US\$ millones; razones en porcentajes)

	Bolivia	Colombia	Ecuador	Perú	Venezuela
Cuotas FLAR	125	250	125	250	250
Cuotas FMI	170	757	296	628	2.633
Reservas internacionales	1.359	9.611	2.213	11.306	17.704
Deuda corto plazo	374	5.759	2.069	6.832	4.395
Deuda/reservas <sup>a</sup>	27.5	59.9	93.5	60.4	24.8
Deuda/reservas Aumentadas por FLAR <sup>b</sup>	20.8	56.3	78.1	57.3	24.0

**Fuente:** Fondo Monetario Internacional, *Estadísticas Financieras Internacionales. Anuario 1998*, Washington, D.C.; Banco Mundial, *Indicadores Financieros Globales, 1999*, Washington, D. C.; Fondo Latinoamericano de Reservas, *Memoria Anual, 1997-98*, Bogotá.

<sup>a</sup> Coeficiente de deuda de corto plazo a reservas.

<sup>b</sup> Coeficiente de deuda de corto plazo a reservas más el máximo de endeudamiento con el FLAR.

Para los países más pequeños, los créditos disponibles del FLAR representan una adición importante a sus reservas y a su capacidad para hacer frente a una crisis financiera internacional. Para los tres países de mayor tamaño esto no es así: sus reservas internacionales son un múltiplo elevado de sus cuotas en el FLAR.

El nivel de deuda de corto plazo relativo a las reservas internacionales suele ser considerado un indicador certero de la vulnerabilidad a una corrida en contra de la moneda de un país. En el cuadro 2, hemos realizado dos cálculos: la razón de deuda de corto plazo a reservas imperante a fines de 1997 y la razón de deuda a reservas incluyendo el máximo de crédito disponible del FLAR. Como puede verse, el acceso a los recursos del FLAR disminuye significativamente la vulnerabilidad externa de Bolivia y Ecuador, aunque no la de los países más grandes.

Con todo y a pesar de sus modestos recursos, el FLAR ya está jugando un papel importante en las finanzas internacionales de los países de la Comunidad Andina. Sin embargo, si el FLAR o un sucesor con capacidades ampliadas va a transformarse en una institución capaz de proveer los financiamientos que necesitan los países miembros, será necesario que tenga acceso a volúmenes bastante más cuantiosos de recursos. En la sección VI, proponemos diversas maneras de lograrlo.

## **B. El convenio de pagos y créditos recíprocos de la ALADI (CPCR)**

Este convenio comenzó a operar en 1969 y tiene la finalidad de minimizar el uso de las reservas internacionales en la liquidación de pagos por operaciones de comercio exterior entre los miembros de ALADI. El sistema tiene dos componentes: (1) una cámara de compensación, con el Banco Central de la Reserva del Perú como banco agente, y (2) líneas de crédito recíproco con vencimientos cuatrimestrales. El banco agente realiza las compensaciones entre acreedores y deudores en forma cuatrimestral. Los bancos centrales se han otorgado líneas de crédito bilaterales en dólares que también deben ser liquidadas cada cuatro meses. El sistema ha sido exitoso en cuanto un elevado y creciente porcentaje del comercio intrarregional ha sido cubierto por sus operaciones (véase CEPAL, 1990). En 1990, la cobertura de las operaciones cursadas por el convenio en relación con el valor del comercio intrarregional fue casi del 100 por ciento. Por otra parte, las divisas transferidas por el banco agente constituyeron menos del 20 por ciento del valor de las transacciones. Por lo tanto, la existencia del CPCR ha representado un importante ahorro de divisas para los bancos centrales de los países miembros de ALADI.

El sistema fue puesto a prueba durante la crisis de los años ochenta. A causa de dicha crisis, algunos bancos centrales experimentaron dificultades para cubrir sus saldos deudores y debieron salir del sistema, negociando bilateralmente condiciones de pago con los bancos centrales acreedores. A medida que la crisis financiera fue amainando, los bancos centrales volvieron al sistema, el cual ya había recuperado a todos sus miembros en 1988.

El Acuerdo de Santo Domingo de 1981 estableció un mecanismo para extender crédito a bancos centrales que se vean impedidos de liquidar sus saldos deudores en el período de cuatro meses. El plazo de este financiamiento es de cuatro meses adicionales, renovables hasta por un año. El Acuerdo de Santo Domingo estableció un programa de crédito especial para países que experimenten déficit generales de balanza de pagos y para países que estén enfrentando catástrofes naturales. Para los primeros, el plazo del financiamiento es de dos años, renovable por un año adicional. Para los segundos, el plazo es de dos años, renovable bilateralmente con los bancos centrales acreedores por cinco años.

Debe mencionarse que, a diferencia del FLAR, el CPCR no posee recursos propios, sino que debe hacer efectivas las líneas de crédito a las que se han comprometido los bancos centrales. Al generalizarse la crisis regional, los bancos centrales no estuvieron en condiciones de enterar los aportes a los que se habían comprometido. Es por ello que se hace indispensable que se maneje un sistema de pagos regional en conjunción con una institución financiera regional de mayor volumen y peso financiero.

## **VI. Opciones para fortalecer los organismos regionales de pagos**

---

El FLAR es ciertamente un buen punto de partida para una institucionalidad financiera regional fortalecida: sus operaciones son ya de un tamaño significativo y las funciones que los países miembros le han asignado son precisamente las que debe tener un mecanismo financiero regional. En esta sección abordamos varios aspectos que deberían contemplarse en un escenario en que los países de la región acuerden la creación de una institución financiera latinoamericana.<sup>6</sup>

### **A. Membresía**

La participación en un fondo regional de las características del FLAR puede resultar muy atractiva para varios países de la región. Las reservas depositadas en el fondo se multiplican en caso de una crisis. Además, el fondo podría tener acceso a recursos que no tienen los países por sí mismos (ver más abajo).

