

**Facultad Latinoamericana de Ciencias Sociales (FLACSO/Argentina) – Universidad
de San Andrés en cooperación con la Universidad de Barcelona**

**MAESTRÍA EN RELACIONES Y NEGOCIACIONES INTERNACIONALES
CICLO 2006/2007**

Título: “El Eslabón Perdido de la Integración Financiera de los Países en Desarrollo: los
Mecanismos Regionales de Liquidez.”

Autor: Gustavo Rojas de Cerqueira César
Director: Guillermo Rozenwurcel

Buenos Aires, diciembre de 2010

Resumen

El Sistema Financiero Internacional dispone de instituciones e instrumentos para mitigar crisis de liquidez en países en desarrollo pero son muchas las críticas con relación a la tempestividad de los recursos ofertados, su volumen y las condiciones impuestas a los países tomadores de préstamos. El cambio en el manejo de la política cambial de los países en desarrollo los ha llevado a acumular un creciente volumen de reservas internacionales, reduciendo la necesidad de recurrir al FMI. No obstante, la estrategia de acumulación de reservas viene recibiendo crecientes críticas cuanto a su elevado costo fiscal. Eso viene motivando los países en desarrollo a buscar alternativas cooperativas para la utilización de las reservas internacionales.

Este trabajo busca evaluar como un mecanismo de cooperación financiera regional podría reducir la vulnerabilidad externa de un grupo de países, complementando las líneas de defensa existentes en el ámbito multilateral y ofertando recursos a tiempo de impedir el agravamiento de una crisis de liquidez. Una estrategia cooperativa podría, teóricamente, optimizar las reservas externas de los países miembros, compartiendo los costos fiscales y las ganancias de escala. Este mecanismo también podría canalizar recursos para proyectos de desarrollo y sostener una ampliación del uso de monedas locales. Son analizadas dos modalidades de mecanismos: el fondo de reservas (*reserve pooling*), representado por el Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR); y los mecanismos de *swap* de monedas, que garantizan acceso a recursos en moneda convertible en caso de necesidad de liquidez y cuya la Iniciativa Chiang Mai constituye un ejemplo.

La estabilidad económica es un valor cada vez más valorado en América del Sur. No obstante, una mayor coordinación económica regional se presenta como requisito fundamental para la consecución de la estabilidad. Un mecanismo de cooperación que involucre a los países de la región podría dar voz, voto y responsabilidad política a todos en la tarea de alcanzar este objetivo común.

Índice

Introducción: Identificación del problema, objetivos y metodología del trabajo.....	7
CAPÍTULO I: Sobre las crisis de balanza de pagos.....	13
I.1) Modelos Teóricos de Crisis de Liquidez.....	13
<i>I.1.a) Modelos de Primera Generación.....</i>	13
<i>I.1.b) Modelos de Segunda Generación.....</i>	15
<i>I.1.c) Modelos de Tercera Generación.....</i>	17
I.2) Algunas consideraciones sobre la dinámica de los flujos de capitales.....	18
CAPÍTULO II: Las Respuestas Ofrecidas por la Arquitectura Financiera Multilateral.....	21
II.1) La Trayectoria del FMI: las diversas mutaciones de sus funciones.....	22
II.2) Críticas a la concesión de los préstamos.....	25
II.3) Gobierno y Reforma.....	28
CAPÍTULO III: La Nueva Inserción de los Países en Desarrollo.....	33
III.1) La Acumulación de Reservas Internacionales.....	37
CAPÍTULO IV: Sobre los Sistemas de Cooperación Regional.....	40
IV.1) Desarrollo Financiero e Instituciones Regionales.....	40
IV.2) ¿Auto Seguro o Cooperación?.....	46
IV.3) Sobre los mecanismos de <i>swap</i> de monedas.....	48
IV.4) Requisitos para la Constitución de un Fondo Regional de Reservas.....	49
CAPÍTULO V: Los Estudios de Caso.....	56
V.1) La Iniciativa Chiang Mai.....	56
<i>V.1.a) Desde el Bilateral al Multilateral.....</i>	56
<i>V.1.b) Desarrollo del Mercado Regional de Bonos.....</i>	61
V.2) El Fondo Latinoamericano de Reservas.....	64
<i>V.2.a) Líneas Generales.....</i>	64
<i>V.2.b) Gobierno.....</i>	69
<i>V.2.c) La Viabilidad de la Ampliación del FLAR.....</i>	73
<i>V.2.d) Las Potencialidades del FLAR.....</i>	75
Conclusión.....	80
ANEXOS.....	90
Anexo 1: Composición de los Activos de Reserva Internacional de América del Sur.....	83
Bibliografía.....	85
Índice de tablas y gráficos.....	5
Índice de abreviaturas.....	4

Índice de abreviaturas

AARCA	Asociación de Agencias de Riesgo de Crédito de Asia
ABF	Asian Bond Found
ABMI	Asian Bond Market Initiative
ADB	Asian Development Bank
AEC	Arancel Externo Común
ALADI	Asociación Latinoamericana de Integración
AFM	Arquitectura Financiera Multilateral
APEC	Foro de Cooperación Económica del Pacífico
ASEAN	Association of Southeast Asian Nations
BCB	Banco Central de Brasil
BID	Banco Interamericano de Desarrollo
BIS	Bank for International Settlements
BRIC	Brasil, Rusia, India y China
CAF	Corporación Andina de Fomento
CAN	Comunidad Andina de Naciones
CEPAL	Comisión Económica de las Naciones Unidas para América Latina y Caribe
DEE	Dirección de Estudios Económicos del FLAR
FED	Federal Reserve
FMA	Fondo Monetario Asiático
FSF	Financial Stability Forum
FLAR	Fondo Latinoamericano de Reservas
FMI	Fondo Monetario Internacional
G7	Grupo de las Siete Mayores Economías del Mundo
G20	Grupo de los Veinte
ICM	Iniciativa Chiang Mai
ICMM	Iniciativa Chiang Mai Multilateralizado
IOSCO	International Organization Of Securities Commissions
LCF	Línea de Crédito Flexible
LIBOR	London Interbank Offered Rate
MERCOSUR	Mercado Común del Sur
MGCI	Mecanismo de Garantía de Crédito e Inversión

OCDE	Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico
OMC	Organización Mundial del Comercio
ONU	Organización de las Naciones Unidas
OSM	Oficina de Supervisión Macroeconómica del ASEAN+3
PIB	Producto Interno Bruto
SAI	Sistema Andino de Integración
SDRs	Special Drawing Rights
UNASUR	Unión de Naciones de América del Sur

Índice de tablas y gráficos

Tabla 1: FMI - Variación del Poder de los Votos Nacionales.....	31
Grafico 1: Crecimiento del PIB Mundial y por Grupo de Países.....	33
Grafico 2: Porcentaje de depósitos en moneda extranjera frente al total de los depósitos bancarios.....	34
Grafico 3: América Latina: flujos netos de capitales y tipo de cambio real.....	35
Grafico 4: Patrones Regionales del Trilema y Nivel de Reservas Internacionales en América Latina y Asia.....	36
Tabla 2: Principales Componentes del Regionalismo Convencional.....	43
Tabla 3: Etapas y Componentes del Regionalismo Financiero.....	44
Tabla 4: Adecuación de las Reservas Internacionales.....	47
Tabla 5: Multilateralización de la Iniciativa Chiang Mai.....	60
Tabla 6: Composición del capital del FLAR por cada país miembro.....	65
Grafico 5: FLAR: Total de Préstamos Otorgados	66
Tabla 7: Modalidades de Préstamos.....	66
Grafico 6: Créditos Aprobados durante Episodios de Crisis.....	67
Grafico 7: Variación del PIB de los Países Miembros y Préstamos Aprobados por el FLAR.....	68
Tabla 8: Tipos de Crédito, Condiciones e Instancias de Aprobación.....	71
Tabla 9: Índice de cobertura de las reservas internacionales.....	74
Tabla 10: Cuotas y Reservas.....	77

Introducción: Identificación del problema, objetivos y metodología del trabajo

En el inicio de 2008, el Banco Central de Brasil (BCB) anunció, por primera vez en su historia, que la deuda externa líquida de Brasil había sido negativa. Contando con US\$ 180 mil millones en reservas internacionales, Brasil se tornaba acreedor internacional. Pasado el auge de la crisis financiera internacional, a fines de 2010, las reservas internacionales de Brasil alcanzaron el record histórico de US\$ 280 mil millones, 10% de su Producto Bruto Interno (PIB). Así como Brasil, durante los últimos años, los demás países de América del Sur han registrado un incremento expresivo de sus reservas internacionales acompañado de la reducción del endeudamiento público, tanto interno como externo. Durante este período, algunos países de la región (Brasil, Argentina y Venezuela, por ejemplo) buscaron saldar sus préstamos con organismos financieros internacionales –Fondo Monetario Internacional (FMI) y Banco Interamericano de Desarrollo (BID) - no apenas para reestructurar y racionalizar su endeudamiento global externo, sino que también para ejecutar políticas económicas con un mayor grado de autonomía, libre de las condicionalidades de política asociadas a los préstamos tomados junto a estas instituciones (Chin, 2010).

Tras las diversas crisis financieras de los años noventa, casi todos los países de la región abandonaron los regímenes de tipo de “cambio fijo” o “casi fijo” e ingresaron al siglo XXI con un nuevo régimen más flexible, el de “flotación administrada”. Este cambio permitió a las autoridades monetarias regionales reaccionar más ágil y eficazmente ante el inestable ambiente de la economía internacional, interviniendo en el mercado cambiario a fin de mantener un tipo de cambio real más competitivo. Consecuentemente, el nuevo régimen cambiario ha impulsado la retomada del sistema productivo regional que, conjuntamente con la substancial mejora de los términos de intercambio regionales con el mundo, han fortalecido el saldo de la cuenta corriente de América del Sur (Ocampo, 2007). Además, la larga permanencia de las tasas de interés de los mercados financieros desarrollados en niveles sumamente bajos, tendencia agudizada después de la crisis internacional de 2007/2008, ha fomentado una expresiva atracción de recursos en busca de rendimientos comparativamente superiores, elevando el nivel de liquidez regional. Por último, una parcela importante de las reservas internacionales de los países se ha formado como objetivo

explícito para la consecución de una mayor autonomía en la ejecución de la política económica, enseñanza adquirida del enfrentamiento de crisis pasadas (Frenkel, 2010).

Estos factores promovieron una reducción de la vulnerabilidad externa de América del Sur, uno de los pilares para alcanzar un crecimiento económico equilibrado. En este contexto, el incremento de las reservas internacionales viene actuando como un auto-seguro contra la salida repentina de capitales y eventuales ataques especulativos a las monedas nacionales. Esto reduce la probabilidad de que los países deban recurrir a préstamos de emergencia y/o devaluaciones competitivas y contracciones económicas como forma de ajustar las cuentas del balance de pagos, hecho corriente en la región entre la década de los años ochenta y principios de la presente. Pero los elevados niveles de reservas de los países sudamericanos también podrían ser una consecuencia del bajo nivel de desarrollo de los mercados financieros de la región, hecho evidenciado a través de la enorme discrepancia entre el PIB *per capita* y el nivel de desarrollo financiero de América del Sur con relación a otras regiones del mundo (Fanelli, 2008).

La acumulación de reservas internacionales tiene un elevado costo fiscal y, ante la creciente magnitud de los flujos financieros, puede mostrarse como un mecanismo insuficiente. Así, la posibilidad de acceder a recursos adicionales permitiría fortalecer la capacidad de respuesta de los países ante la volatilidad financiera internacional, reduciendo su susceptibilidad a crisis y ampliando las herramientas disponibles para alcanzar un crecimiento económico más estable.

La búsqueda de la maximización de la utilización de la escala de los recursos y de la diversificación del riesgo supondría que el ámbito multilateral sería el más adecuado para encauzar la oferta de financiamiento para afrontar las crisis de balance de pagos. Todavía, el notorio déficit de legitimidad del FMI, expresado en el bajo nivel de representatividad de los países en desarrollo, bien como los frescos recuerdos de décadas de duras y equivocadas condicionalidades impuestas a estos países, han fomentado posiciones reacias en contra del FMI. La experiencia, además, muestra que el crédito de emergencia concedido por el FMI provoca la estigmatización del país solicitante por el mercado y tarda un periodo expresivo entre su negociación y liberación, reduciendo significativamente su eficacia ante la emergencia de los países afectados. Finalmente, estos recursos se encuentran

extremamente concentrados en un par de países considerados “mercados emergentes de importancia sistémica”. Algunos trabajos también apuntan que los préstamos de los bancos multilaterales de desarrollo son racionados justamente en los momentos de crisis, no desempeñando su alegado rol contracíclico (Perry, 2009). La estabilidad del financiamiento es un requisito fundamental para el éxito de cualquier estrategia de desarrollo. Consecuentemente, estos hechos ponen en duda la funcionalidad de contar apenas con la provisión de financiamientos multilaterales.

Estas limitaciones han llevado diversos analistas a explorar con mayor detenimiento el ámbito regional como espacio de promoción de la cooperación financiera. Las funciones desempeñadas por un mecanismo regional no necesariamente deben limitarse a la concesión de crédito de emergencia. La coordinación de políticas económicas alrededor de objetivos comunes sería un interesante valor agregado de estas instituciones para la integración económica regional. El fomento a la emisión de títulos en moneda local y el acceso a tasas más favorables que aquellas normalmente obtenidas aisladamente por cada país son fronteras poco exploradas en la región y podrían jugar un interesante rol preventivo contra eventuales crisis de liquidez. Estas posibilidades constituyendo interesantes incentivos adicionales para la construcción de un mecanismo regional.

Transformaciones recientes respaldan una mayor atención al espacio regional. La considerable reducción de la vulnerabilidad externa de América del Sur elevó la interdependencia económica entre los países de América del Sur, resultado de la ampliación de los flujos de comercio e inversión intrarregional. La conformación de la Unión de Naciones de América del Sur (UNASUR) y, particularmente, el reciente nacimiento de su Consejo de Ministros de Economía y Finanzas, han fomentado un creciente esfuerzo de convergencia institucional entre el Mercado Común del Sur (MERCOSUR) y la Comunidad Andina de Naciones (CAN). Al mismo tiempo, la participación de Argentina y Brasil en el G-20 financiero, consolidado como principal foro de negociación sobre la arquitectura financiera mundial tras la crisis internacional, ha exigido un mayor protagonismo de ambos países en iniciativas de cooperación financiera, tanto regional como internacional.

El objetivo del presente trabajo es evaluar como la cooperación financiera regional puede reducir la vulnerabilidad externa de los países en desarrollo, con eje en los países de

América del Sur. Un sistema de cooperación regional, para el propósito de este trabajo, consiste en un acuerdo entre países para conformar un fondo de reservas o mecanismos de *swap* de monedas para mitigar los efectos adversos provocados por crisis de liquidez. Este sistema tendría como sus objetivos centrales: i) complementar las líneas de crédito disponibles en el sistema multilateral (FMI); ii) reducir la propagación regional de crisis por contagio; iii) fomentar la integración financiera regional a través de instrumentos financieros con características contracíclicas. La implementación de un mecanismo regional con ese formato daría a los países miembros condiciones de participar directamente en la gestión de la entidad, permitiendo que asuman responsabilidades superiores a aquellas poseídas en el ámbito multilateral. Serán estudiados los medios por los cuales la cooperación regional podría mitigar las crisis de liquidez mediante el análisis de las principales deficiencias del sistema multilateral (FMI). A sus efectos, serán, posteriormente, analizados los dos principales sistemas de cooperación regional entre países en desarrollo, a saber, la Iniciativa Chiang Mai (ICM), en el Este Asiático, y el Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR), en América del Sur.