---

<sup>6</sup> No estamos sugiriendo que el FLAR deba necesariamente convertirse en el organismo monetario regional fortalecido por el que se aboga en este trabajo. Las modalidades para pasar de la institucionalidad que existe en el presente a una con mayores recursos y capacidad de acción es un tema político que rebasa el marco de este trabajo. El objetivo de esta sección es esbozar las características que debería tener un futuro organismo financiero de alcance continental.

## B. Recursos

Los recursos con los que cuente un fondo regional deben ser de una magnitud que se condiga con su misión. Para ello existen varias opciones:

**(1) Aumentos en el capital pagado del fondo.** Al ingresar nuevos miembros, aumentarían los recursos del fondo. También se puede pensar en aumentar el tamaño de las cuotas, que hoy representan entre el 9 y el 1.5 por ciento de las reservas de los miembros del FLAR. Ello debiera ser atractivo para los bancos centrales, ya que las cuotas son, de hecho, reservas que se multiplican en tiempos de crisis.

**(2) Compromisos contingentes de crédito.** Los bancos centrales miembros podrían otorgar líneas de crédito al fondo que se activaran sólo en casos de emergencias financieras de características preestablecidas. Esta solución sería similar a los *General Arrangements to Borrow* (GAB) y los *New Arrangements to Borrow* (NAB) entre el Fondo Monetario Internacional y los bancos centrales del Grupo de los 10 y de Suiza. Además, el FMI tiene un acuerdo paralelo con Arabia Saudita. Bajo el GAB, 11 países industriales o sus bancos centrales han acordado prestar al Fondo ciertos volúmenes de recursos a tasas de interés de mercado en situaciones de crisis financieras que no puedan ser abordadas con los recursos normales del Fondo. Aprobado en noviembre de 1994 a raíz de la crisis mexicana, el NAB es similar excepto que en él participan 25 países. Los recursos a los que tiene acceso el FMI bajo ambos acuerdos pueden ser prestados tanto a países participantes como a no participantes. Este tipo de mecanismo dotaría al fondo latinoamericano de recursos mucho mayores a su capital para enfrentar emergencias financieras en los países miembros.

**(3) Endeudamiento en los mercados internacionales de capital.** El FMI no está autorizado para endeudarse en orden a financiar sus operaciones de asistencia a países que experimentan crisis financieras. Pero no existen impedimentos para que un organismo latinoamericano lo haga. El fondo latinoamericano podría emular al Banco Mundial y tener dos clases de capital: uno estaría constituido por las cuotas de los bancos centrales y el otro serviría de garantía para que el fondo se endeudara directamente en los mercados. Esta opción es aún conservadora, ya que la razón de apalancamiento ("gearing ratio") del fondo, incluso bajo esta modalidad, sería inferior a 1.

¿Estarían dispuestos los mercados financieros internacionales a aceptar bonos de largo plazo de un fondo latinoamericano y sería menor el "spread" otorgado a los papeles del Fondo que el que deben cancelar sus países miembros? La respuesta a ambas preguntas es probablemente sí: la garantía de todos los miembros del fondo en forma conjunta debe ser superior a la de cada uno separadamente, ya que la capacidad financiera de un grupo de países actuando concertadamente es superior a la que tienen en forma independiente.<sup>7</sup>

Al aumentar la disponibilidad de recursos financieros, esta opción le daría al fondo una gran capacidad para asistir a los países miembros que experimentasen problemas financieros.

**(4) Créditos contingentes con la banca privada.** El fondo podría negociar líneas de crédito con la banca privada internacional que se activarían en situaciones de crisis financieras que amenazaren a países miembros individuales. Los Bancos Centrales de Argentina y México ya lo han hecho en forma individual. Sin duda, la intervención de un organismo regional podría ser más exitosa en conseguir mayores volúmenes de recursos y mejores condiciones, ya que estaría

---

<sup>7</sup> Se podría argumentar que el "spread" que deberá pagar el fondo sería un promedio ponderado de los "spreads" sobre la deuda soberana de sus integrantes. Estamos asumiendo que el fondo tendría una sinergia importante por tratarse de una institución con garantías de un grupo de países *al mismo tiempo*. En este sentido, la existencia del fondo podría entenderse como la solución a un problema de acción colectiva.

respaldada por todos los bancos centrales o gobiernos de los países miembros. Esta opción, junto con la discutida en el acápite anterior, podría hacer al fondo atractivo aún para países grandes con necesidades financieras en períodos de crisis que pudieran rebasar la capacidad del fondo.

**(5) Creación de un "derecho especial de giro latinoamericano".** El FLAR ya cuenta con una figura de esta naturaleza: el Peso Andino. Un Peso Latinoamericano, que podría utilizarse en pagos entre bancos centrales de la región, ciertamente tendría mayores usos que el Peso Andino. Una unidad contable de esta naturaleza podría reforzar el CPR y ayudar a economizar en el uso de las reservas internacionales.

Tal como en el FMI, los países miembros y el CPR recibirían asignaciones de Pesos Latinoamericanos que podrían ser utilizados en los pagos entre bancos centrales para liquidar posiciones deudoras en el CPR. Los países que hicieran uso neto de Pesos Latinoamericanos se comprometerían a redimir los saldos deudores netos cuando su situación de balanza de pagos mejorara o en plazos máximos a determinarse por el directorio del fondo. Está claro que esta opción involucra una estrecha relación entre el CPR y el fondo. Es posible que el CPR pase directamente a constituir un servicio del fondo.

**(6) Acceso a los recursos del FMI.** Si el fortalecimiento de la institucionalidad regional ocurriera en el contexto de una reforma a la arquitectura financiera internacional que contemplara la creación de una red de fondos regionales para complementar al FMI, durante crisis que afectaran a varios países de la región, el fondo latinoamericano, así como otros, podría intermediar recursos entre el FMI y los países afectados (Ocampo, 1999, pág. 70). Asimismo, el fondo latinoamericano podría ser designado como receptor de derechos especiales de giro (DEG), a los que podría echar mano en tiempos de crisis.<sup>8</sup>

## C. Los posibles servicios del fondo y su condicionalidad

Es necesario distinguir en forma más clara las ocasiones que ameritarían que un país que experimentase problemas de balanza de pagos acudiese al fondo. Así, podríamos distinguir cuatro tipos de problemas de balanza de pagos y sus correspondientes servicios en el fondo: (a) escasez temporaria de liquidez internacional; (b) crisis de balanza de pagos debidas a desequilibrios fundamentales en la política económica del país miembro; (c) crisis de balanza de pagos por contagio; y (d) problemas de balanza de pagos por deterioro temporario en los términos del intercambio.

**(1) Servicio de créditos de liquidez.** El FLAR ya cuenta con un servicio para enfrentar problemas transitorios de liquidez. Los países pueden hacer uso de una proporción de sus cuotas (75 por ciento en el caso de los dos países de menor desarrollo relativo, 50 por ciento en el caso de los otros tres países) por períodos de un año. Una institución monetaria latinoamericana podría incorporar este mismo servicio sin mayores alteraciones.

**(2) Servicio de créditos de apoyo a la balanza de pagos.** Este servicio estaría disponible para aquellos países que experimentasen problemas de balanza de pagos por razones de desequilibrio fundamental en sus políticas económicas (cambiarías, monetarias y fiscales). Estos créditos debiesen ser concedidos con fuerte condicionalidad, a la usanza del FMI. Incluso es concebible que el fondo regional actuara en forma concertada con el FMI en estos casos.

---

<sup>8</sup> En otro trabajo (Agosin, 1999), hemos argumentado que el FMI, para enfrentar crisis agudas en el sistema financiero internacional, podría recurrir a emisiones extraordinarias de DEG, los que se extinguirían al volver el sistema a la normalidad. La mera existencia de dicha posibilidad haría menos probable las crisis sistémicas.

**(3) Servicio de crédito contingente.** La existencia de este servicio tendría dos objetivos: disuadir a potenciales especuladores y persuadir a los países miembros a que coordinen sus políticas económicas en forma más efectiva. Si se lo diseña bien, el uso del servicio sería poco frecuente.

Un servicio de esta naturaleza se activaría cuando un país experimentase una crisis de balanza de pagos asociada a una fuga de capitales que no dijera relación con un desequilibrio macroeconómico fundamental. El FLAR posee en la actualidad un servicio de crédito contingente, recientemente aprobado. Pero el plazo que da para reintegrar los préstamos (seis meses) es demasiado corto y los recursos de que dispone son demasiado exigüos.

Para evitar problemas de riesgo moral, los países miembros tendrían que cumplir con condiciones *ex ante* mínimas para acceder a este servicio. Ellas podrían incluir avances hacia la regulación bancaria, en particular en lo que se refiere a los potenciales descalces de monedas entre activos y pasivos; indicadores de fragilidad financiera (razones de deuda de corto plazo a reservas y de reservas a M2); y metas para el déficit en cuenta corriente.

Es importante que no se le agreguen demasiadas dimensiones a estos prerequisites. El mero hecho de que un país pierda acceso al servicio podría desencadenar una fuga de capitales. Por lo tanto, si bien es imposible evitar algún grado de condicionalidad *ex ante*, el fondo debiese tener la libertad para manejarla con flexibilidad y ambigüedad constructiva.

Para que el servicio pueda ser útil en detener los efectos de manada en los mercados internacionales, los desembolsos debiesen ser expeditos. Tasas de interés más elevadas que para otras operaciones del fondo incentivarían a los países usuarios a reintegrar los recursos en el período más corto posible.

**(4) Servicio de financiamiento compensatorio.** Este servicio se activaría cuando un país esté sufriendo problemas de balanza de pagos debidos a un deterioro transitorio y reversible en sus términos del intercambio. Simétricamente, cuando mejorasen los términos del intercambio, los países tendrían la obligación de repagar los créditos insolutos y/o de prestar recursos al Fondo. El Fondo podría manejar una cuenta especial para este servicio. Los países deudores pagarían interés y los acreedores lo recibirían. Una opción sería incorporar a esta servicio, tal como lo hace el FMI, el financiamiento de necesidades asociadas a las alzas en las tasas internacionales de interés.

Casi todos los países latinoamericanos sufren fluctuaciones pronunciadas en sus términos del intercambio, ya sea porque los precios de los productos que exportan son volátiles o porque los precios de algunos productos específicos de importación lo son (especialmente el petróleo y los cereales). Los ciclos en los términos del intercambio no están sincronizados entre países. Más aún, los movimientos en algunos precios claves (del petróleo, por ejemplo) producen al mismo tiempo mejorías en los términos del intercambio de algunos países y deterioros en otros.<sup>9</sup>

Por lo tanto, es posible y deseable la existencia de un fondo regional para ayudar a los países individuales a enfrentar los problemas de balanza de pagos derivados de esta condición estructural de sus economías. Al existir compensaciones entre países cuyos términos del intercambio se deterioran y otros que experimentan mejorías en los suyos, un fondo regional podría ser mucho más económico en el uso de las divisas que los fondos de estabilización que manejan algunos países para estos propósitos. Los países que ya cuentan con dichos fondos podrían aportar parte de los depósitos acumulados en ellos al fondo regional. Como ya se dijo, estos aportes serían adecuadamente remunerados.