Comparando el funcionamiento de los sistemas multilateral y regional, se podrá evaluar si la alternativa regional es eficiente en la reducción de la vulnerabilidad externa, y en qué medida. Al analizar en términos teóricos el funcionamiento del sistema de financiamiento de liquidez, será realizada una revisión de literatura sobre el asunto, cuando se cuidará la determinación de los conceptos necesarios para la discusión.

Se optó por estructurar el análisis de la influencia de los mecanismos de cooperación regional en la vulnerabilidad de los países a partir de la metodología explicitada en Johnson y Joslyn (1991). Con base en el modelo desarrollado por estos autores, la vulnerabilidad de los países en desarrollo fue definida como *variable dependiente*. La medida de esta variable es la ocurrencia de crisis de liquidez, situación en la cual determinado país no consigue disponer de recursos financieros suficientes para cumplir con sus compromisos financieros internacionales.

Las variables intervinientes fueron definidas como siendo: i) los fundamentos macroeconómicos de los países y ii) el comportamiento de los flujos de capitales. Por fundamentos macroeconómicos se entiende el nivel de reservas internacionales de un país,

su grado de endeudamiento interno y externo, la situación de la cuenta corriente, entre otros indicadores. El rol de los fundamentos fue analizado por la literatura económica tradicional sobre modelos de crisis de liquidez, denominados de modelos de primera y segunda generación, que buscan explicar, básicamente, los eventos de los años 70 y 80, asociándolos a las elecciones de políticas económicas internas adoptadas por los países. La dinámica de los flujos de capital fue uno de los principales catalizadores de las más recientes crisis de liquidez, provocando, muchas veces, problemas en economías que presentaban, según la literatura tradicional, buenos fundamentos económicos. La influencia de los flujos de capitales se da por su dimensión con relación a las economías nacionales y por los efectos de contagio. El contagio ocurre cuando una crisis financiera en un país provoca una reacción en cadena que afecta a otros países, sin que estos hayan registrado deterioro de sus fundamentos. El contagio, bien como la asimetría de informaciones entre los agentes de mercado, es analizado por los modelos más recientes, los de tercera generación, desarrollados a partir del final de los años noventa tras la crisis asiática.

Ante el contexto analizado, las variables independientes elegidas fueron: i) la gestión macroeconómica nacional, ii) el acceso a los recursos del FMI y iii) la participación en los mecanismos de cooperación regional. La gestión macroeconómica comprende las políticas monetaria y fiscal, el régimen cambial, las inversiones recibidas por el país, entre otros. La calidad del relacionamiento con el Fondo Monetario Internacional y la capacidad de negociación junto al Fondo definen el acceso de un país a sus recursos, bien como la tempestividad, los montos y las condicionalidades de sus préstamos. Finalmente, los mecanismos regionales de liquidez pueden interferir tanto en los fundamentos del país como en los movimientos de capitales. El objetivo de este trabajo es investigar como tales mecanismos pueden colaborar para reducir la vulnerabilidad externa de sus miembros.

Las variables seleccionadas no son exhaustivas. Tratase de procesos políticos complejos, en los cuales diversos agentes interactúan continuamente y están sujetos a la interferencia de factores exógenos. En otros contextos, diferentes variables pueden influenciar fuertemente la vulnerabilidad externa. Entretanto, dentro del recorte de este trabajo, las variables identificadas parecen tener una acción decisiva.

Con base en estas consideraciones, la hipótesis que orienta este trabajo es que la vulnerabilidad externa de un país puede ser reducida mediante la participación en mecanismos regionales de cooperación financiera que, a su vez, afectan los fundamentos macroeconómicos y los flujos de capitales. En otros términos, se trata de estudiar la robustez del relacionamiento propuesto entre las variables.

El análisis empírico buscará evaluar el comportamiento de las variables identificadas para un número limitado de países. Las variables independientes (gestión macroeconómica, acceso a los recursos del FMI y participación en los mecanismos de cooperación regional) son pasibles de estudio prioritariamente (pero no exclusivamente) cualitativo, debido a sus naturalezas eminentemente políticas. Para evaluar la efectiva diferencia que la participación en sistemas de cooperación regional pueden provocar, será consultada la literatura y los estudios estadísticos sobre el tema. La evolución de las variables intervinientes (fundamentos y flujos de capitales) se reviste de mayor carácter cuantitativo. Así, se torna posible establecer relaciones entre condicionantes de nivel político (afectos a las variables independientes) y sus consecuencias prácticas (pasibles de medición por las variables intervinientes). Ejemplos de indicadores típicos, para los fundamentos, son el nivel de reservas internacionales ante el endeudamiento de corto plazo y el M2.

Los datos cuantitativos fueron obtenidos junto a las entidades oficiales, como CEPAL, FMI, OCDE, *sites* de los Bancos Centrales, entre otros. Los datos cualitativos son constituidos de publicaciones oficiales y análisis y opiniones de la literatura especializada.

CAPÍTULO I: Sobre las crisis de balanza de pagos

Una crisis de balanza de pagos, o crisis de liquidez, ocurre cuando un país no consigue disponer de recursos financieros suficientes para cumplir con sus compromisos en el mercado internacional¹. Problemas de balanza de pagos pueden desembocar en crisis cambiarias. La persistencia de las dificultades para afrontar los pagos internacionales menoscaba la confianza de los inversionistas en el país, causando salida de capitales, presionando el tipo de cambio y, en varias ocasiones, provocando una devaluación cambiaria². Krugman (2001, introducción) resume la discusión de esta manera:

“Não há definição formal universalmente aceita de crises monetárias, mas sabemos conhecê-las quando as vemos. O elemento básico é um tipo de lógica circular, na qual os investidores fogem de uma moeda porque temem que ela possa ser desvalorizada, e na qual muitas pressões (embora não necessariamente todas) para a desvalorização provêm precisamente dessa fuga de capitais”.

Las crisis de balance de pagos pueden generar dificultades para el intercambio comercial, limitando las exportaciones de un país, estimulando las importaciones, o ambas cosas a la vez. También pueden deteriorar la cuenta de capitales, restringiendo el acceso de un país al mercado financiero internacional o dificultando la administración de su deuda. La extrema volatilidad de los capitales de corto plazo, perfil predominante entre los flujos financieros dirigidos hacia los países en desarrollo, es un ítem especialmente crítico a ser considerado en este estudio.

I.1) Modelos Teóricos de Crisis de Liquidez

I.1.a) Modelos de Primera Generación

¹ Según el FMI, “A member country may request IMF financial assistance if it has a balance of payments needs – that is, if it cannot find sufficient financing on affordable terms to meet its net international payments.” IMF. Factsheet: IMF Lending. Septiembre, 2006. Disponible en <http://www.imf.org/external/np/exr/facts/howlend.htm>. Acceso en 01.11.10.

² Los términos “crisis de balance de pagos” y “crisis cambial” no son perfectamente intercambiables, pues un país puede atravesar problemas temporarios para cumplir con sus pagos internacionales sin que eso necesariamente lleve a una devaluación de su moneda. Entretanto, dificultades con el balance de pagos pueden preceder un ataque especulativo contra la moneda nacional, motivo por el cual, diversas veces, ambos términos asumen valores equivalentes en la literatura.

Los primeros modelos de crisis de liquidez fueron desarrollados por Stephen Salant, funcionario de la Reserva Federal de los Estados Unidos (FED), durante los años setenta. Su estudio primario se centraba en el mercado de *commodities* en un contexto de disponibilidad finita de stocks y especuladores buscando ganancias financieras ante la variación de los precios. El modelo desarrollado por Salant despertó el interés de otros economistas, como Paul Krugman (1979), quienes percibieron que la lógica del modelo, con sus debidas adaptaciones, podría ser utilizada para explicar la dinámica de los ataques especulativos contra los bancos centrales en un ambiente de cambio fijo. Este primer trabajo de Krugman sería denominado de “modelo canónico”.

La premisa básica en estos modelos es la existencia de un deterioro continuo de los fundamentos económicos, que culmina con la ocurrencia de una crisis cambiial. Entretanto, el colapso económico sería resultante de la mala gestión interna de la política económica y no fruto de un desequilibrio externo. Los fundamentos más relevantes para la salud de la política económica estarían puestos en la calidad de la política fiscal y monetaria. Reiterados déficits fiscales incitarían a la expansión monetaria como forma de financiar el incremento de los gastos gubernamentales. Para Krugman, el crecimiento expansivo de la oferta monetaria es inconsistente con un régimen de cambio fijo³. Esta inconsistencia puede ser sostenida temporalmente si el banco central posee un monto suficientemente grande de reservas internacionales, pero, cuando el volumen de estas se torna insuficiente, los especuladores pasan a presionar la autoridad monetaria por una venta masiva de activos. Los agentes económicos promueven un ataque especulativo cuando perciben que el nivel de reservas de un país puede ser reducido a un nivel inferior a aquel entendido como crítico. El gobierno defenderá la estabilidad de la cotización de la moneda al costo de la reducción de sus reservas hasta que estas alcancen un volumen considerado como el mínimo aceptable. Ese valor mínimo puede ser, por ejemplo, la cantidad de moneda extranjera suficiente para financiar los déficits de balance de pagos del país durante un determinado periodo de tiempo. A partir de este punto, el gobierno flexibilizaría el cambio con el intuito de impedir el consumo total de las reservas del país.

³ Cuanto mayor la expansión de la oferta monetaria, mayor la cantidad de reservas que un banco central debe poseer para permitir el cambio de moneda nacional por moneda extranjera a una tasa fija en un sistema de ancla cambiial. Una política monetaria expansionista torna el banco central cada vez más vulnerable a un ataque especulativo, caso las reservas del país no crezcan a tasas comparables con el crecimiento de la oferta monetaria.

En una obra posterior, Krugman (1999) afirma que el modelo canónico tuvo sus meritos al establecer la inconsistencia entre las políticas internas y los regímenes cambiarios. No se puede negar que muchas de las crisis financieras tuvieron este origen. Además, el modelo tiene el mérito de clarificar que las corridas contra las monedas, que ocurren abruptamente e involucran miles de millones de dólares, no devienen ni de la irracionalidad de los inversionistas ni de los esquemas de manipuladores de mercado. Las corridas contra las monedas son simplemente resultado de la lógica de una situación en que la manutención de activos en una moneda deja de ser atractiva debido a su persistente expectativa de pérdida de valor. En cuanto a las limitaciones del modelo, el autor resalta que diversos economistas consideran que, debido a su elevado nivel de simplificación, el modelo no representa adecuadamente las fuerzas en acción durante las crisis reales. La forma mecánica en que son descritas las crisis ofrecen un margen de maniobra muy reducido para que los *police makers* afronten la perspectiva de colapso: los gobiernos emiten moneda ciegamente para cubrir sus déficits presupuestarios y los bancos centrales venden moneda extranjera hasta agotar sus reservas. En realidad, el abanico de posibilidades de actuación ante una crisis es muy superior al referido. Vale también señalar una implicación política negativa, no comentada por el autor en los mencionados textos: la responsabilidad por una crisis recae sobre la imprudencia fiscal y monetaria de los gobiernos, que permiten el deterioro de los fundamentos y el advenimiento del colapso cambiario. Partiendo de esa premisa, siempre que se tuviera que negociar un auxilio financiero junto al FMI, la negociación se iniciaría con el país solicitante en una posición de notoria inferioridad. No obstante, las crisis financieras vividas durante la década de noventa enseñaron que factores como el contagio y profecías auto-realizables, entre otros, pueden ser las principales causas en determinadas crisis. Ante las claras limitaciones del modelo canónico, una segunda generación de modelos pasó a ser desarrollada.

1.1.b) Modelos de Segunda Generación

En los modelos de segunda generación, el énfasis se encuentra puesto en el costo representado por la defensa del tipo de cambio y no en la reducción de las reservas. Hay un *trade-off* entre mantener el régimen y alterarlo. Por un lado, los costos para la manutención de la tasa de cambio pueden ser evaluados en términos de la tasa de desempleo, de la

reducción de la actividad económica resultante del aumento de la tasa de interés, de la elevación del stock de la deuda pública, entre otros. Por otro, la devaluación resultaría en un posible crecimiento de la inflación, en la pérdida de credibilidad de las autoridades financieras ante los agentes económicos, afectando, incluso, el honor nacional. Así, los *policy makers* tienen delante de sí dos fuerzas contradictorias en cuanto a la política cambiaria. Además, hay un componente con características de “profecía auto-realizable” involucrado: el costo de defender el tipo de cambio se torna más elevado en la medida en que las personas juzgan que la moneda será devaluada⁴. Estos modelos contemplan más alternativas de política económica que el modelo canónico, en el cual la única herramienta a disposición del banquero central sería la venta de activos de reserva internacional.

Una de las principales características de los modelos de segunda generación es el nuevo trato dado a los fundamentos económicos. En el modelo canónico, los fundamentos o eran consistentes con la mantención de un tipo de cambio fijo o no, lo que, en el segundo caso, llevaba a un colapso. No había espacio para términos medios. En este nuevo abordaje (Obstfeld, 1996a), además de los dos extremos ya conocidos (fundamentos débiles = colapso; fundamentos fuertes = mantención del cambio), se abre espacio para una región intermediaria, en la cual los fundamentos ni son tan fuertes como para tornar un ataque especulativo imposible, ni son lo suficiente débiles para tornar el colapso inevitable. En estas condiciones intermediarias se torna posible la existencia de múltiples equilibrios. Puede haber equilibrios en los cuales, contando con los mismos fundamentos, no haya una devaluación cambiaria y otros en que sí ocurra una devaluación. Así, regímenes cambiarios sostenibles pueden ser igualmente víctimas de ataques especulativos bien sucedidos.

Los modelos de segunda generación abrieron nuevas perspectivas para explicar el rol de los gobiernos en la ocurrencia de las crisis cambiales. Eso no significa una minimización de la importancia de las políticas económicas llevadas a cabo por los países. Como resalta Obstfeld (1996b), los fundamentos continúan manteniendo significativa importancia para la ocurrencia de una crisis, una vez que la determinación de los equilibrios posibles depende de la política económica llevada a cabo por los gobiernos. Lo que se trata, entonces, es de admitir que, aún los países que estén adoptando políticas fiscales y monetarias consistentes

⁴ OBSTFELD (1996a:34): “*like a run on a bank, speculation against a currency creates objective economic conditions that make liability devaluation more likely*”.

con la manutención del tipo de cambio pueden sufrir ataques especulativos. La percepción de los inversionistas en cuanto a la política económica llevada a cabo por un país, ante fundamentos en condiciones intermedias, puede mover la situación de un equilibrio “benigno” hacia uno “maligno”, provocando una crisis cambiaria.

Entretanto, las crisis de la segunda mitad de los noventa, vividas por el Sureste Asiático, Rusia y Brasil, revelaron que los modelos existentes no eran suficientemente completos como para explicar estas crisis. En ese entonces, surgieron nuevos factores de crisis para tratar de explicar la nueva realidad, como el efecto contagio - afectando a varias economías calificadas teóricamente como inmunes a una crisis de liquidez – y la fragilidad de los sistemas financieros locales, agravada por la deterioración del crédito.

1.1.c) Modelos de Tercera Generación

Como respuesta a los puntos críticos citados anteriormente, los economistas se encuentran actualmente desarrollando modelos de tercera generación, los cuales exploran las fragilidades de los sistemas financieros causadas por informaciones imperfectas (selección adversa, riesgo moral); corridas bancarias, ocasionando liquidación anticipada de activos con razonables prejuicios (comportamiento de manada); bien como modelos que consideran las dificultades enfrentadas por empresas afectadas por la deterioración de sus balances patrimoniales (casos en que hay endeudamiento en moneda extranjera por parte de empresas y el país es llevado a una devaluación cambial).