---

<sup>9</sup> Ello ocurre no sólo porque algunos países son exportadores y otros importadores netos de petróleo. Existe también un efecto indirecto sobre los precios de otros insumos industriales. Cuando aumenta el precio del petróleo, los exportadores de otras materias primas (cobre, hierro, madera) pueden experimentar caídas en los precios de sus exportaciones, si el aumento en el precio del petróleo da lugar a expectativas que la actividad económica en los países industriales se resentirá.

Los movimientos en los términos del intercambio no están, en general, correlacionados entre los países de la región, haciendo financieramente viable que una entidad regional opere un esquema como el sugerido aquí. Para el período 1981-99, se calcularon 55 coeficientes de correlación entre las variaciones anuales en los términos del intercambio de pares de países tomados a la vez. De ellos, sólo 18 resultaron ser significativamente distintos de cero.<sup>10</sup> Cuatro de los 18 coeficientes fueron negativos, todos ellos involucrando a un país exportador y a un país importador de hidrocarburos (Bolivia-Brasil, Brasil-Ecuador, Brasil-Venezuela y Costa Rica-Venezuela). Tres de los coeficientes de correlación positivos y significativamente distintos de cero son entre países exportadores de hidrocarburos (Bolivia-Venezuela, Ecuador-Venezuela y Bolivia-Ecuador) y uno de ellos es entre exportadores de cobre (Chile-Perú). Los resultados se muestran en el cuadro 3, con los coeficientes significativamente distintos de cero resaltados en negrilla y cursiva.

Un servicio regional de financiamiento compensatorio podría coordinar sus actividades con el servicio homólogo del FMI. Si esto fuese posible, el fondo regional podría movilizar un mayor volumen de recursos y contribuir a que los países de la región hicieran un mayor uso del servicio del FMI.

Cuadro 3

**PAÍSES SELECCIONADOS: COEFICIENTES DE CORRELACIÓN ENTRE VARIACIONES EN LOS TÉRMINOS DEL INTERCAMBIO, 1981-1999**

	<b>Argentina</b>	<b>Bolivia</b>	<b>Brasil</b>	<b>Chile</b>	<b>Colombia</b>
Bolivia	<b>0.62</b>				
Brasil	-0.14	<b>-0.55</b>			
Chile	0.01	-0.21	<b>0.46</b>		
Colombia	0.44	0.40	0.05	-0.01	
Costa Rica	-0.22	-0.39	<b>0.51</b>	0.17	<b>0.46</b>
Ecuador	<b>0.70</b>	<b>0.89</b>	<b>-0.67</b>	-0.21	0.31
Paraguay	0.22	0.05	<b>0.72</b>	0.26	0.17
Perú	0.15	-0.22	<b>0.47</b>	<b>0.82</b>	-0.21
Uruguay	0.10	-0.10	0.16	<b>0.70</b>	-0.25
Venezuela	<b>0.61</b>	<b>0.84</b>	<b>-0.60</b>	-0.10	0.08
	<b>Costa Rica</b>	<b>Ecuador</b>	<b>Paraguay</b>	<b>Perú</b>	<b>Uruguay</b>
Ecuador	-0.44				
Paraguay	0.10	-0.28			
Perú	-0.02	-0.15	0.25		
Uruguay	-0.13	0.17	0.16	<b>0.53</b>	
Venezuela	<b>-0.67</b>	<b>0.91</b>	-0.20	0.02	0.04

Fuente: CEPAL, *Balance Preliminar de las Economías de América Latina y el Caribe, 1999*, Santiago.

<sup>10</sup> Al 10 por ciento de significación. Se utilizó el estadígrafo  $z = \frac{\hat{\rho}\sqrt{n-2}}{\sqrt{1-\hat{\rho}^2}}$ , que tiene una distribución t, con n-2 grados de libertad.

$\hat{\rho}$  es el valor estimado del coeficiente de correlación.

## **D. Coordinación de política económica y de supervisión bancaria**

Una institución monetaria regional podría convertirse en un foro adecuado y probablemente muy efectivo para coordinar las políticas económicas de los países de la región. La coordinación de políticas tendría como objetivo propiciar que los países miembros mantuvieran buenos fundamentos económicos para así minimizar la probabilidad de crisis financieras. Como ya lo anotamos más arriba, la coordinación de políticas incluiría aquellas relativas a los flujos de capital. La coordinación de políticas es más fácil y aceptable entre pares que cuando ella es impuesta desde una institución lejana y que se la percibe como hostil. Por lo tanto, un mecanismo financiero latinoamericano fortalecido mejoraría los fundamentos económicos de los miembros y, por esta vía, los haría menos susceptibles al contagio.

Una mayor convergencia en las políticas económicas, conjuntamente con la existencia de un fondo financiero regional que tuviera acceso a volúmenes importantes de recursos, favorecería la estabilidad cambiaria regional y permitiría avanzar hacia una integración mayor de las economías de la región.

La debilidad de la supervisión bancaria nacional ha sido una de las causas –aunque ciertamente no la única– de las crisis financieras nacionales. Entre otras falencias, los organismos reguladores no han sabido –o no han podido– impedir que los bancos nacionales se endeuden de manera excesiva en moneda extranjera para luego prestar a entidades que no tienen ingresos en divisas. Un organismo financiero regional puede contribuir a mejorar sustancialmente los estándares de supervisión prudencial de sus miembros. Como ya se mencionó, contar con estándares apropiados (y asegurar que se cumplan) puede ser una de las condiciones *ex ante* para acceder a fondos del servicio de crédito contingente. Asimismo, el organismo podría instituir evaluaciones periódicas de la supervisión bancaria nacional y emitir estándares que pudiesen ser adoptados por todos sus miembros.

Asimismo, la existencia de un fondo regional permitiría el intercambio fluido de información sobre las experiencias de los países individuales con políticas para la regulación prudencial de los flujos de capital. Ello permitiría avanzar hacia políticas consensuadas regionalmente en este importante y delicado tema, lo que contribuiría a aliviar las crisis financieras que, como ya hemos señalado, tienden a ser la consecuencia de entradas excesivas de capital extranjero.



## VII. Factibilidad y tamaño de un fondo regional ampliado

---

¿Es factible la ampliación de la cooperación financiera regional de la manera como estamos sugiriendo en este trabajo? Ello va a depender de la magnitud de las crisis nacionales y del grado de covarianza que exista entre ellas. Si todos los países de la región sufren crisis de balanza de pagos simultáneas por contagio financiero (o por deterioro de los términos del intercambio), un fondo regional podría ser financieramente inviable.

Para dilucidar las interrogantes sobre la covarianza de las crisis nacionales, se realizó un análisis de correlación, tomando dos países a la vez, entre cambios en los flujos de capitales (descontándoles la inversión extranjera directa y los flujos oficiales) en el período 1978-98 (cuadro 4). También dividimos el período en dos subperíodos, 1978-1987 y 1988-1998, para ver hasta qué punto ha aumentado en años recientes la covarianza entre los flujos de capital a distintos países. En el cuadro 4, los coeficientes de correlación bilaterales que son significativamente distintos de cero al 10 por ciento de significación están resaltados en negrilla y cursiva.

Este análisis reveló que, efectivamente, hay bastante covariación entre los flujos de capital a distintos países latinoamericanos, pero ella no es tan elevada como para hacer financieramente inviable un fondo regional. En 1988-98, de 55 coeficientes de correlación, sólo 22 fueron significativamente distintos de cero y positivos. Otra conclusión que puede avalar la necesidad de contar con un fondo regional es el aumento que ha experimentado en el tiempo el número de

correlaciones bilaterales elevadas: las correlaciones positivas y significativamente distintas de cero aumentan de 11 a 22 entre 1978-87 y 1988-98, mientras que las negativas (y significativas) se mantienen constantes en dos.

Cuadro 4  
PAÍSES SELECCIONADOS: COEFICIENTES DE CORRELACIÓN ENTRE  
LAS ENTRADAS NETAS DE CAPITAL, 1978-1998<sup>a</sup>  
1978-1998

	<b>Argentina</b>	<b>Bolivia</b>	<b>Brasil</b>	<b>Chile</b>	<b>Colombia</b>
Bolivia	0.02				
Brasil	0.30	-0.20			
Chile	0.22	<b>-0.49</b>	<b>0.41</b>		
Colombia	<b>0.50</b>	-0.07	<b>0.61</b>	0.29	
Costa Rica	<b>0.54</b>	-0.07	<b>0.38</b>	0.17	0.13
Ecuador	0.27	-0.19	<b>0.66</b>	<b>0.38</b>	0.09
Paraguay	<b>0.58</b>	-0.01	<b>0.51</b>	0.34	<b>0.37</b>
Perú	<b>0.58</b>	<b>-0.43</b>	<b>0.62</b>	<b>0.61</b>	<b>0.40</b>
Uruguay	0.29	0.05	0.26	<b>0.45</b>	0.03
Venezuela	0.04	0.13	-0.09	0.16	<b>-0.39</b>
	<b>Costa Rica</b>	<b>Ecuador</b>	<b>Paraguay</b>	<b>Perú</b>	<b>Uruguay</b>
Ecuador	<b>0.66</b>				
Paraguay	<b>0.47</b>	<b>0.45</b>			
Perú	<b>0.52</b>	<b>0.42</b>	<b>0.76</b>		
Uruguay	0.27	0.32	<b>0.38</b>	0.30	
Venezuela	0.15	<b>0.37</b>	0.25	0.00	0.08

1978-1987

	<b>Argentina</b>	<b>Bolivia</b>	<b>Brasil</b>	<b>Chile</b>	<b>Colombia</b>
Bolivia	-0.20				
Brasil	0.27	-0.23			
Chile	0.41	<b>-0.57</b>	0.39		
Colombia	-0.19	-0.29	0.42	0.46	
Costa Rica	<b>0.67</b>	0.26	0.42	0.11	-0.11
Ecuador	<b>0.65</b>	-0.05	<b>0.75</b>	0.35	0.07
Paraguay	0.36	0.00	0.42	<b>0.58</b>	0.19
Perú	0.32	<b>-0.76</b>	<b>0.55</b>	<b>0.75</b>	0.43
Uruguay	0.38	0.06	0.11	0.45	-0.37
Venezuela	<b>0.71</b>	0.29	0.13	0.17	-0.38
	<b>Costa Rica</b>	<b>Ecuador</b>	<b>Paraguay</b>	<b>Perú</b>	<b>Uruguay</b>
Ecuador	<b>0.83</b>				
Paraguay	0.30	0.44			
Perú	0.05	0.33	<b>0.56</b>		
Uruguay	0.13	0.30	0.36	0.04	
Venezuela	<b>0.88</b>	<b>0.62</b>	0.22	-0.08	0.43

1988-1998

	<b>Argentina</b>	<b>Bolivia</b>	<b>Brasil</b>	<b>Chile</b>	<b>Colombia</b>
Bolivia	<b>0.51</b>				
Brasil	0.36	0.33			
Chile	0.33	0.47	0.44		
Colombia	<b>0.60</b>	0.18	<b>0.88</b>	0.33	
Costa Rica	<b>0.65</b>	0.06	0.13	-0.01	0.33
Ecuador	0.36	0.07	0.33	0.27	0.39
Paraguay	<b>0.62</b>	<b>0.82</b>	<b>0.57</b>	0.15	<b>0.51</b>
Perú	<b>0.71</b>	<b>0.80</b>	<b>0.63</b>	<b>0.52</b>	<b>0.52</b>
Uruguay	<b>0.60</b>	<b>0.55</b>	<b>0.73</b>	0.33	<b>0.60</b>
Venezuela	-0.10	0.38	-0.43	0.14	-0.41
	<b>Costa Rica</b>	<b>Ecuador</b>	<b>Paraguay</b>	<b>Perú</b>	<b>Uruguay</b>
Ecuador	-0.24				
Paraguay	0.13	0.30			
Perú	<b>0.51</b>	0.12	<b>0.76</b>		
Uruguay	<b>0.57</b>	0.17	<b>0.67</b>	<b>0.92</b>	
Venezuela	<b>-0.56</b>	-0.06	0.10	-0.22	<b>-0.56</b>

Fuente: Fondo Monetario Internacional, *Estadísticas Financieras Internacionales*, Anuario 1999, Washington, D.C.