La hipótesis básica de esta última generación de modelos reside en la persistente existencia de una asimetría de informaciones en los mercados financieros. En suma, el contagio de opiniones y expectativas genera fases de euforia y pánico, las cuales son intrínsecas al funcionamiento del mercado financiero. Esto contrasta con las hipótesis de los modelos anteriores, que privilegiaban los fundamentos y la gestión macroeconómica. De acuerdo con Ocampo (2001: p. 9):

“Markets are necessarily imperfect when time is involved, as the information necessary to correct such “market imperfection” will never be available. Opinions and expectations, rather than factual information,

are thus the underlying forces behind the inter-temporal decisions that largely determine financial market performance”.

Los fenómenos citados anteriormente (selección adversa, riesgo moral y comportamiento de manada) devienen de las consecuencias económicas de la asimetría de información. Una revisión de la literatura sobre la nueva generación de modelos permite identificar cinco grandes líneas de explicación para las crisis de liquidez: i) crecimiento exagerado del crédito concedido por los bancos, con la asunción de riesgos elevados sin la debida precaución, en un ambiente de floja regulación y supervisión (línea explicativa de Mishkin); ii) exceso de endeudamiento sobre el stock de capital, apoyado en la presunción de la existencia de garantías públicas para los préstamos, pero limitado al valor de las reservas internacionales del país (línea explicativa de Corsetti, Pesenti y Roubini); iii) burbujas en los mercados de activos, entendidas como aumento insostenible de los valores de acciones y bienes inmobiliarios (línea explicativa de Krugman); iv) crisis de liquidez y corrida contra bancos comerciales (línea explicativa de Chang y Velasco); y v) información incompleta y contagio (línea explicativa de Calvo y Mendoza).

I.2) Algunas consideraciones sobre la dinámica de los flujos de capital

Los países en desarrollo registran tasas de crecimiento más inestables que los países desarrollados. Este hecho puede ser explicado por la desigualdad de condiciones que enfrentan los países en desarrollo para promover su inserción en la economía mundial. El sector externo de los países en desarrollo presenta enormes desafíos, tanto en el plano comercial como financiero.

En el plano comercial, los países en desarrollo tienden a presentar una mayor volatilidad de sus exportaciones, fruto tanto de la ausencia de una mayor diversificación (de productos y de destinos) de su pauta exportadora como la susceptibilidad a una mayor variación de sus términos de intercambio. Por el lado financiero, el financiamiento de los déficits de cuenta corriente es el gran desafío de los países en desarrollo. Teóricamente, la apertura financiera permitiría a los países satisfacer ampliamente sus preferencias de riesgo mediante la diversificación de activos, lo que posibilitaría a los países en desarrollo compensar los *shocks* externos con una oferta estable de financiamiento. No obstante, como

relata Obstfeld y Taylor (2004), este tipo de comportamiento se encuentra muy concentrado en las transacciones financieras entre los países desarrollados.

En los países en desarrollo impera la volatilidad financiera, con la cuenta de capitales privada contribuyendo a un ajuste inter-temporal desestabilizador (Ffrench-Davis, 2005). Al alocar recursos en los mercados financieros de los países en desarrollo, los inversionistas internacionales visan la posibilidad de obtención de ganancias de capital (derivadas de tasas de interés elevadas y del precio de acciones) y/o ganancias cambiales (derivadas de la apreciación de la moneda local) que superen las expectativas de lucros obtenidas en sus países de origen. Cuanto más grande el volumen de la entrada de capitales de corto plazo en un país emergente, más grande es la presión sobre los regímenes cambiarios, las tasas de interés y los precios de los activos, lo que tiende a ampliar las ganancias e incentivar la entrada de nuevos recursos de corto plazo, induciendo un proceso de retro-alimentación. Entretanto, a medida en que crece el volumen de capitales extranjeros en un país, aumentan las sensibilidades de los inversionistas cuanto a la salud económica del país receptor. Con el gradual aumento de la deuda externa de corto plazo y de la percepción de vulnerabilidad externa, aumenta la probabilidad de que noticias negativas (políticas y/o económicas, internas y/o externas) provoquen la salida de grandes volúmenes de capitales. Al vender sus activos y repatriar sus recursos *en manada*, moviendo grandes cuantías en un corto espacio temporal, los inversionistas extranjeros ejercen grande presión sobre las tasas de interés, cotizaciones de acciones y tipo de cambio. Eventualmente se puede instalar un cuadro de pánico, llevando a mayores salidas y a una mayor presión sobre el país receptor. En ese momento, el efecto de retro-alimentación se da en sentido contrario.

Esta notoria asimetría está íntimamente relacionada con la jerarquía del sistema monetario internacional. El dólar constituye el núcleo del sistema, siendo el activo más deseado como garantía de reserva de valor y “receptáculo” de incertidumbre por los agentes. Es la moneda utilizada, preponderantemente, en las transacciones monetarias (medio de pago) y financieras (unidad de denominación de los contratos). Por eso es considerado el activo más líquido y seguro del sistema financiero internacional. Las demás monedas de los países del centro del sistema, los países de la Organización de Cooperación y Desarrollo Económico (OCDE), también son utilizadas como medio de denominación de los contratos

en el ámbito internacional pero son demandadas de forma secundaria como activo de reserva en las carteras de los inversores extranjeros.

Las monedas de los países en desarrollo, al contrario, no son convertibles. Estos países son incapaces de emitir deuda externa denominada en su propia moneda (Eichengreen y Hausmann, 2005). Estas monedas no desempeñan el rol de “receptáculo” de incertidumbre. Tras el inicio de la actual crisis internacional, esto se ha visto de manera explícita mediante la amplia liquidación de las posiciones de los inversionistas en los mercados emergentes y su migración hacia activos en dólares, considerados, paradójicamente, de mayor liquidez, a pesar de que la crisis haber empezado en el país emisor de esta moneda.

Como explica Carneiro (1999), la tasa de interés americana constituye la tasa básica del sistema. Al remunerar la moneda clave del sistema (dólar), la tasa de interés americana tiende a ser la más baja del sistema, sirviendo de referencia para las demás monedas, independientemente de la cotización del dólar respecto a otras divisas. De esta forma, las tasas de interés fuera del núcleo del sistema corresponden siempre a la tasa de interés del dólar sumada al riesgo país. En la medida en que se va distanciando del núcleo, más inseguras se perciben las monedas. Consecuentemente, cuanto más una moneda se aleja del centro del núcleo del sistema, más elevadas se vuelven las tasas de interés a ser pagadas por el país emisor de la moneda. Cuanto más inseguras son consideradas las monedas por los inversionistas, mayores serán las primas exigidas para retenerlas. De esta forma, el volumen y la dirección de los flujos financieros dirigidos a los emergentes son determinados, principalmente, por factores externos a ellos, como la fase del ciclo económico y el nivel de las tasas de interés americana y, en menor medida, de los demás países de la OCDE. Esto implica que mientras el centro genera los ciclos globales (*business-cycle makers*), los países en desarrollo absorben los ciclos (*business-cycle takers*) (Ocampo, 1999; 2001).

CAPÍTULO II: Las Respuestas Ofrecidas por la Arquitectura Financiera Multilateral

La discusión sobre la pertinencia de la cooperación regional como forma de prevención de crisis de liquidez en los países en desarrollo lleva implícito el reconocimiento de que los organismos financieros multilaterales, tal como se presentan, no producen soluciones satisfactorias. Mientras algunos especialistas (y el propio FMI) apuestan en una reforma de la Arquitectura Financiera Multilateral (AFM) que permita una mayor agilidad y calidad de las respuestas a las crisis como medidas suficientes para corregir las fallas del actual sistema⁵, otros defienden una revisión profunda de las instituciones existentes, con modificaciones en sus estructuras de gobierno y redefinición de sus objetivos y líneas de acción⁶. Están también aquellos que afirman que el ideal sería combinar un sistema internacional reformado con esquemas de colaboración regional⁷. Por fin, otras opiniones ven en las instituciones de *Bretton Woods* vicios de origen que perjudicarían su funcionamiento adecuado ante las necesidades de los llamados países del Sur, y abogan que la mejor salida sería la construcción de alternativas que “liberten” estos países de la dependencia y de la influencia de las grandes potencias⁸.

El núcleo de la Arquitectura Financiera Multilateral es formado por las dos instituciones hermanas de *Bretton Woods*, el Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Mundial, más el Banco Internacional de Pagos (BIS). Dentro de la arquitectura de la economía internacional, estas instituciones también están acompañadas de la Organización Mundial del Comercio (OMC), única institución a definir y regular el comercio internacional. Mientras la OMC presenta un elevado nivel de formalización de sus reglas, la arquitectura

⁵ En una conferencia sobre la Reforma del FMI, realizada en 23/09/2005, el entonces Director General del Fondo, Rodrigo Rato, afirmó: “the Fund is still recognized for what it is – the central institution of global monetary cooperation. To continue fulfilling this responsibility as effectively as possible, we do need to make some changes in the way we work. Posteriormente, Rato presentó su perspectiva sobre las reformas, discutiendo sobre algunas acciones que juzgaba necesarias para incrementar la eficiencia del Fondo. Sintéticamente, estas se centraban en mejorar la actuación del FMI ante los desafíos: i) impuestos por las fuerzas de la globalización; ii) de la volatilidad de los flujos de capitales; y iii) mejor distribución de los votos de los países miembros. Como se nota, ninguna de estas observaciones cuestionaban la estructura de la AFM. El material se encuentra disponible en la web del Peterson Institute for International Economics, organizador de la conferencia <http://www.petersoninstitute.org/publications/chapters-preview/3870/03iie3870.pdf> Acceso en 21.09.10.

⁶ Stiglitz (2003), por ejemplo, propone las siguientes reformas para el FMI: “i) returning to its original mandate – that is, focusing on crisis; ii) changing its mode of operations; and iii) most importantly, **changing its governance**”. Estos puntos serán abordados en esta sección, más adelante.

⁷ Ocampo (2006).

⁸ Quizás el Presidente de la República Bolivariana de Venezuela, Hugo Chávez, sea el líder político que mejor represente este discurso.

financiera, por el contrario, funciona desde el fin del patrón dólar-oro, en 1973, de forma anárquica, contando con instituciones que detentan insuficiente poder para la aplicación de reglas financieras, cambiarias y monetarias.

El deficiente funcionamiento de las reglas financieras y del régimen monetario-cambiario internacional dieron lugar a eventos claves en la generación de crisis financieras internacionales: los desbalances globales y la desregulación financiera. Asimismo, si bien las instituciones de la Arquitectura Financiera Multilateral no tuvieron un rol activo en el origen de la actual crisis, si explicitaron claras limitaciones en cuanto a su prevención y posterior tratamiento. Como el propósito de este estudio es el análisis de la prevención y solución de crisis de balanza de pagos, su foco estará puesto en la actuación del FMI.

II.1) La Trayectoria del FMI: las Diversas Mutaciones de sus Funciones⁹

Un rápido examen histórico sobre las funciones desempeñadas por el FMI nos permite percibir que la institución jamás tuvo un diseño consensuado y bien delimitado de sus funciones. Más bien, la historia del FMI está marcada por constantes adaptaciones a fin de ofrecer respuestas “sobre la marcha” a nuevos problemas ocasionados por el (des) orden financiero.

Originalmente, el FMI fue concebido como una institución internacional complementaria del acuerdo de tipos de cambio fijo establecido en 1945. Su función era proveer financiamiento de corto plazo para afrontar el ajuste de desequilibrios de balanza de pagos y facilitar la autonomía de las políticas macroeconómicas nacionales. El sistema sólo tuvo vigencia plena a partir de la convertibilidad de la cuenta corriente de las economías europeas, adoptada en 1959.

Desde entonces, el rol de monitoreo de los desajustes de balanza de pagos se trasladó, mediante fuerte apoyo americano, hacia los países en desarrollo. Los países en desarrollo no contaban con el acceso al mercado internacional de capitales y los recursos del FMI eran fundamentales para que estos países pudieran superar sus déficits de balanza

⁹ Esta sección se basa, en gran medida, en el trabajo de Frenkel (2007)

comercial, principal fuente de inestabilidades en aquel entonces. En ese contexto, surgen los programas de estabilización y los criterios de condicionalidad del FMI, dirigidos, inicialmente, hacia América Latina. Justamente en ese periodo es cuando se construye el cuerpo de doctrina del FMI, el cual después se consolida como tradición de la institución. Pero el problema es que la consolidación y continuidad de esa doctrina fue acompañada, sin alteraciones de sentido, por profundos cambios en la estructura del sistema financiero internacional. Al abandono del sistema del sistema de cambio fijo y al primer *shock* del petróleo se siguió la expansión del proceso de globalización financiera. Este proceso transformó las características de las crisis de balanza de pagos enfrentadas por los países en desarrollo: desde los originarios problemas en las cuentas comerciales, a partir de los años ochenta, la inestabilidad financiera de los países en desarrollo pasó a concentrarse, gradualmente, en las dificultades de administración de las deudas externas y de la volatilidad de los flujos financieros.

Si durante los años setenta el inicio de la apertura financiera ofertó creciente liquidez a los países en desarrollo, limitando el rol del FMI como agente legitimador de los procesos de endeudamiento, en el inicio de los ochenta, la crisis de la deuda latinoamericana provocó una nueva mudanza del rol del FMI. El Fondo pasó a participar en las negociaciones entre los bancos americanos y los gobiernos deudores, actuando como auditor y proveedor de financiamiento. Así, el Fondo pasó a ser el eje de las negociaciones, una vez que la condicionalidad de los préstamos sustentaba los acuerdos de reestructuración de las deudas latinoamericanas con los bancos americanos. De esta forma, el FMI pasó a ser juez y parte en las negociaciones de reestructuración de deudas de los países en desarrollo. El control de la institución por los países desarrollados, mediante la desigual distribución de los votos, les permitía reservar el control político del proceso de negociación.

Nuevamente, América Latina, mediante el “efecto tequila” de 1994, vuelve a provocar una nueva mutación del Fondo. Con el advenimiento de la primera crisis con considerable efecto contagio, el FMI se ve obligado a acercarse progresivamente a la función de prestamista de última instancia de un sistema financiero cada vez más globalizado. El FMI no sólo asume la función de liderar y establecer la condicionalidad en los paquetes de rescate sino también la de proveer importantes y crecientes volúmenes de financiamiento para los numerosos mercados emergentes afectados por las crisis financieras.

El nuevo rol de prestamista de última instancia recibe elogios de los progresistas, aunque con persistentes críticas en cuanto a las condicionalidades. Por otro lado, los conversadores alertaban que el nuevo rol generaba *moral hazard* en el sistema financiero, estimulando la conducta irresponsable de los gobiernos y la audacia de los prestamistas. Estos críticos alegaban que el rol de prestamista de última instancia fomentaba el sobreendeudamiento y la inestabilidad del sistema. Con el término del gobierno demócrata y la asunción de los republicanos, las opiniones críticas ganaron suficiente peso político y la dirección del FMI trató de retomar su anterior rol de reestructurador de deudas, tal como durante el Plan Brandy. No obstante, al final del siglo, la magnitud de las deudas, la proliferación del efecto contagio en los mercados emergentes y sus devastadores efectos, sociales y políticos, para los gobiernos de estos países, tornaron insostenible el avance de esta propuesta.

Como respuesta a las permanentes mutaciones de las funciones de la institución, a los notorios desastres provocados por las políticas de condicionalidad y a la estigmatización del mercado a los países deudores del FMI, los países en desarrollo pasan a fomentar, a partir de la crisis asiática, el auto-aseguramiento mediante el acumulación de reservas como forma de “saltar” al FMI ante eventuales crisis. Conjuntamente, el aumento de los precios de las *commodities* y el traslado hacia políticas cambiarias centradas en la manutención de un tipo de cambio más competitivo pasan a fortalecer la robustez externa de las economías en desarrollo. Este proceso provocó una alteración en la dirección de los flujos netos de capitales internacionales, pasando los países en desarrollo a financiar los crecientes déficits de los países desarrollados.