<sup>a</sup> Excluyendo los flujos de inversión extranjera directa y flujos oficiales.

Con el objeto de establecer el orden de magnitud que debiese tener un fondo regional, también se examinaron los *cambios* anuales en los flujos privados anuales (excluyendo la IED) a los seis países más grandes de la región (excluyendo a México) en el período 1991-1998. Si las salidas anuales se producen simultáneamente de todos los países, es poco probable que un fondo regional pueda hacerles frente. Examinando las cifras que se muestran en el cuadro 5, se puede advertir una tendencia a que tanto los aumentos como las disminuciones en los capitales extranjeros privados están correlacionados a través de los países. Sin embargo, hay suficiente divergencia en la situación de países individuales como para que un fondo regional pueda ser viable. Por ejemplo, mientras existieron fuertes necesidades de financiamiento en Argentina en 1994 a consecuencia de la "crisis del tequila", Brasil estaba recibiendo fuertes entradas de capital. Exactamente lo contrario ocurrió en el período 1997-98. Las mayores necesidades de financiamiento se registraron en 1994-95 y 1997-98. El monto máximo de dichas necesidades puede estimarse como la suma de las cifras negativas en el cuadro 5. En estos años de crisis, dichas cifras se ubicaron entre US\$ 25 y US\$ 30 mil millones, ciertamente abordables por un fondo regional.

Es importante considerar que la existencia de un fondo regional con capacidad para enfrentar crisis podría resultar en un cambio de régimen, en el sentido que, al detener una crisis en un país, la probabilidad que la crisis se extendiera a otros países podría disminuir sensiblemente. En otras palabras, la existencia del fondo disminuiría la covarianza de los flujos de capital a los países de la región.

**Cuadro 5**  
**CAMBIOS EN LOS FLUJOS DE CAPITAL PRIVADOS<sup>a</sup> A SEIS PAÍSES LATINOAMERICANOS,**  
**1991-1998**  
*(Miles de millones de US\$)*

	Argentina	Brasil	Chile	Colombia	Perú	Venezuela	Suma <sup>b</sup>
<b>1991</b>	5.6	0.7	-2.3	-0.6	-0.2	-12.8	-15.8
<b>1992</b>	3.9	9.0	1.6	0.6	1.1	1.4	0.0
<b>1993</b>	26.2	2.7	0.2	2.9	-0.5	-0.9	-1.4
<b>1994</b>	-21.6	31.5	0.1	0.2	0.5	-5.3	-26.9
<b>1995</b>	-11.6	-15.3	-1.6	1.1	0.1	1.3	-28.5
<b>1996</b>	8.7	1.7	1.2	0.0	-0.5	0.4	-0.5
<b>1997</b>	1.4	-18.4	-1.0	-3.2	2.3	-1.0	-23.6
<b>1998</b>	4.0	-20.9	-4.6	0.6	-2.7	0.8	28.2

**Fuente:** Fondo Monetario Internacional, *Estadísticas Financieras Internacionales*, 1999, Washington, D.C.

<sup>a</sup> Excluyendo a la inversión extranjera directa.

<sup>b</sup> De las disminuciones de financiamiento privado.

Si es efectivo que las crisis son secuenciales, y que la existencia de un fondo de tamaño adecuado disminuiría la probabilidad de contagio a otros países de la región, el fondo tendría que tener suficientes recursos como para que un país miembro vulnerable y con capacidad para generar contagio pudiera enfrentar la no renovación de su deuda de corto plazo. Un fondo que contara, digamos, con un 15 por ciento de las reservas (en 1997, el último año “normal” para la región en su conjunto) de los 11 países incluidos en el cuadro 6 (unos US\$ 20 mil millones) podría cubrir cómodamente fugas de capitales equivalentes a toda la deuda de corto plazo de cada país individual del grupo, con excepción de las deudas de Brasil. Para cubrir eventualidades de fugas de capital desde más de un país al mismo tiempo, posibles líneas de crédito contingentes como las sugeridas más arriba dotarían al fondo de una capacidad financiera aún mayor.

La primera línea de defensa en contra de las fugas de capital son las reservas propias. Como también se observa en el cuadro 6, los países latinoamericanos son bastante prudentes en este sentido, ya que en casi todos ellos las reservas en 1997 superaban con holgura al stock de su deuda de corto plazo, lo que no sucedió en los países asiáticos en la última crisis. Sin embargo, es necesario tomar en cuenta que, en una crisis, las fugas de capital tienen otros componentes, a saber la liquidación de inversiones extranjeras de cartera y la sustitución por parte de inversionistas nacionales de activos en moneda nacional por otros denominados en moneda extranjera.

En una crisis, el tamaño máximo de las presiones sobre la balanza de pagos está determinado por la cantidad de dinero. Si los agentes pierden totalmente la confianza en una economía, buscarán convertir una alta proporción de sus activos líquidos en divisas. Esos activos líquidos están determinados por los acervos de dinero nacional, que, para estos fines podemos medir como M1 (monedas y billetes en circulación más depósitos a la vista) o M2 (M1 más depósitos a plazo y depósitos de ahorro). Dichas cifras también se muestran en el cuadro 6. El 15 por ciento de las reservas de los 11 países asciende a US\$ 20.4 mil millones. Ello indica que todos los países con excepción de Brasil y Argentina podrían enfrentar una fuga de capitales equivalente a la totalidad de su M2 con reservas propias (85 por ciento de la cifra indicada en el cuadro 6 como reservas internacionales) y las de un fondo constituido con el 15 por ciento de las reservas de los once países en conjunto. Argentina, por su parte, podría financiar salidas de capital equivalentes a todo su M1 y más de la mitad de su M2. Dicho de otra manera, un fondo con 15 por ciento de las reservas representa un potencial importante para disuadir ataques especulativos en contra de las monedas de los países de la región. Si se le pudieran agregar otras fuentes de financiamiento, como las sugeridas

más arriba, el fondo propuesto puede cumplir un importante papel en la promoción de la estabilidad de las economías de la región.

**Cuadro 6**  
**PAÍSES SELECCIONADOS: RESERVAS INTERNACIONALES,**  
**DEUDA DE CORTO PLAZO Y CANTIDAD DE DINERO, 1997**

*(Miles de millones de dólares)*

	<b>Reservas internacionales</b>	<b>Deuda de corto plazo</b>	<b>Cantidad de dinero (M1)</b>	<b>Cantidad de dinero (M2)</b>
<b>Argentina</b>	22.8	18.0	21.5	77.6
<b>Bolivia</b>	1.2	0.4	0.7	3.8
<b>Brasil</b>	52.0	36.2	47.3	236.5
<b>Chile</b>	17.7	9.9	7.7	33.6
<b>Colombia</b>	9.7	5.7	10.3	24.9
<b>Costa Rica</b>	1.3	0.5	1.5	4.0
<b>Ecuador</b>	2.2	2.1	1.7	6.7
<b>Paraguay</b>	0.7	0.5	0.9	2.9
<b>Perú</b>	11.3	6.8	5.7	16.8
<b>Uruguay</b>	1.7	1.9	1.1	8.6
<b>Venezuela</b>	15.2	4.4	11.4	19.0
<b>Total</b>	135.8	86.3		

**Fuentes:** Banco Mundial, Indicadores Financieros Globales, 1999, Washington, D.C.; Fondo Monetario Internacional, *Estadísticas Financieras Internacionales*, 1999, Washington, DC.



## VIII. Conclusiones

---

Este trabajo ha argumentado a favor de la creación de un fondo regional que contribuya a llenar un vacío en la arquitectura financiera internacional. El fondo sería de gran utilidad como una línea adicional de defensa de los países de la región ante las crisis financieras internacionales que se han vuelto cada vez más exógenas a las políticas nacionales y que probablemente continuarán golpeando a la región aún cuando los países continúen mejorando la calidad de sus políticas macroeconómicas.

Por supuesto, no puede concebirse un fondo regional como una alternativa a la prudencia macroeconómica. Más bien, su existencia contribuiría a que los países de la región vayan mejorando la calidad de sus políticas macroeconómicas. La existencia de un fondo con recursos importantes para prestar a países con buenas políticas sería un incentivo poderoso en esa dirección.

El fondo regional puede concebirse dentro del marco de una reforma profunda de la arquitectura financiera actual o como un organismo que se inserte en un sistema que no sufriría variaciones fundamentales. Aunque el primer escenario es el más favorable desde el punto de vista de la eficiencia del nuevo organismo para proteger a los países de la región de los efectos adversos de las turbulencias financieras internacionales, en el segundo escenario sería aún más necesario. Asimismo, como hemos argumentado en la sección anterior, el fondo regional no está fuera del alcance de las capacidades financieras de los países latinoamericanos en las circunstancias actuales.

Un fondo regional tendría la misión adicional, de gran importancia para el desarrollo futuro de la región, de contribuir a la integración de la economía regional a través de la promoción de la estabilidad cambiaria y la coordinación de políticas macroeconómicas. En sus políticas para promover la integración regional, hasta ahora, los países han privilegiado el avance hacia la armonización de las políticas comerciales. Las barreras comerciales entre los países han tendido a disminuir significativamente en la última década. Los retrocesos que se han observado han estado casi siempre relacionados con turbulencias financieras. En algunos casos, los gobiernos han tenido que recurrir a la protección comercial para defenderse de los efectos de entradas de capital que aprecian el tipo de cambio y amenazan a actividades transables nacionales. En otros, la fuga de capitales provocan crisis de balanza de pagos que no dejan otra alternativa que la de restringir los flujos comerciales. Definitivamente, la mayor amenaza que se cierne sobre el progreso de la integración regional es la inestabilidad financiera internacional, la que ha aumentado significativamente la volatilidad cambiaria y la inestabilidad interna de los países de la región.

El mecanismo institucional propuesto aquí tiene el potencial para amortiguar los efectos adversos de la inestabilidad financiera internacional sobre las economías nacionales y, además, contribuir a que los países puedan avanzar hacia la integración económica. Con cada crisis financiera que azota periódicamente a los países de la región, los avances en materia de integración que se logran con mucho esfuerzo suelen ser sucedidos por retrocesos parciales. Una mayor estabilidad en los tipos de cambio y en las economías internas le permitiría a los países de la región converger hacia la deseada integración comercial, sueño nacido hace cuatro décadas y aún no realizado.