La crisis de 2007/08 se presentó como una nueva oportunidad para que el Fondo buscara un rol más acorde con los profundos cambios en curso en el orden internacional. Bajo el comando de Dominique Strauss Kahn, un economista y político oriundo del Partido Socialista Francés, el FMI rápidamente ocupó los espacios abiertos por la crisis, ofreciendo soporte técnico a las negociaciones del G-20. La institución ha buscado caminar hacia una mayor flexibilización de sus líneas de crédito, presentando la Línea de Crédito Flexible (LCF) como principal avance en esta dirección. Como fruto de las conversaciones del G-20, se ha hecho una amplia emisión de Derechos Especiales de Giro (SDR), del orden de US\$ 250 mil

millones, ofreciendo una significativa ampliación de la oferta de liquidez a los bancos centrales miembros del FMI, ayudándoles en la administración de la crisis internacional.

Pese a que el G-20 se ha consolidado como el principal foro de negociación sobre la resolución de la crisis internacional, los países en desarrollo integrantes continúan a poseer un limitado poder en la definición de la agenda de los debates del foro y su representatividad en el FMI sigue siendo inferior a la actual dimensión de estas economías. Como resultado, los países emergentes se han mostrado reacios a sumarse a los esfuerzos de reducción de los desbalances globales y en contribuir con la ampliación de los recursos del FMI. Paralelamente, el FMI ha concentrado la discusión sobre los desequilibrios globales en la emisión de críticas cuanto a los efectos negativos de la manutención de un tipo de cambio devaluado y de elevadas reservas internacionales por parte de China, olvidándose, casi siempre, de la otra punta del problema (Estados Unidos).

Adicionalmente, algunos trabajos de la institución¹⁰ han buscado revalorar viejos hallazgos heterodoxos, presentándolos como nuevas descubiertas, como, por ejemplo, el reconocimiento de la importancia anticíclica de los bancos públicos; la vulnerabilidad provocada por la inflexibilidad de una meta de inflación fija en niveles muy bajos, como suele ser el patrón entendido como óptimo de 2% al año; la importancia de la regulación (límites a la exposición externa de monedas extranjeras, encajes) para la contención de la inflación y de crisis de liquidez. Los recientes intentos de cambio de viraje han mantenido la defensa de la flotación pura y del régimen de *inflation targeting* como recetas oficiales intactas. En suma, desde el inicio de la presente década, el FMI todavía no ha encontrado una clara función.

II.2) Críticas a la concesión de los préstamos

Antes que un país pueda recibir un préstamo, las autoridades nacionales y del FMI deben negociar un programa de políticas económicas (condicionalidades). El cumplimiento de estas medidas económicas es, generalmente, prerrequisito para la liberación de las parcelas del financiamiento. Las condicionalidades servirían, en teoría, para garantizar que los recursos sean utilizados para resolver los problemas de balanza

¹⁰ Blanchard et al. (2010)

de pagos, bien como para restablecer o crear acceso al soporte de otros agentes de crédito o donantes. El regreso del país a condiciones económicas y financieras saludables garantizaría el repago de los recursos del FMI, tornándolos disponibles a otros miembros. Entretanto, los programas del FMI, particularmente los Acuerdos *Stand-By*, modalidad por la cual fue concedida la mayor parte de los préstamos de la institución, son marcados por un exceso de exigencias previas, incluyendo cláusulas abiertamente procíclicas y condiciones estructurales consideradas muchas veces antidemocráticas.

Con una creciente coordinación de los países del BRIC y otras alianzas entre países en desarrollo, conjugada con una profunda crisis financiera en la periferia europea, el Directorio revisó las prácticas de concesión de préstamos, anunciando, en marzo de 2009, un nuevo servicio: la Línea de Crédito Flexible (LCF). Mediante la LCF, por primera vez en la historia de la institución, los préstamos pasan a no incluir condicionalidades *ex-post*. La liberación del préstamo está condicionada a que el país reúna un conjunto de estrictos criterios de habilitación predefinidos. La LCF ha sido solicitada apenas por tres países (Colombia, México y Polonia), incluyendo fuertes sospechas de presiones políticas estadounidenses en el caso de México¹¹. Pese a que estos países hayan contratado la línea, esta no ha sido girada por ninguno de ellos. El hecho de que la LCF no haya sido utilizada puede indicar que no es de todas maneras atractiva, lo que reforzaría la hipótesis de que los tres países la han solicitado más bien como una señal política de apoyo a las decisiones del FMI que por la intencionalidad de utilizarla. Reflejando las discusiones que rodearon las líneas similares aprobadas en el pasado, la LCF agrega el problema de promover la división artificial de los países solicitantes en dos grupos: los que tienen “buenas” políticas y los que, según el FMI, tienen dificultades en el gobierno de sus economías. Esta división promueve, inevitablemente, el aumento de la percepción de riesgo de las economías que no cumplan con los prerrequisitos estipulados, pasando a transformar implícitamente el FMI en una agencia calificadora de riesgo.

Pese a que el FMI ha dado mayor atención a la manutención de los gastos sociales en los planes de evaluación de condicionalidad, todavía aconseja y requiere que los países miembros reduzcan los gastos discrecionales destinados a apoyar temporalmente la

economía y/o a reducir el déficit fiscal (IMF, 2009). Otros destacan críticas más duras a la institución: Buirá (2003: 55-90) y Saner y Guilherme (2007a, 2007b) mantienen la posición de que las condicionalidades del FMI han excedido su mandato legal, causando serios daños al proceso de desarrollo económico de los países más pobres, llegando a dictar, por ejemplo, sus políticas comerciales.

A estas críticas súmanse otras de carácter más general. Por un lado, el FMI no fue capaz de prever la gran crisis financiera internacional de 2007/2008, bien como diversas otras crisis durante los años noventa. Por el otro, si durante el patrón dólar-oro la institución reconocía que los mercados no podían funcionar libremente de forma adecuada, hoy, aún después de la crisis internacional, la supremacía del mercado sigue siendo defendida con aparente “fervor ideológico”. Como consecuencia, al contrario del Fondo promover políticas económicas expansivas, tal como preveía su concepción original, el fantasma del riesgo moral, fomentado por los países desarrollados, llevó el FMI a proveer recursos apenas para aquellos países que restringen la demanda agregada (mediante reducción de gastos, aumento de impuestos y/o de tasas de interés). Esta actitud reduce el espacio para la aplicación de medidas contracíclicas en periodos de crisis, alargando el periodo de recuperación.

Fernández-Arias (2010) resalta que, dado el estatus de acreedor privilegiado del FMI, en la medida en que un préstamo es repagado (a la tasa de oportunidad del prestamista), el beneficiario internaliza todas las consecuencias de su comportamiento. Por lo tanto, no hay lugar para el oportunismo ni para la imposición de condicionalidades para controlar los préstamos. Naturalmente, se podría objetar que el FMI oferte liquidez a países que no hagan un uso adecuado de los fondos, aunque sea el propio país quien pague las consecuencias de esa actitud. Pero esta objeción no está basada en el riesgo moral de un gobierno oportunista sino en perspectivas distintas sobre qué constituyen políticas adecuadas. Esta objeción es parte del debate sobre legitimidad del uso de la condicionalidad para inducir mejores políticas, no un tema de riesgo moral. De esta forma, aún quienes apoyan las condicionalidades deberían calibrar las condiciones de elegibilidad a fin de ofrecer incentivos efectivos para la promoción de reformas y, por lo tanto, para calificarse a acceder a los

¹¹ Levy Yeyati, Eduardo (ex economista del FMI) . Entrevista realizada por el autor. Buenos Aires, noviembre 2010.

créditos. Condicionales excesivas no justifican reformas desde el punto de vista de las autoridades y frustran la eficacia de la ayuda multilateral en la resolución de crisis de liquidez.

Sin embargo, la condicionalidad puede ser relevante para permitir a un gobierno subsanar limitaciones en su capacidad de gobernar. Si bien que en el caso de una crisis de liquidez es adecuada la ayuda financiera *ex post*, la existencia de una facilidad que elimine este riesgo podría llevar a exacerbar riesgos privados excesivos *ex ante* y provocar crisis de solvencia con mayor frecuencia. En este caso, la solución sería exigir como condición adicional de elegibilidad una regulación macro prudencial básica que controle el exceso de riesgo privado y permita eliminar este resultado, fruto del riesgo moral del sector privado con relación a su gobierno. Cabe notar que esta objeción no está dirigida específicamente al FMI sino que igualmente al prestamista nacional de última instancia (Banco Central). Sin embargo, no es común argumentar en contra de la existencia de la función de prestamista de última instancia de los Bancos Centrales. Keynes estaría dando vueltas en su cajón si se enterara de lo que pasó con su creación.

II.3) Gobierno y Reforma

La principal fuente de recursos del FMI es la suscripción de cuotas por sus miembros. El valor de las cuotas suscriptas influye en el poder de voto de cada país en la institución. Existen dos tipos de votos: los votos básicos y los votos adicionales. Cada país tiene derecho a 250 votos básicos. Los votos adicionales son distribuidos de acuerdo con las cuotas de cada país, en la proporción de 1 voto a cada 100 mil Derechos Especiales de Giro¹² (SDR). Cuando el Fondo fue creado, los votos básicos representaban cerca de 11% del poder de voto de la institución, que en ese entonces contaba con aproximadamente 45 países miembros. Actualmente, los votos básicos representan cerca de 2% del total, en un conjunto de 187 países miembros. Estados Unidos, país con la mayor participación en las cuotas del Fondo, poseía, en diciembre de

¹² DEG es la unidad de cuenta del FMI. Se trata de un activo internacional de reserva compuesto por una canasta de monedas: 44% dólar, 34% euro, 11% libra, 11% yen. Fue creado en 1969 bajo los auspicios del FMI ante las

2010, 37,149 mil millones de SDRs (US\$ 56,838 mil millones), correspondiendo a 17,09% del total de las cuotas y a 16,74% de los votos. A su vez, la suma de los países de América del Sur corresponde a apenas 11,144 mil millones de SDRs (US\$ 17,050 mil millones), 5,16% del total de los votos.

Además de su baja representación, los países en desarrollo enfrentan otras dificultades para lograr un mayor peso en la dirección del organismo. El Directorio del FMI, órgano deliberativo del organismo, está compuesta por 24 miembros (Gobernadores), los cuales, mediante criterios poco claros de representatividad, responden por los 187 países miembros del organismo. En esta división, diversas son las economías en desarrollo representadas por países desarrollados y/o países de otro continente que no el suyo. Algunos autores califican el Directorio como “*free market for Directorships*” (Desai y Vreeland, 2010), mientras que otros, basados en estudios cuantitativos, afirman haber un constante canje de ayuda económica internacional por poder político (Vreeland, 2010). La propia Oficina de Evaluación Independiente del FMI (IEO, 2008) afirma que la negociación sobre la concesión de préstamos suele ser politizada y dominada por los países poseedores de las cuotas más expresivas del Fondo. La Oficina considera que el *accountability* sea probablemente el área más deficiente del gobierno del FMI.

La cancelación de la mayor parte de la deuda de los países sudamericanos con el FMI (que incluía a Brasil y Argentina entre los principales deudores históricos de la institución) fue acompañada de una creciente “europeización” de sus deudores. Hasta el inicio de 2010, de los US\$ 90 mil millones contabilizados entre los préstamos *stand-by* aprobados, más de tres cuartas partes estaba dirigida a seis países: i) Grecia; ii) Hungría; iii) Islandia; iv) Lituania; v) Rumania; vi) Ucrania (Desai y Vreeland, 2010). Este listado ha aumentado y se europeizado aún más con los últimos préstamos aprobados a favor de Irlanda.

Coincidencia o no, a partir de la consolidación de estos cambios han sido retomadas, con renovado ímpetu, las negociaciones cuanto a la reforma del Gobierno del FMI. Pasados dos años de negociaciones, la Junta de Gobernadores, instancia máxima de la institución e

primeros movimientos de quiebra del sistema de cambio fijo de Bretton Woods, sirviendo para complementar las

integrada por un Gobernador de cada uno de los países miembro, aprobó, en 24/08/08¹³, un paquete de cambios en las cuotas y en peso de los votos, estableciendo: i) una nueva fórmula para el cálculo de las cuotas; ii) un nuevo aumento *ad hoc* de las cuotas¹⁴; iii) la triplicación del número de votos básicos a fin de aumentar el poder de voto de los países de baja renta; y iv) un asiento adicional de *Alternate Executive Director* para los dos asientos reservados a África en el Directorio.

En 15/12/10, el Directorio Ejecutivo aprobó una nueva reforma de las cuotas y del poder de voto de los miembros del Fondo. La reforma confirma a Brasil entre los diez países con mayores cuotas y poder de voto dentro de la institución. La suma de los votos de los Gobernadores de los países que conforman el BRIC - Brasil, Rusia, India y China – representará 15,47% del total de los votos, pasando a detener derecho de veto ante las principales decisiones (las cuales exigen un 85% de los votos).

Brasil será el segundo país más favorecido con los mencionados cambios, apenas atrás de China. Entretanto, estas reformas no resuelven el problema de legitimidad del Fondo. La transferencia líquida de cuotas desde los países desarrollados para los países en desarrollo será de apenas 2,8%, muy inferior a los 6% defendidos por los países en desarrollo¹⁵. Concluida la reforma, la influencia de los europeos desarrollados, con 29%, y de los estadounidenses, con 17% de los votos, continuará substancial.

Pero algunas vinculaciones de la reforma tornarán muy difícil su puesta en marcha antes de su fecha prevista (octubre de 2012). La principal dificultad se refiere a la vinculación entre el aumento de las cuotas y la alteración del Convenio Consultivo, que pasaría a exigir la elección de todos los Directores Ejecutivos. De esta forma se intenta evitar que el Directorio Ejecutivo del FMI siga siendo determinado por los nombramientos de los cinco mayores miembros del FMI. Con el cambio, la elección de los 24 miembros del Directorio Ejecutivo pasa a estar condicionada a la aprobación del 60% del total de

reservas de los países miembros del Fondo.

¹³ Ver <http://www.imf.org/External/spanish/pubs/ft/survey/so/2010/new110510bs.pdf> Acceso en 19.12.10.

¹⁴ En septiembre de 2006, el FMI ya había aprobado el aumento *ad hoc* de cuotas a favor de China, Corea del Sur, México y Turquía.

¹⁵ Ver <http://www.imf.org/External/spanish/pubs/ft/survey/so/2010/new110510bs.pdf> Acceso en 19.12.10.

votos de la Junta de Gobernadores (son 187), acompañado de la aprobación de 85% de los votos del Directorio Ejecutivo.

La necesaria ratificación para la aprobación de las citadas reformas, por si sola, no será tarea fácil. Los europeos perderán dos asientos en favor de los países emergentes. Como si no bastara, la reforma de 2010 depende de la aprobación de la anterior, de 2008, hasta ahora sin vigencia. Así, es muy probable que la reforma aprobada este año no entre en vigencia hasta la próxima elección del Directorio Ejecutivo del FMI, prevista para octubre de 2012. Contando con mucho optimismo, las medidas estarían en vigencia apenas a partir de octubre de 2014.

Tabla II.1

FMI - Variación del Poder de los Votos Nacionales
(variación %)

Mayores ganadores		Mayores perdedores	
China	2,40	Arabia Saudita	-0,83
Brasil	0,53	Bélgica	-0,59
Corea del Sur	0,39	Alemania	-0,52
Turquía	0,37	Canadá	-0,36
México	0,35	Venezuela	-0,33
España	0,31	Holanda	-0,33
India	0,31	Reino Unido	-0,28
Singapur	0,23	Francia	-0,28

Fuente: Elaboración propia

En todo caso, es indudable que los cambios siguen la dirección correcta. El peso de Brasil aumentará, bien como el de Corea, India, Indonesia, México, Rusia y Turquía. Arabia Saudita será el mayor perdedor junto con Bélgica, Alemania y Canadá (ver grafico). No restan dudas de que, si el PIB pasara a recibir mayor peso en la fórmula utilizada como referencia para la repartición del poder de voto, Brasil ganará nuevos aumentos en las próximas revisiones. Su futura cuota (2,316%) y poder de voto (2,218%) aún se situarán en un nivel inferior al de su participación promedia en el PIB mundial (2,654%) entre 2006 y

2008. La silla de Brasil (compartida con Colombia, Ecuador, Guyana, Haití, Panamá, República Dominicana, Surinam y Trinidad y Tobago) también sube, pasando a 3,35% del total del poder de voto. En contrapartida, Argentina (0,86%) registrará una leve reducción de su poder de voto que, como confirman los propios funcionarios argentinos¹⁶, buscará ser compensada con una mayor coordinación de posiciones con Brasil. Vale destacar que, desde la Cúpula de Londres del G-20, realizada en medianos de 2009, Brasil y Argentina vienen manteniendo encuentros previos a cada reunión del G-20 para la construcción de posiciones compartidas.

Es innegable que los BRIC son los grandes ganadores de la última reforma. La suma del poder de voto individual de cada país pasará de 10,2% para 13,5% del total de los votos, manteniéndose un poco abajo del límite para imponer el poder de veto en las decisiones más importantes del Fondo (15%). Entretanto, como los gobernadores de los BRIC también responden por el voto de otros países, las sillas comandadas por los cuatro países, de actuar conjuntamente, pasarán si a detener el poder de veto en el FMI. Eso implica que los BRIC deberán asumir un mayor nivel de responsabilidad sobre las propias decisiones tomadas por el Fondo. Al continuar a liderar el crecimiento de la economía mundial, la identidad de los BRIC no será ni la de los países en desarrollo ni la de los actuales países desarrollados. En lugar de alejarse del FMI, estos países pasarán a tener la obligación de tornarlo más legítimo.

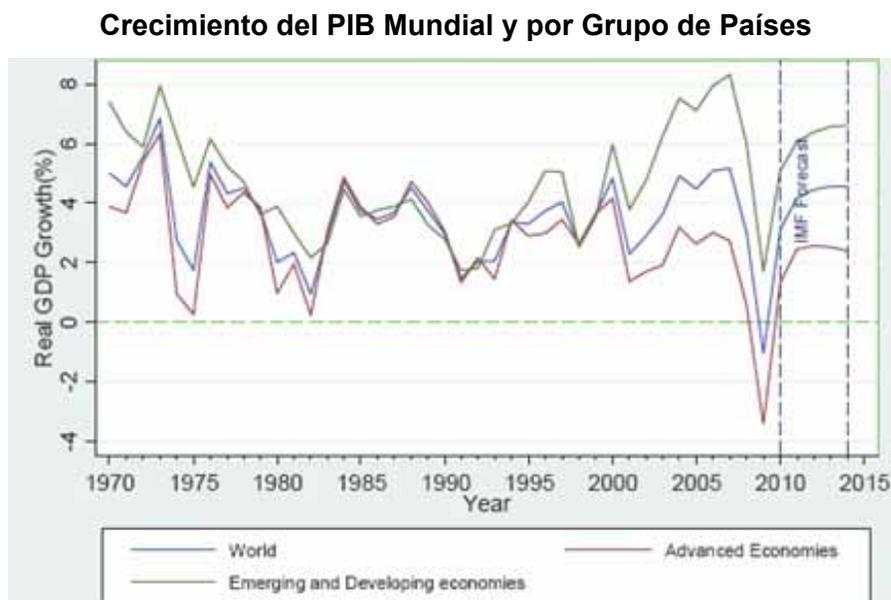
Recientemente, técnicos del FMI (2010) lanzaron la propuesta de que los fondos regionales de liquidez sean incrementados con financiamientos del propio FMI. La medida visa reducir el estigma asociado a los préstamos del Fondo. Además de necesitar reformar el Estatuto de la institución, que hasta ahora solo permite financiamientos a países miembros, la sugerencia implica el desafío de que los riesgos de los préstamos pasen a ser compartidos por todos los países integrantes de los esquemas regionales. Quizás, esta sea la ventana de oportunidad para los BRIC demostraren que la cooperación financiera sur-sur puede extender un puente de prácticas e diálogos entre países desarrollados y países en desarrollo, incorporando la subsidiariedad regional como uno de los principios de la asistencia del FMI.

¹⁶ Entrevista con el Vice Ministro de Economía de la Argentina, Roberto Feletti.

CAPÍTULO III: La Nueva Inserción de los Países en Desarrollo

En los años ochenta y noventa, los ciclos de crecimiento de los países desarrollados y los países en desarrollo presentaban una elevada correlación. No obstante, pasada la crisis financiera asiática, rusa, brasileña y argentina, esta correlación se ha reducido considerablemente. A lo largo de la última década, las economías en desarrollo han presentado un mayor incremento de las tasas anuales de crecimiento en comparación con las economías desarrolladas.

Grafico III.1



Fuente: IMF World Outlook, Octubre (2009)

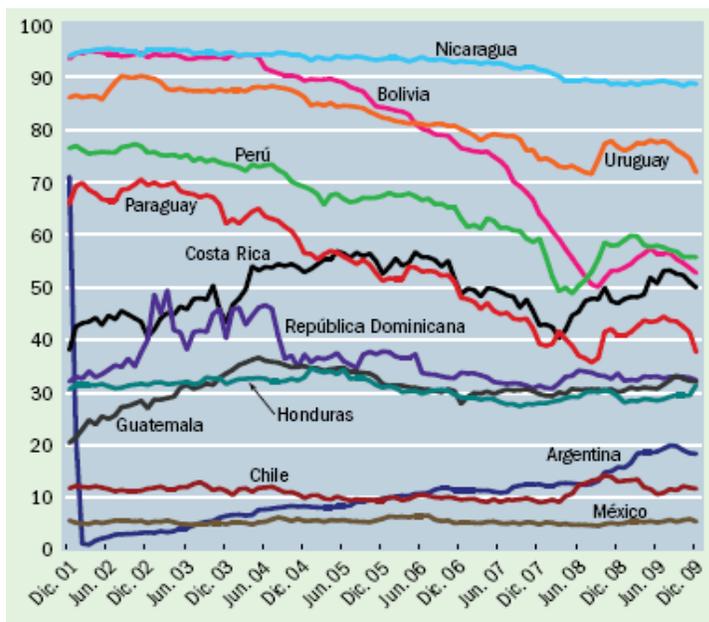
La notable mejora en la performance de las economías en desarrollo está íntimamente relacionada con el cambio en las políticas macroeconómicas aplicadas, particularmente, a partir de la crisis asiática. Los elevados costos económicos y sociales de las crisis enfrentadas durante los años ochenta y noventa han llevado a un abandono masivo de los regímenes cambiales extremistas, sean los *soft* y *hard pegs*, utilizados ampliamente como “anclas” en los programas de estabilización de precios implementados en los países en desarrollo, sea la manutención de la libre fluctuación. Estos países han migrado hacia un

nuevo régimen cambiario intermediario más flexible, generalmente denominado de “flotación administrada o sucia” (Gosh y Ostry, 2009).

La ausencia de compromisos con relación al tipo de cambio nominal en el nuevo régimen ha ofrecido a estas economías una valorada flexibilidad para ajustarse a los *shocks* externos sin generar costos de pérdida de reputación de la autoridad monetaria. El nuevo régimen también permitió la eliminación de incentivos para que los especuladores apuesten en una sola dirección en el mercado cambiial, llevándolos a asumir el riesgo cambiario. Consecuentemente, esto ha provocado una menor exposición de las carteras de los países en desarrollo a las variaciones cambiales y una reducción de la fragilidad de los sistemas financieros nacionales ante los *shocks* externos. En América Latina, este fenómeno ha sido acompañado por una expresiva reducción del grado de bimonetariedad o inconvertibilidad interna de diversas economías.

Grafico III.2

Porcentaje de depósitos en moneda extranjera frente al total de los depósitos bancarios

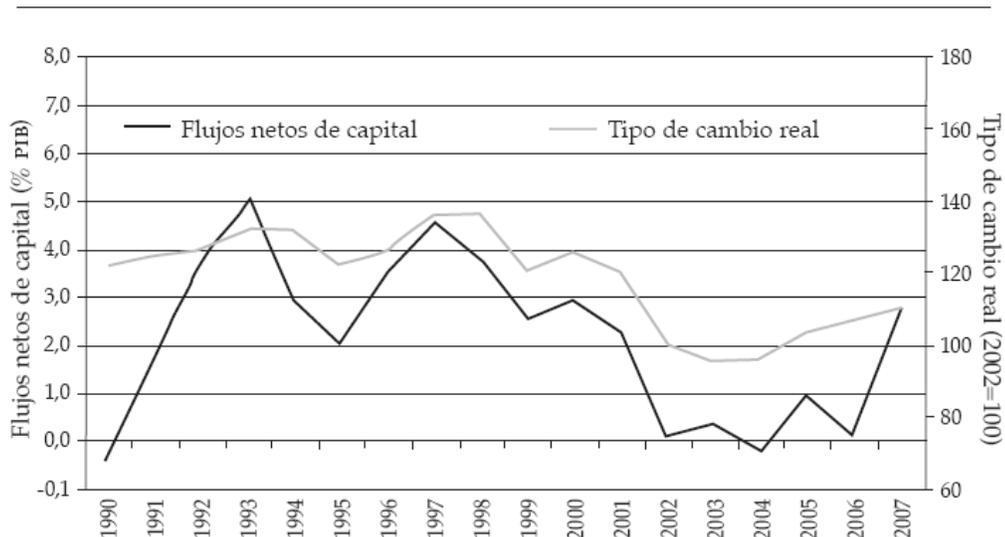


Fuente: FMI

Al dar lugar a que la autoridad monetaria intervenga en el mercado cambiario, los regímenes de flotación administrada en América Latina han permitido una importante mejora en los niveles de tipo de cambio real, impulsando el crecimiento económico de los países de la región. Como se nota en el grafico III.3, el incremento del ritmo de crecimiento de las economías ha sido acompañado de una reducción de la relevancia de los flujos netos de capitales internacionales con relación a la dimensión de las economías.

Grafico III.3

América Latina (19): flujos netos de capitales (en % del PIB) y tipo de cambio real (índice 2002 = 100), 1990-2007



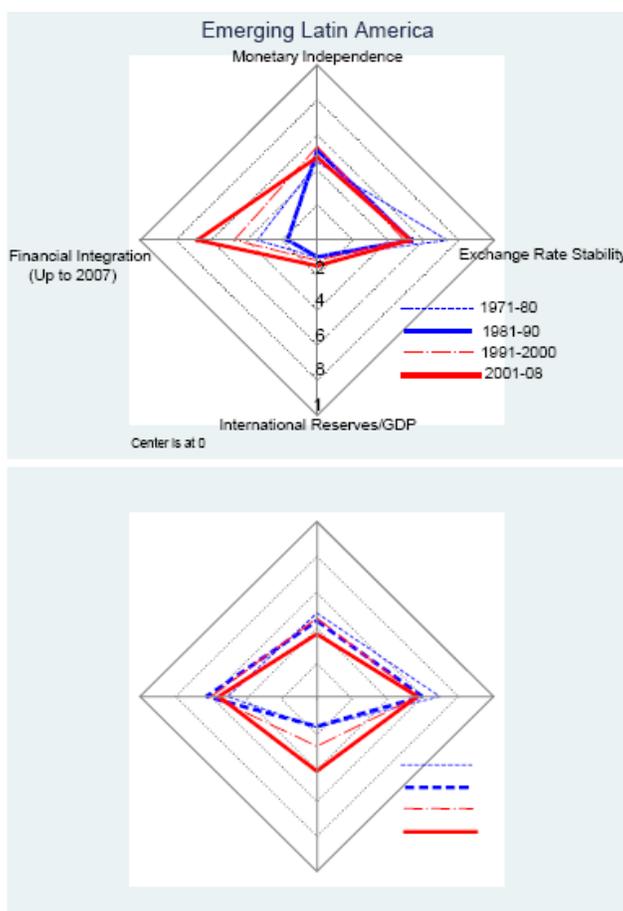
Fuente: Ffrench-Davis (2009)

De esta forma, muchas de las economías que inicialmente se habían insertado al sistema como receptores netos de ahorro externo han pasado a generar superávits en su cuenta corriente, acumulando, persistentemente, reservas internacionales. En América del Sur, este hecho se vio fortalecido con la fuerte elevación de los precios internacionales de los *commodities* (Ocampo, 2007). Esto ha provocando una expresiva reducción de la dependencia regional del ahorro externo y, consecuentemente, de la vulnerabilidad externa del sistema financiero regional. Este fenómeno se ha traducido en una significativa reducción

del riesgo percibido en la región, disminuyendo el costo pagado por el impacto de las primas de riesgo sobre el total de la deuda y minimizando el riesgo de contagio y de comportamientos tipo manada entre los inversionistas (Fernández-Arias y Levy-Yeyati, 2010).

Grafico III.4

Patrones Regionales del Trilema y Nivel de Reservas Internacionales en América Latina y Asia



Fuente: Aizenman, Chinn e Ito (2008)

Tal como se puede notar en el Grafico III.4, los países de América Latina y Asia se han movido hacia una mayor flexibilidad cambiaria e integración con los mercados

financieros, en paralelo con el aumento del volumen de sus reservas internacionales. Sin embargo, la comparación entre ambas regiones revela que los países latinoamericanos avanzaron relativamente más rápido hacia la integración con los mercados financieros internacionales mientras que los asiáticos centraron sus esfuerzos en la constitución de un creciente *stock* de reservas. Más allá de las diferencias de grado entre Asia y América Latina, la mayor atención dada a la administración del cambio, acompañada del incremento del *stock* de reservas, ha permitido a ambas regiones ampliar el espacio de acción de la política monetaria, posibilitando una integración más equilibrada con los mercados financieros (Aizenman et al.,2008). Así, los Bancos Centrales pasaron a tener un mayor control sobre el tipo de cambio y la tasa de interés en un marco de libre movilidad de capitales, situándose en un punto intermedio del “trilema de las economías abiertas”. Sin lugar a dudas, el control simultáneo de estas variables, imposible desde la perspectiva del “trilema”, solo fue posible debido al fuerte incremento de las reservas internacionales de estos países.

III.1) La Acumulación de Reservas Internacionales

La literatura (Aizenman y Lee, 2005; Frenkel y Rapetti, 2009) sugiere dos factores explicativos para el fenómeno de la acumulación de reservas en las economías en desarrollo: el enfoque de la precaución y el objetivo mercantilista. Ambas están relacionadas con la reducción de la volatilidad y/o inducción de una tendencia del tipo de cambio nominal. El objetivo mercantilista sería motivado por el deseo de las economías orientadas hacia la exportación de mantener un tipo de cambio competitivo y estable a fin de alentar sus ventas externas. Por otro lado, el enfoque de la precaución sugiere que la acumulación de reservas, acompañada de la intervención de la autoridad monetaria en el mercado cambiario, buscaría la reducción de la volatilidad y/o de movimientos bruscos y prolongados de la tasa de cambio nominal, evitando, de esta forma, ingresar en zonas de fragilidad financiera.