## Bibliografía

---

- Agosin M. R. (1999), "Towards a New Architecture for the International Financial System: Lessons from the Financial Crisis", Documento de Trabajo N°1, Centro de Economía Internacional y Desarrollo, Departamento de Economía, Universidad de Chile, Santiago, enero.
- Agosin, M. R., y R. Ffrench-Davis (1997), "Managing Capital Inflow in Chile", *Estudios de Economía*, 24: 297-326.
- Ahluwalia, M. S. (2000), *Reforming the Global Financial Architecture*, Commonwealth Secretariat, Londres, abril.
- Barrera, R., y M. Cárdenas (1997), "On the Effectiveness of Capital Controls: The Experience of Colombia during the 1990s", *Journal of Development Economics*, 54: 27-57.
- Calvo, G., L. Leiderman y C. Reinhart (1993), "Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America: The Role of External Factors", *IMF Staff Papers*, 40: 108-51.
- CEPAL (1990), "La Cooperación Regional en los Campos Financiero y Monetario", Serie Financiamiento del Desarrollo N°5, Santiago.
- Devlin, R., R. Ffrench-Davis y S. Griffith-Jones (1995), "Repunte de las Corrientes de Capital y el Desarrollo: Implicaciones para las Políticas Económicas", en R. Ffrench-Davis y S. Griffith-Jones (eds.), *Las Nuevas Corrientes Financieras Hacia la América Latina – Fuentes, Efectos y Políticas*, Fondo de Cultura Económica, Santiago y México, D.F.
- Eatwell, J. (1997), "International Capital Liberalization: The Impact on World Development", *Estudios de Economía*, 24: 219-61.
- Eichengreen, B. (1999), *Toward a New International Financial Architecture*, Institute for International Economics, Washington, D.C.
- Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR) (2000), "Propuesta para la Transformación del Fondo Latinoamericano de Reservas en un Fondo Monetario Latinoamericano", inédito, Bogotá, marzo.
- \_\_\_\_\_ (1998), *Memoria Anual, 1997-98*, Bogotá.
- Kaminsky, G., S. Lizondo y C. M. Reinhart (1998), "Leading Indicators of Currency Crises", *IMF Staff Papers*, 45: 1-48.

- Kaminsky, G. Y C. M. Reinhart (1996), "The Twin Crises: the Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems", International Finance Discussion Paper N°544, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, D.C., marzo.
- Krugman, P. (1979), "A Model of Balance of Payments Crises", *Journal of Money, Credit, and Banking*, 11: 311-25.
- Le Fort, G. y S. Lehmann (2000), "El Encaje, los Flujos de Capitales y el Gasto: Una Evaluación Empírica", *Documento de Trabajo N°64*, Banco Central de Chile, febrero.
- Mistry, P. S. (1999), "Coping with Financial Crises: Are Regional Arrangements the Missing Link?", en UNCTAD, *International Monetary and Financial Issues for the 19e90s, Vol. X*, Ginebra y Nueva York.
- Ocampo, J. A. (1999), *La Reforma del Sistema Financiero Internacional: Un Debate en Marcha*, Fondo de Cultura Económica, Santiago y México, D.F.
- Ocampo, J. A., y C. Tovar (1999), "Price-based Capital Account Regulations: the Colombian Experience", Serie Financiamiento del Desarrollo N°87, CEPAL, Santiago.
- Ocampo, J. A., y R. Steiner (1994), "Los Capitales Extranjeros en las Economías Latinoamericanas", en J. A. Ocampo (ed.), *Los Capitales Extranjeros en las Economías Latinoamericanas*, FEDESARROLLO y Banco Interamericano de Desarrollo, Bogotá.
- Rodrik, D., y A. Velasco (1999), "Short-Term Capital Flows", ABCDE Conference, Banco Mundial, Washington, D.C., no publicado.



Serie

temas de coyuntura

### Números publicados

- 1 Reforming the international financial architecture: consensus and divergence, José Antonio Ocampo (LC/L.1192-P), N° de venta: E.99.II.G.6 (US\$ 10.00), 1999. [www](#)
- 2 Finding solutions to the debt problems of developing countries. Report of the Executive Committee on Economic and Social Affairs of the United Nations (New York, 20 May 1999) (LC/L.1230-P), N° de venta: E.99.II.G.5 (US\$ 10.00), 1999. [www](#)
- 3 América Latina en la agenda de transformaciones estructurales de la Unión Europea. Una contribución de la CEPAL a la Cumbre de Jefes de Estado y de Gobierno de América Latina y el Caribe y de la Unión Europea (LC/L.1223-P), N° de venta: S.99.II.G.12 (US\$ 10.00), 1999. [www](#)
- 4 La economía brasileña ante el Plan Real y su crisis, Pedro Sáinz y Alfredo Calcagno (LC/L.1232-P), N° de venta: S.99.II.G.13 (US\$ 10.00), 1999. [www](#)
- 5 Algunas características de la economía brasileña desde la adopción del Plan Real, Renato Baumann y Carlos Mussi (LC/L.1237-P), N° de venta: S.99.II.G.39 (US\$ 10.00), 1999. [www](#)
- 6 Internacional financial reform: the broad agenda, José Antonio Ocampo (LC/L.1255-P), N° de venta: E.99.II.G.40 (US\$ 10.00), 1999. [www](#)
- 7 El desafío de las nuevas negociaciones comerciales multilaterales para América Latina y el Caribe (LC/L.1277-P), N° de venta: S.99.II.G.50 (US\$ 10.00), 1999. [www](#)
- 8 Hacia un sistema financiero internacional estable y predecible y su vinculación con el desarrollo social (LC/L.1347-P), N° de venta: S.00.II.G.31 (US\$ 10.00), 2000. [www](#)
- 9 Fortaleciendo la institucionalidad financiera en Latinoamérica (LC/L.1433-P), N° de venta: S.00.II.G.111 (US\$ 10.00), 2000. [www](#)

- El lector interesado en adquirir números anteriores de esta serie puede solicitarlos dirigiendo su correspondencia a la Unidad de Distribución, CEPAL, Casilla 179-D, Santiago, Chile, Fax (562) 210 2069, [publications@eclac.cl](mailto:publications@eclac.cl).
- [www](#): Disponible también en Internet: <http://www.eclac.cl>

Nombre: .....

Actividad: .....

Dirección: .....

Código postal, ciudad, país: .....

Tel.: ..... Fax: ..... E.mail: .....