Aunque el riesgo de *sudden-stops* (paradas súbitas) sea muy relevante, la acumulación de reservas sugiere estar especialmente motivada por el esfuerzo de evitar el desalineamiento del tipo de cambio nominal. Los flujos de capitales de corto plazo imponen una excesiva volatilidad, pudiendo generar importantes y prolongados desajustes del tipo de

cambio. La compra y venta de reservas por parte de la autoridad monetaria trataría de reducir la volatilidad del tipo de cambio nominal, fomentando un sistema de precios relativos más estable y facilitando la asignación de recursos en la economía. Estudios empíricos confirman estos indicios: el cargamento de reservas reduce los spreads y la volatilidad del tipo de cambio (Fernández-Arias y Levy Yeyati, 2010).

El proceso de acumulación de reservas también está motivado por cuestiones de índole política. Las reservas internacionales constituyen un mecanismo de liquidez exento de condicionalidades y apto a ser utilizado de forma inmediata cuando necesario. Estas dos características son extremadamente valoradas por los países demandantes de liquidez y no encuentran similitudes en ningún instrumento de financiamiento externo actualmente ofertado. Las reservas también emiten una fuerte señal de certidumbre para el mercado, fortaleciendo la evaluación de riesgo de los países ante los inversionistas y las agencias de riesgo.

Por otro lado, son diversas las consideraciones respecto al costo de manutención de las reservas. Rodrik (2006) estima que este costo debe ser interpretado como la diferencia entre la tasa de interés de la deuda del sector privado y la tasa de retorno de los activos de reserva. Asentado en esta interpretación, el autor calcula que el costo anual de manutención de las reservas de los países en desarrollo responde por 1% del PBI total de estos países. A su vez, Baker y Walentin (2001) estiman el costo de manutención de las reservas como la diferencia entre la tasa de interés doméstica y la tasa de retorno de los activos de reserva. Para estos autores, este costo respondería por 2% del PBI de los países en desarrollo. Buscando atenuar estos costos, diversos países han canalizado parte de sus reservas a la capitalización de sus bancos nacionales de desarrollo, la cancelación de deuda externa y al financiamiento de exportaciones (Chin, 2010).

Una vez alcanzado un nivel de reservas internacionales precautorio entendido como óptimo, se reduciría el margen de utilización inmediata de las reservas, lo que debería matizar la preferencia de los bancos centrales por activos de extrema liquidez. Roubini y Setser (2005) refuerzan esta posición al afirmar que los activos en dólar no compensan totalmente a los inversionistas extranjeros del riesgo de depreciación de la moneda. A la devaluación del dólar se agrega el hecho de que la crisis actual, generada en el mercado

financiero estadounidense y trasladada al mercado europeo, haya minando la credibilidad de los mercados financieros de los países desarrollados, principal destino de inversión de las reservas internacionales. Los desafíos de consolidación fiscal enfrentados por estos mercados no posibilitan vislumbrar una pronta recuperación de la confianza. Esto sugiere que la composición de las reservas de los países en desarrollo debería ser más diversificada. De hecho, esto ya viene ocurriendo: entre 1997 y 2007, los activos de reserva de los países en desarrollo (excluido China), en dólares, han pasado de 72% a 59% del total¹⁷. En América del Sur (ver Anexo 1), la diversificación de las monedas de los activos de reservas ha ganado un incipiente impulso tras la crisis, a partir de 2008.

También se debe destacar que el cargamento de reservas es generalmente acompañado de la esterilización del ingreso de estos recursos mediante la emisión de títulos por parte del Banco Central. Como estos títulos poseen una tasa de retorno superior al de las reservas, implican en pérdidas fiscales para la autoridad monetaria. Este proceso puede volverse fiscalmente insostenible en la medida en que los inlfujos de capitales se extiendan durante un largo periodo (Frenkel, 2007). Este punto es particularmente relevante ante las características del actual contexto internacional, marcado por la devaluación de las monedas convertibles y por la ampliación de la brecha entre las bajas tasas de interés aplicadas en los países desarrollados y las elevadas tasas características de los países en desarrollo.

¹⁷ *Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER)* del FMI

CAPÍTULO IV: Sobre los Sistemas de Cooperación Regional

IV.1) Desarrollo Financiero e Instituciones Regionales

La evidencia empírica indica la existencia de una causalidad mutua entre crecimiento y desarrollo financiero (Levine, 2004). No obstante, la volatilidad financiera afecta negativamente el crecimiento económico. La falta de profundidad financiera limita el grado de incidencia de las políticas monetarias anticíclicas aplicadas por los países en desarrollo (Taylor, 2005). Al aumentar la calidad y diversidad de los instrumentos para el manejo de riesgos, la mayor profundización de los mercados financieros reduce la ocurrencia de crisis cambiarias y financieras (Fanelli, 2008). En suma, son varios los trabajos que indican que un mayor desarrollo financiero se traduce en una menor volatilidad de los flujos de capitales y en la reducción de la probabilidad de ocurrencia de crisis, lo que posibilitaría a los países alcanzar mayores tasas de crecimiento económico.

Se acepta que un mayor grado de apertura financiera puede incentivar el desarrollo financiero pero, paralelamente, se alerta sobre los elevados riesgos que implican una mayor apertura financiera para las perspectivas de crecimiento futuro: volatilidad de los flujos, paradas súbitas (*sudden stops*) y fenómenos de contagio (Kaminsky y Reinhart, 1999). Ante la presencia de estas fallas de los mercados financieros internacionales, ¿qué tipo de estructura institucional deberían promover los países en desarrollo para proporcionar un mayor desarrollo financiero?

Diversos organismos multilaterales – IOSCO (*International Organization Of Securities Commissions*); FSF (*Financial Stability Forum*); BIS (Banco Internacional de Pagos); Comité de Basilea - ofrecen un amplio abanico de codificaciones y buenas prácticas para el sistema financiero mundial pero sus recomendaciones se revisten de carácter a-contextual. Las reglas que gobiernan las transacciones financieras poseen una significativa parte endógena y son determinadas por factores evolutivos (Rojas Suarez, 2007). El contexto político, las tradiciones legales, las instituciones informales y el grado de apertura existente son condiciones determinantes del nivel de desarrollo financiero de un país. Estas variables implican que la construcción de instituciones financieras es una tarea extremadamente

difícil y compleja, debiendo ser marcada por la gradualidad. El texto del Consenso de la Conferencia Internacional para el Desarrollo, realizada, en 2002, en Monterrey, México, reconoce estos puntos, al afirmar que “Es indispensable asegurar la participación eficaz y equitativa de los países en desarrollo en la formulación de normas y códigos financieros. También es indispensable asegurar el cumplimiento de esas normas y códigos de manera progresiva y voluntaria a fin de reducir la vulnerabilidad de los países a las crisis financieras y al efecto de contagio” (ONU, 2002, p.8).

Muchas de las fallas que surgieron durante el proceso de liberalización financiera en los países en desarrollo se debieron a dificultades de construcción institucional. Por otro lado, los organismos financieros internacionales, donde los países en desarrollo poseen una representación deficitaria, tampoco mostraron gran efectividad en ayudar a los países en desarrollo durante el proceso de apertura financiera (Ocampo, 2006).

Teniendo en mente las enseñanzas de las crisis financieras pasadas, muchos estudiosos pasaron a proponer el ámbito regional como una plataforma para la construcción de una arquitectura promotora de una mayor estabilidad financiera. Una menor volatilidad de las cotizaciones de las monedas de los países integrantes de un proceso de integración económica regional alienta los flujos de comercio intrarregional y promueve la diversificación de sus parques industriales (Bresser-Pereira y Holland, 2010). También minimiza el riesgo asociado a los préstamos entre los países socios del proceso de integración, incentivando una diversificación de los *portfolios* en monedas regionales (Mongelli, 2002). Al ampliar la escala de los mercados, la integración financiera regional posibilita el aumento de la liquidez y de la capitalización de los mercados financieros, incrementando su eficiencia y minimizando la exposición de los países a los riesgos vinculados a la devaluación cambiaria (Fernández-Arias et al., 2004). Otras consideraciones también reafirman la importancia del ámbito regional como espacio de construcción institucional: i) el contagio financiero suele afectar a diversos países de una misma región (Calvo y Mendoza, 2000); ii) los inversionistas internacionales clasifican distintos países en un mismo grupo y toman decisiones de inversión en base a criterios regionales; iii) los flujos de capitales tienden a ser regionalmente sincronizados si los países embarcan en simultáneo en procesos de liberalización financiera.

Ocampo (2006) agrega otros argumentos favorables al proceso de integración financiera regional, centrados en las deficiencias presentadas por la arquitectura financiera internacional. El primer argumento dice respecto a las demandas oriundas del propio proceso de integración en curso. El “regionalismo abierto” exige cooperación financiera en varios sentidos complementares: protección ante crisis de balances, reducción de la asimetría de informaciones en el plan regional, ganancias de costos de aprendizaje y adaptación a normas internacionales, entre otros. El segundo argumento apunta hacia la construcción de una complementariedad entre las instituciones financieras multilaterales y regionales, la idea de una “división del trabajo”. El tercer argumento pone énfasis en la necesidad de competición entre estas dos esferas (regional y global) para una mejor atención a las necesidades de los países en desarrollo, particularmente de los de menor tamaño y/o con necesidades específicas. Finalmente, el cuarto grupo de argumento es de naturaleza política, y se origina de la baja representación y poder de influencia de las economías menos desarrolladas en las agencias multilaterales globales. En síntesis, el espacio regional sería entendido como un ámbito más propicio para recoger los beneficios de la apertura financiera y para promover el desarrollo financiero, redundando en mayor resistencia al contagio y a la volatilidad financiera.

Pese al reconocimiento de la importancia del ámbito regional como espacio de desarrollo financiero, la categorización tradicional del regionalismo (Balassa, 1961; 1987) sólo incorpora los aspectos relacionados a la integración financiera en etapas avanzadas del proceso de integración regional, específicamente a partir de la conformación del Mercado Común. Esta esquematización del regionalismo, dominada por la relevancia de los aranceles en las transacciones comerciales, la baja movilidad del capital y la existencia de controles de cambio, nacionales o mediante el Sistema *Bretton Woods*, se muestra sumamente deficitaria para responder a la realidad impuesta por la globalización financiera.

Tabla IV.2

Principales Componentes del Regionalismo Convencional

Etapa	Componentes Principales	Principales Desventajas
Área de Libre Comercio	Libre comercio entre los miembros pero aranceles externos diferenciados	Costo de administración de los certificados de origen
Unión Aduanera	Arancel Externo Común (AEC)	Necesidad del establecimiento de AEC, que puede ser difícil entre economías muy heterogéneas
Mercado Común	Libre movilidad de capitales, mercaderías y trabajo	Libertad laboral puede causar problemas entre economías muy heterogéneas
Unión Monetaria y Económica	Moneda común	Tasa de cambio fija limita las posibilidades de reacción de las distintas economías ante shocks económicos con efectos asimétricos
Unión Política	Creación de instituciones políticas comunes	Pérdida de soberanía para entes supranacionales puede ser un proceso dificultoso

Fuente: Elaboración propia en base a Balassa (1961; 1987).

Tabla IV.3
Etapas y Componentes del Regionalismo Financiero

	Etapa 1: Fondo Regional de Liquidez	Etapa 2: Sistema Monetario Regional	Etapa 3: Unión Económica y Monetaria	Etapa 4: Unión Política
Componente Principal	Creación de un fondo de liquidez público	Introducción de un sistema monetario regional con bandas cambiales	Tipo de cambio fijo y moneda única	Unión política con la continuidad de la existencia de los sistemas políticos nacionales
Medidas Políticas	Creación de un foro de bancos centrales	Encuentros regulares en torno de un comité monetario regional	Creación de instituciones políticas comunes; establecimiento de un Banco Central Regional	Creación de instituciones supranacionales en diversas áreas
Componentes adicionales (manejo de crisis financieras)	Creación de un fondo de liquidez privado	Expansión de la cobertura de los fondos regionales de liquidez		
Componentes adicionales (prevención de crisis financieras)	Creación de un sistema de supervisión bancaria regional en paralelo a los sistemas nacionales		Fin de la supervisión bancaria nacional y unificación en torno de la supervisión regional	
	Encajes compulsorios para créditos en moneda extranjera	Reducción de los encajes		
	Controles de capitales nacionales, especialmente para el ingreso de capitales			
Componentes de Comercio		Armonización de normas y estándares de comercio	Unión Aduanera	Libre movilidad de trabajadores
Política Macroeconómica	Monitoreo conjunto de la política monetaria y fiscal	Coordinación y armonización de la política monetaria (tasa de interés) y fiscal (niveles de endeudamiento)		

Fuente: Dieter (2000)

Visualizando esta deficiencia, Dieter (2000) establece una nueva categorización de las etapas del regionalismo, concentrándose en sus aspectos financieros y monetarios. El regionalismo financiero se centra en la promoción de la estabilidad de las cotizaciones y de los mercados financieros regionales. En un primer momento, las atenciones del regionalismo financiero están puestas en la estabilización de los mercados financieros, avanzando, gradualmente, hacia la estabilización de las tasas de cambio. Al contrario de la visión de Balassa, la existencia previa de acuerdos formales de comercio no es un pre-requisito inicial para el avance del regionalismo financiero.

El regionalismo financiero lleva implícito el supuesto de que es posible manejar las consecuencias de la volatilidad “importada” y evitar o atenuar las crisis, redundando en un mayor desarrollo financiero. Los dividendos de la integración financiera se cobrarían en términos dinámicos y no sólo en términos de una ganancia estática, de una sola vez. Este es un punto significativo dada la importancia que tiene la aceleración del crecimiento como objetivo de política pública en los países emergentes. Pero el bajo desarrollo financiero de los países en desarrollo implica la necesidad de que las estrategias de cooperación operen simultáneamente tanto fronteras adentro como afuera del proceso de integración. Eso resulta un complejo trabajo de articulación entre las reformas financieras domésticas y regionales con las condiciones impuestas por las instituciones financieras multilaterales y las fallas de los mercados globales (Fanelli, 2008).

Un número creciente de países en desarrollo ha migrado hacia la flexibilidad cambiaria con intervención, lo que viene traducándose en un intenso proceso de acumulación de reservas. La acumulación de reservas es costosa y sub-óptima y podría ser, en parte, una consecuencia del propio subdesarrollo financiero de estos países. Son justamente los crecientes costos de mantenimiento de esta estrategia unilateral los que vienen reavivando el interés entre los países en desarrollo por la cooperación financiera, más específicamente, por la construcción de mecanismos regionales de liquidez, mediante fondos de reservas y/o acuerdos de swaps de monedas, la primera etapa del regionalismo financiero.

Desde el inicio de la década, los países del Sureste Asiático vienen desarrollando la cooperación regional como forma de optimizar los costos de manutención de sus reservas y fomentar, al mismo tiempo, un mayor desarrollo financiero interno de la región. Por otro lado, desde los años setenta, América del Sur cuenta con un fondo regional de liquidez, el Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR). Pese a la relativa importancia del FLAR para sus miembros, su potencial todavía no ha sido debidamente explorado. Los países de América del Sur siguen adoptando estrategias individualistas de acumulación de reservas, dejando de explorar un amplio conjunto de potenciales ganancias dinámicas.

IV.2) ¿Auto Seguro o Cooperación?

Como se ha visto hasta aquí, el estado de los fundamentos económicos es vital para la definición de la vulnerabilidad externa de un país. La búsqueda por fundamentos sólidos en los países en desarrollo, no obstante, encuentra obstáculos ante las oscilaciones de la demanda internacional de los bienes exportados, el precio del petróleo, la volatilidad de los flujos de capitales, de las tasas internacionales de interés, entre otras. Por otro lado, ante el imperativo de erigir fundamentos consistentes o de defenderlos en momentos de crisis, muchas veces los países en desarrollo no encuentran en la Arquitectura Financiera Multilateral (FMI) instrumentos adecuados a los costos, financieros y políticos, dispuestos a ser arcados por los países.

Ante las dudas cuanto al acceso a protección contra *shocks* externos en el sistema multilateral, los países en desarrollo han optado ampliamente por el cargamento de sus reservas internacionales. Así siendo, entonces, ¿cuál sería el nivel ideal de reservas a ser acumuladas para que un país pueda considerarse seguro?

Pese a que no es el objetivo de este trabajo realizar un estudio detenido sobre el nivel óptimo de reservas para una economía, es importante recalcar que medir la adecuación del volumen de reservas de un país tomando como referencia sus importaciones (modelos tradicionales) constituye un método extremadamente limitado. Rajan, Siregar y Bird (2003) aseveran que las crisis de los años noventa fueron fundamentalmente crisis de cuentas de capitales. Así, la adecuación de las reservas pasó a tener como referencia, además del

volumen de importaciones, las salidas de capitales. Otro indicador comúnmente utilizado en la búsqueda de la determinación del nivel óptimo de reservas sería la relación entre reservas y variables como deuda externa de corto plazo, PBI y M2. En diversos países en desarrollo, incluso en América Latina, estas relaciones vienen mostrando una trayectoria descendiente en los últimos años, fomentando crecientes críticas cuanto a la estricta manutención de la preferencia por la liquidez como criterio orientador de las inversiones de reservas.

Tabla IV.4

Adecuación de las Reservas Internacionales													
	Posición al final del año					% de							
	En mil millones de US\$				% PIB	Deuda externa de corto plazo				M2			
	96	07	08	09	09	96	07	08	09	96	07	08	09
ASEAN ¹⁸	477	2907	3318	4028	55	170	449	586	545	22	35	35	35
China	105	1528	1946	2399	49	376	1249	1868	1597	11	28	28	27
India	20	267	247	259	21	260	340	338	302	11	28	27	23
América Latina	142	397	440	466	14	145	238	362	306	71	47	49	40
Argentina	18	44	44	43	14	60	200	279	350	27	51	49	46
Brasil	58	179	193	232	15	111	292	364	300	21	20	24	18
Chile	16	17	23	25	16	201	86	113	130	54	18	28	25
Colombia	9	20	23	23	10	142	201	390	374	23	26	28	24
México	19	86	94	94	11	60	256	240	277	13	15	18	16
Perú	11	27	30	31	24	166	284	248	313	266	165	157	134
Venezuela	11	24	33	18	5	273	347	900	395	91	33	36	20
Rusia	11	467	413	417	34	42	493	490	618	22	86	86	80
Turquía	16	73	70	69	11	125	124	119	132	35	23	24	20

Fuente: FMI y Bancos Centrales

Son realmente indiscutibles los beneficios del incremento de las reservas internacionales para la estabilidad financiera y el crecimiento económico de los países en desarrollo. La crisis reciente demostró el valor de la auto-protección que provee la acumulación de reservas internacionales para ser usadas en emergencias de escasez de liquidez. Sin embargo, éste es un mecanismo sub-óptimo, financieramente costoso para los

¹⁸ Incluye también Hong Kong, Corea del Sur y Taiwan

países en desarrollo y, en la medida que alimenta la demanda por monedas fuertes, desestabilizador a escala global. La cooperación regional, mediante la constitución de un fondo común de reservas (*pool*) o acuerdos de *swaps* de monedas, podría reducir el costo del aumento de las reservas, posibilitando, al mismo tiempo, el acceso de los bancos centrales miembros a un volumen superior de recursos en momentos de crisis. En otras palabras, se podría ampliar la capacidad de acceso a los recursos y reducir sus costos de mantenimiento mediante un seguro compartido entre países, en oposición a la estrategia de la acumulación unilateral de reservas internacionales.

IV.3) Sobre los Mecanismos de *swap* de monedas

Según Henning (2002a), un *currency swap* es un acuerdo que busca intercambiar una moneda por otra y revertir esa operación en una fecha futura. Esos intercambios (*swaps*) involucran dos transacciones simultáneas: i) una transacción al contado (*spot*), en la cual se intercambian monedas por una tasa de cambio al contado, y ii) una transacción futura, que revierte la primera operación a una determinada tasa de cambio. Generalmente, la operación está acompañada del pago de intereses sobre los saldos abiertos por los acuerdos de *swaps*. El autor resalta que los acuerdos de *swaps* son distintos a los préstamos. *Swaps* son intercambios de activos que son contabilizados como reservas en moneda extranjera en los registros de quien esté recibiendo los recursos, dispensando la emisión de garantías.

Aclarado este punto, se puede afirmar que un mecanismo de *swap* de monedas no es nada más que un acuerdo, generalmente temporario, mediante el cual se posibilita el intercambio de monedas entre países. Generalmente, los acuerdos se dan entre un país con moneda convertible y otro no convertible. De esta forma, en caso de presentarse algún indicio de restricción de liquidez en uno de los países signatarios del acuerdo, este puede afrontar la creciente demanda por liquidez en moneda extranjera mediante el intercambio temporario de moneda nacional por moneda convertible.

Los acuerdos de *swaps* de monedas entre países tuvieron inicio de los años sesenta, cuando Estados Unidos promovió estos acuerdos para evitar la necesidad de vender su oro a la hora de acceder a otra divisa y proveer, simultáneamente, cierta estabilidad a los

mercados cambiarios. El primer acuerdo de este tipo fue firmado, en 1962, entre la FED y el Banco Central de Francia. Luego de la caída de *Bretton Woods* y del inicio de la libre fluctuación de las monedas, los bancos centrales de todo el mundo convinieron en impulsar estos mecanismos, formalizándolos, en 1973, en Basilea.

En el contexto de la actual crisis financiera, Estados Unidos firmó acuerdos de *swaps* con países en desarrollo con sólidos fundamentos macroeconómicos (particularmente, con significativos volúmenes de reservas) y con los que posee fuertes vínculos financieros o comerciales (Brasil, México, Singapur y Corea del Sur), evidenciando su susceptibilidad a los intereses americanos. Los acuerdos, de US\$ 30 mil millones cada, buscaron frenar la elevada demanda por liquidez que predominó durante la primera fase de la crisis internacional. De esta forma, se logró estancar la apreciación del dólar contra el euro y el yen. Para los citados países en desarrollo, los acuerdos también han motivado una considerable reducción de la percepción de riesgo de estas economías por el mercado, con un impacto, incluso, significativamente superior al presentado por los países que contrataron la nueva Línea de Crédito Flexible (FCL) del FMI (Arias y Yeyati, 2010).

No obstante, la naturaleza selectiva de los acuerdos ofertados por los americanos señaló a la mayoría de los países en desarrollo la imposibilidad de contar con este instrumento. Asentada en su fortaleza comercial y amplia liquidez, China leyó el momento como una ventana de oportunidad para extender acuerdos en yuan justamente a países no contemplados por los americanos (Argentina, Bielorrusia, Hong Kong, Indonesia, Corea del Sur y Malasia), fomentando el yuan como moneda de reserva internacional. Aunque los acuerdos *swaps* pueden contribuir para una mayor estabilidad financiera global, los intereses nacionales de los países ofertantes constituyen un factor determinante de los acuerdos y restringen sus potenciales efectos estabilizadores. En ese sentido, la ampliación de la oferta de *swaps* mediante la emergencia de China representa un importante paso rumbo hacia una oferta más amplia de estos instrumentos.

IV.4) Requisitos para la Constitución de un Fondo Regional de Reservas

Rajan, Siregar y Bird (2003) distinguen dos tipos de fondos de reservas: parcial (*partial pool*) y completo (*complete pool*). En el primer caso, los países miembros aportan

apenas una parcela de sus reservas internacionales, mientras que, en el segundo caso, es compartida la totalidad de sus reservas.

Para que sea viable la constitución de un fondo de reservas, deberían ser llevadas en consideración dos variables: i) el volumen absoluto de sus reservas; ii) la volatilidad de sus reservas. Lo que se busca con un fondo de reservas es que el volumen financiero a disposición de los países miembros sea significativamente superior al volumen de reservas individual y que la volatilidad del conjunto de depósitos sea inferior a la registrada individualmente por cada país. De esta forma, países con pocas reservas y elevada volatilidad ganan más al participar de un fondo que aquellos países que ya poseen grandes volúmenes y experimentan menor volatilidad – o sea, cuyas reservas ya presentan el comportamiento esperado para un fondo común.

Rajan, Siregar y Bird (2003) definen el siguiente *índice de cobertura* que, para un país i , puede ser representado por:

$$C_i = \frac{PR}{Var(PR)} \quad (1)$$

Donde: PR es el volumen promedio de reservas del país i en un dado período de tiempo; y $Var(PR)$ es la volatilidad de las reservas durante ese periodo, medida por el desvío patrón. Cuanto más elevado el índice de cobertura, mejor son las condiciones para que un país integre el fondo.

Cuando un país i pasa a hacer parte de un *pool*, pasa a tener acceso, además de sus propias reservas, al volumen común del fondo. Del mismo modo, la volatilidad de los fondos a que se tiene acceso pasa a ser compuesta por la volatilidad de sus reservas acrecida de la volatilidad del fondo. En términos formales, al admitir el compartimiento de reservas entre dos supuestos países, denominados de i y j , tenemos:

$$C_i = \frac{\left(R_i + \sum_{j \neq i} \rho R_j \right)}{\text{Var} \left(R_i + \sum_{j \neq i} \rho R_j \right)} \quad (2)$$

En esta ecuación, ρ es el grado de compartimiento ($0 \leq \rho \leq 1$), siendo que para $\rho=0$, no hay compartimiento de reservas, para $\rho=1$ hay compartimiento completo de reservas (complete pool), y para los valores entre 0 y 1 hay compartimiento parcial (partial pool); R_i y R_j son las reservas totales de los países i y j .

De las ecuaciones (1) y (2), se desprende que la cobertura del país i será más grande bajo un sistema de compartimiento de reservas si: i) la volatilidad de sus reservas sumadas a las del fondo sea inferior a la volatilidad aislada de sus propias reservas, o si ii) el acceso a un mayor volumen de recursos compensar el aumento de la volatilidad de las reservas combinadas. Así, por ejemplo, un aumento apenas modesto del volumen de recursos disponible, acompañado de un fuerte crecimiento de la volatilidad total se traduciría, bajo el sistema de compartimiento de reservas, en un empeoramiento de la situación de un determinado país.

Tanto Rajan, Siderar y Bird (2003) como Williams, Polius y Hazle (2001), apuntan que los beneficios de pertenecer a un fondo de reservas pueden ser mejor evaluados al compararlos con el esfuerzo de acumulación de reservas exigido por un país para alcanzar un mismo índice de cobertura de forma individual. Este nivel de cobertura sería mensurado por el concepto de *reserva hipotética*, calculada de la siguiente manera:

$$HR_i = C_i * \text{Var}(R_i) \quad (3)$$

Donde: HR_i es el volumen de reservas hipotéticas, las cuales representan cuando el país i debería mantener en reservas caso no perteneciera al fondo; C_i es el índice de cobertura ofrecido por el fondo; y $\text{Var}(R_i)$ representa la volatilidad de las reservas propias del país i .

Las ganancias o pérdidas derivadas de la participación en el fondo pueden ser expresados por:

$$G / L = HR - PR \quad (4)$$

Donde: G/L representa las ganancias (si > cero) o perdidas (si < cero) en el nivel de reservas internacionales; HR son las reservas hipotéticas; y PR son las reservas reales. De este modo, siempre que $HR > PR$, habrá ganancias para el país *i* al participar del fondo de reservas.

A fin de ponderar los requisitos exigidos, también se debe considerar que un fondo de reservas podría ser capaz de captar recursos adicionales en el mercado, aumentando, de esta forma, su poder de actuación mediante la oferta de un volumen ampliado de recursos. Adicionalmente, estas captaciones también podrían atenuar las co-variaciones registradas entre las reservas de los países miembros.

En términos prácticos, el adecuado funcionamiento de un fondo de reservas presupone la superación de algunos obstáculos. En primer lugar, los países integrantes del fondo no pueden atravesar problemas agudos de liquidez en el mismo período, lo que llevaría a utilizar simultáneamente los recursos, incrementando el riesgo de que el volumen de reservas se torne insuficiente para atender a todos los integrantes. Una posible causa para la concentración temporal de crisis de liquidez reside en el hecho de que las crisis, especialmente las descritas en los modelos de tercera generación, son muy susceptibles a los cambios de la coyuntura económica internacional. Así, tal como el *fly to quality* en la actual crisis, una reversión de los flujos de capitales puede estar relacionada con causas externas a la región y afectar simultáneamente diversos miembros del fondo, provocando evidente perjuicio al funcionamiento del fondo regional.

Existen dos maneras de minimizar este riesgo. Primero, un fondo de reservas podría ser concebido como un instrumento complementario a la arquitectura financiera multilateral. Para Machinea y Titelman (2007:23), “los acuerdos financieros regionales son un complemento de los acuerdos globales y que, como principio rector de los procesos de integración financiera regionales, debieran ser adicionales a la arquitectura financiera global”.

Esta opinión también es compartida por Agosin (2001:38), quien afirma que “el objetivo de fortalecer la institucionalidad financiera regional no implica sustituir el 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”. De esta forma, un mecanismo regional de liquidez debería contar con la complementariedad de recursos por parte de los organismos multilaterales, especialmente en el caso de crisis causadas por factores exógenos. Los fondos regionales servirían como un colchón adicional de liquidez, elevando la confianza de los agentes de mercado en los estados participantes del fondo. En segundo lugar, una actuación tempestiva del fondo regional podría desempeñar un importante rol de prevención y contención del efecto contagio, minimizando la posibilidad de que la crisis se extienda a los países vecinos y que se deba recurrir a un mayor volumen recursos vía FMI.

Los desafíos impuestos por la interacción entre los Estados en la búsqueda del fomento a la cooperación para la reducción de la vulnerabilidad externa pueden ser superados mediante el fortalecimiento institucional del mecanismo regional. Fondos de reservas o acuerdos de *swaps* deben tener, por su propia naturaleza, un elevado nivel de institucionalización y estructuras de gobierno adecuadamente construidas para promover la cooperación. Con relación a las relaciones entre instituciones internacionales y cooperación, Keohane (1998; p. 86) puntualiza:

“Institutions create the capability for states to cooperate in mutually beneficial ways by reducing the costs of making and enforcing arrangements – what economists refer to as “transaction costs”. They rarely engage in centralized enforcement of agreements, but they do reinforce practices of reciprocity, which provide incentives for governments to keep their own commitments to ensure that others do so as well. Even powerful states have an interest, most of the time, following the rules of well-established international institutions, since general conformity to rules makes the behavior of other states more predictable.

[The research on international regimes] drew heavily on the twin concepts of uncertainty and credibility. Theorists increasingly recognized that the preferences of states amount to “private information” – that absent full transparency, states are uncertain about what their partners and rivals value at any given time. They naturally respond to uncertainty by being less willing to enter into agreements, since they are

unsure how their partners will later interpret the terms of such agreements. International institutions can reduce this uncertainty by promoting negotiations in which transparency is encouraged; by dealing with series of issues over many years and under similar rules, thus encouraging honesty in order to preserve future reputation; and by systematically monitoring the compliance of governments with their commitments”.

Lo anterior explicita la importancia de medidas que minimicen los dos problemas típicos para la evaluación de la concesión de préstamos: la selección adversa¹⁹ y el riesgo moral (*moral hazard*²⁰). En ese sentido, el régimen de gobierno adoptado tiene un rol preponderante para asegurar la eficiencia del mecanismo regional. No se puede confundir la adecuación de condicionalidades a las realidades de los países integrantes del mecanismo con la ausencia de condicionalidades. Pese a que las exigencias del FMI son notoriamente patronizadas y sea dudoso su aporte para la recuperación de las economías en crisis, el establecimiento de un fondo regional que actúe como prestamista de última instancia sin la exigencia de cualquier tipo de contrapartida podría simplemente estimular un comportamiento irresponsable entre los miembros del fondo común de reservas. Al mismo tiempo, obligar a un país que no haya presentado problemas en sus fundamentos macroeconómicos previamente a cumplir con duras condicionalidades para afrontar a una crisis de origen exógena parece ser una medida poco sensata e ineficiente.

Se debe ponderar que, en situaciones que involucren un reducido número de actores, pertenecientes a una misma región, con fuertes vínculos políticos y económicos, las formas de contrapartidas ofrecidas por los países tomadores de préstamos pueden ser, al mismo tiempo, innovadoras y más eficientes que las aplicadas en el espacio multilateral (FMI). La Teoría de los Juegos sugiere que, en situaciones donde la reputación y las ganancias de largo plazo importan, los actores pueden acumular suficientes estímulos para cooperar. En

¹⁹ Simplificadamente, se trata de una situación en la cual un mecanismo de protección (por ejemplo, un contrato de seguro) atrae principalmente clientes con mayor probabilidad de siniestro, en proporción superior a la ocurrencia de este tipo de cliente en un determinado mercado. La concentración de clientes de alto riesgo en la cartera de la aseguradora aumenta, consecuentemente, los siniestros y los valores indemnizatorios pagados, pudiendo tornar inviable el seguro. El fenómeno ocurre por asimetría de información, una vez que el vendedor (la aseguradora) no conoce todos los datos del cliente (los asegurados), no conociendo *a priori* el grado de riesgo de cada asegurado.

²⁰ Otro tema estudiado en el área de la información asimétrica en economía, el riesgo moral se presenta cuando un agente protegido de un dado riesgo (por ejemplo, una persona que hace un seguro contra el robo de su automóvil) se comporta de manera distinta a la esperada caso no tuviera el seguro. En este ejemplo, una persona que posee contra el robo de su auto puede pasar a frecuentar lugares que ella considera peligrosos, a los cuales

estas condiciones, incentivos para que las obligaciones de los países con el fondo tengan alta prioridad en la relación de pagos externos de los países miembros del fondo, por ejemplo, señalarían un fuerte nivel de comprometimiento de los países con la institución, desalentando la ocurrencia de *defaults*. La ausencia de *defaults* a lo largo de toda la historia del FLAR constituye una muestra en ese sentido.

En lo que se refiere al tipo de gobierno exigido para la constitución de un fondo, debe haber reglas claras y bien delimitadas de gestión. Al asumir la forma de entidad autorregulada, la responsabilidad de gestión del fondo recaería sobre los Estados-miembros, que pasarían a contar con un nivel de influencia y de responsabilidades superior al registrado en los órganos multilaterales. Los objetivos y funciones del organismo deben ser, igualmente, claros. Las funciones pueden incluir la prestación de servicios financieros adicionales a la oferta de líneas de crédito de emergencia, objetivo central del fondo, pero no deben colisionar con este. En ese sentido, la diversificación de los activos de reservas internacionales, con el objetivo de mejorar su rentabilidad, bien como el fomento a la profundización de los mercados financieros domésticos, deberían ser alternativas a estudiarse con especial detenimiento.

En suma, para que sea factible y eficiente, un fondo de reservas debería cumplir con los siguientes requisitos: i) tener una adecuada capacidad de financiamiento provista; ii) poseer capacidad de ejecutar una supervisión financiera y económica; iii) tener rapidez en la toma de decisiones; iv) ser reconocido como portador de legitimidad; v) tener una capacidad de trabajar de forma coordinada con los organismos multilaterales (Eichengreen, 2010; McKay, Volz y Wolfinger, 2010). Abordaremos cada uno de estos puntos en la evaluación de la experiencia de la Iniciativa Chiang Mai y del Fondo Latinoamericano de Reservas.

no iría si no tuviera un seguro. Trasladando el ejemplo al caso de un fondo de reservas, significaría el hecho de

CAPÍTULO V: Los Estudios de Caso

V.1) La Iniciativa Chiang Mai

V.1.a) Desde el bilateral al multilateral

En 1997, una crisis especulativa en contra del Bhat, la moneda tailandesa, desató una corrida bancaria que rápidamente se alastró a todos los países de la región. Un año antes de la crisis, en 1996, Indonesia, Corea del Sur y Tailandia, los tres países que suscribieron acuerdos con el FMI, presentaban reservas internacionales que cubrían una elevada parcela de la deuda de corto plazo (entre 110% y 195% del total de la deuda). Sin embargo, la manutención de la apreciación de la moneda de estos países durante un periodo relativamente largo provocó crecientes déficits de cuenta corriente, tornando insostenible el financiamiento mediante el ahorro externo. Los bancos japoneses, quienes mantenían una elevada exposición en la región, fueron una de las partes más afectadas por la crisis.

Pese a la elevada interdependencia económica existente entre los países, la región contaba con un nivel muy subdesarrollado de mecanismos e instituciones de cooperación financiera. Las instituciones inter-gubernamentales regionales, la Asociación de Naciones del Sureste Asiático (ASEAN) y el Foro de Cooperación Económica del Pacífico (APEC), estaban muy concentradas en el comercio y/o contaban también con la participación de otras potencias extra-regionales. Fue entonces que, en el auge de la crisis financiera del Este Asiático, Japón propuso la creación de un Fondo Monetario Asiático (FMA) (Iniciativa *Miyazawa*), ofreciendo unilateralmente US\$ 100 mil millones para su puesta en marcha. Los Estados Unidos, el G-7 y el propio FMI hicieron de todo para impedir el avance de la iniciativa japonesa, una vez que esto resultaría en una pérdida de la influencia de estos actores en el sudeste asiático (Henning, 2002). Por otro lado, China veía con recelo la iniciativa en un momento donde Japón estaba muy volcado hacia la promoción de la internacionalización del yen. Al no contar con suficiente apoyo, el proyecto del FMA fue abortado.

un país pasar a adoptar políticas económicas menos responsables después de integrar el fondo.

Pero, un año después, Japón lanzó la Nueva Iniciativa Miyazawa, basada en la formación de un fondo de US\$ 30 mil millones. La mitad de estos recursos sería utilizada para créditos de corto plazo y la otra mitad a préstamos de mediano y largo plazo para los países de la región. En ese contexto, Corea del Sur y Malasia suscribieron acuerdos bilaterales con Japón, beneficiándose de estos créditos.

Pasados pocos años, en mayo de 2000, los países miembros de la ASEAN, más China, Japón y Corea del Sur (ASEAN+3), reunidos en la ciudad tailandesa de Chiang Mai, firmaron un tratado por medio del cual establecieron un mecanismo de auxilio mutuo de liquidez. Entre las motivaciones que impulsaban la cooperación regional, estaba la percepción de que las acciones implementadas por el FMI para responder a la grave crisis de 1997/98, además de inadecuadas, habían empeorado la situación de algunos países²¹. Adicionalmente, había la convicción de que las reformas institucionales en la Arquitectura Financiera Internacional, pleiteadas por los países asiáticos, no serían implementadas con la velocidad deseada.

La Iniciativa Chiang Mai (ICM) consiste en un conjunto de acuerdos unilaterales y bilaterales de *swaps* de monedas entre los países de la ASEAN+3. Los acuerdos buscan ofrecer liquidez de corto plazo, previniendo el contagio entre los países miembros. Durante su primera fase, fueron negociados y concluidos 16 acuerdos bilaterales entre los países de la ASEAN+3. Cada acuerdo poseía un determinado periodo de vigencia, lo que implicaba que, una vez vencido el plazo, debería ser renegociado o renovado. En segundo lugar, la activación de los acuerdos requería, en algunos casos, de la aprobación previa del país acreedor. Los montos de los acuerdos bilaterales variaban entre US\$ 1 y 3 mil millones y sumaban un total de US\$ 36,5 mil millones. Los valores de los acuerdos eran ínfimos cuando comparados con los US\$ 17,2 mil millones requeridos por Tailandia para enfrentar la crisis

²¹ Furman y Stiglitz *apud* Park (2006), destaca que las declaraciones de los funcionarios del FMI, las cuales firmaban el diagnóstico de que los países afectados poseían graves problemas estructurales en sus sectores público, financiero y empresarial, ciertamente no alentaron la confianza en estas economías. Es probable que el FMI estuviera tratando crisis de tercera generación, donde incluso economías saludables son susceptibles al efecto contagio, con herramientas de primera generación (centradas en las debilidades de los fundamentos macroeconómicos). Entre otras críticas cuanto a las condicionalidades, estaban: i) fuerte ajuste fiscal con insuficiente atención cuanto a sus consecuencias sociales; ii) elevada patronización, con insuficiente evaluación de las particularidades del contexto político y social; iii) prohibición de la aplicación de controles de capitales; iv) imposición de amplias garantías a los acreedores, especialmente los extranjeros; v) imposición de un rápido conjunto de reformas estructurales (privatización de empresas estatales) y venta de diversos activos financieros, entonces, de capital nacional.

del 1997 bien como con el monto de reservas internacionales acumuladas por los países de la región.

Además de involucrar fondos insuficientes, la liberación de un volumen superior al 10% del monto máximo de cada acuerdo se encontraba condicionada al sometimiento del país solicitante a un programa de ajuste macroeconómico y estructural acordado con el FMI. Como principales creadores y promotores de la iniciativa, China y Japón frisaron la importancia de contar con el FMI para ofrecer, al menos en esta primera fase, mayor credibilidad al ICM. Los países acordaron mantener este link con el FMI de manera temporaria hasta que fuera puesto en marcha algún mecanismo de supervisión del acuerdo. Como resalta Amyx (2008), la lógica de la estructura del poder inter-estatal en el Sureste Asiático llevó los países a la adopción de una solución cómoda y prudente para el problema de la supervisión del acuerdo.

Reconociendo la insuficiencia de los valores involucrados e impulsados por el fuerte incremento de sus reservas durante el periodo, los países se lanzaron a una segunda etapa del proceso de integración financiera regional, estableciendo los siguientes objetivos: i) fortalecimiento de la supervisión; ii) instrumentalización de la activación de los acuerdos *swaps*; iii) adopción de un proceso común de toma de decisiones; iv) ampliación de los acuerdos; y v) reducción del *link* con el FMI. Fue así que, en mayo de 2005, los países de la ASEAN+3 decidieron elevar a US\$ 70 mil millones el total de los recursos involucrados en los acuerdos bilaterales. Los Ministros de Finanzas del grupo también aumentaron el nivel de recursos de libre acceso, pasando de 10% para 20% del total acordado en cada acuerdo bilateral. Por fin, se definieron algunas condiciones financieras de los acuerdos *swaps*: i) tasas de interés entre LIBOR + 1,5% y LIBOR + 3,0% al año; ii) los préstamos con valores inferiores al 20% del monto total de cada acuerdo pasarían a tener un plazo de 90 días, renovables dos veces por igual periodo (total de hasta 270 días), mientras que aquellos con valor superior al 20% del total (que requieren acuerdo previo con el FMI) tendrían una validez de 2 años. Estas reformas permitieron tornar el ICM más inclusivo, amenizando, al mismo tiempo, las críticas y sospechas de las potencias occidentales. Se trataba de reducir la dependencia del FMI y, al mismo tiempo, mantener una actitud colaborativa con el FMI y las potencias del G-7.

Durante estos años, los países asiáticos profundizaron su modelo de inserción internacional basado en la estrategia de la manutención de una moneda estable y devaluada y en la promoción de las exportaciones. Durante este periodo, el ciclo económico mundial fue marcado por un elevado nivel de crecimiento y bajas tasas de interés, provocando una fuerte expansión de la liquidez internacional. Ante este contexto internacional benévolo, los países de la ASEAN+3 se concentraron en mantener un tipo de cambio competitivo vía crecientes compras de reservas internacionales por sus bancos centrales. El fuerte aumento del costo de la manutención de las reservas catapultó los países a crear, en mayo de 2006, un Grupo de Expertos, compuestos por académicos y funcionarios técnicos de los Ministerios de Finanzas, para explorar formas de fortalecer la capacidad de supervisión del proceso regional de integración financiera a fin de posibilitar la futura multilateralización del ICM. Los acuerdos bilaterales de *swaps* firmados entre los miembros pasarían a ser ofrecidos de forma permanente y simultánea a todos los miembros.

Desde entonces, el bloque viene avanzando gradualmente en torno a este objetivo. En 2008, los Ministros acordaron elevar el monto total de los acuerdos a US\$ 80 mil millones y establecieron los principios generales de gobernanza del fondo y los criterios para la concesión de los préstamos. Finalmente, en mayo de 2009, los Ministros de Finanzas, reunidos en Bali, acordaron elevar a US\$ 120 mil millones el total de los recursos involucrados en los acuerdos de *swaps* (Lombardi, 2010).

En aquella ocasión, también quedaron acordados los criterios que nortearán el proceso del ICM Multilateralizado (ICMM). La capacidad de solicitud de préstamos del fondo estará basada en el valor de los aportes del país al fondo, multiplicado por un índice ponderador que favorece claramente a las menores economías (tabla V.5). Cabe destacar que, según la fórmula establecida, Japón y China contribuirán con el mismo volumen de recursos para la constitución del fondo y contarán con el mismo poder de voto, mientras que Corea del Sur tendrá la mitad del poder de voto de China y Japón.

Las decisiones sobre temas fundamentales (tamaño del fondo, contribuciones, multiplicadores de préstamos, membresía, términos de los préstamos) estarán sujetas a la aprobación por consenso y los asuntos referentes a la concesión de los préstamos (aprobación, renovación, *default*) requerirán apenas de aprobación por mayoría simple. El

requisito de aprobación de los préstamos hace suponer que estos serían liberados con extrema rapidez, afianzando su potencial impacto sobre las expectativas del mercado. De esta forma, ninguno de los tres principales promotores de la iniciativa podrá aisladamente vetar cualquier medida, exigiendo, además, el consenso entre los tres países y la colaboración de otros para alteraciones fundamentales. De esta forma, la ponderación de los votos de los tres principales promotores del proceso de integración financiera regional fortalece la legitimidad del organismo, potenciando una mayor cooperación, entre ellos y con los demás miembros.

Tabla V.5

Multilateralización de la Iniciativa Chiang Mai

País	Contribución		Multiplicador de préstamos	Votos Básicos	Votos basados en contribuciones	Poder de Voto Total	
	mil millones US\$	%				número de votos	número de votos
China	China (excluyendo Hong Kong)		0.5	1.60	34.20	35.8	25.43
	38.40	32.0					
	34.2	32.0					
	Hong Kong		2.5	0	4.20	4.2	2.98
	4.2	3.50					
Japón	38.40	32.00	0.5	1.60	38.40	40.00	28.41
Corea	19.20	16.00	1	1.60	19.20	20.80	14.77
+3	96.00	80.00		4.80	96.00	100.80	71.59
Indonesia	4.552	3.793	2.5	1.60	4.552	6.152	4.369
Tailandia	4.552	3.793	2.5	1.60	4.552	6.152	4.369
Malasia	4.552	3.793	2.5	1.60	4.552	6.152	4.369
Singapur	4.552	3.793	2.5	1.60	4.552	6.152	4.369
Filipinas	4.552	3.793	2.5	1.60	4.552	6.152	4.369
Vietnam	1.00	0.833	5	1.60	1.00	2.60	1.847
Camboya	0.12	0.100	5	1.60	0.12	1.72	1.222
Myanmar	0.06	0.050	5	1.60	0.06	1.66	1.179
Brunei	0.03	0.025	5	1.60	0.03	1.63	1.158
Laos	0.03	0.025	5	1.60	0.03	1.63	1.158
ASEAN	24.00	20.00		16.00	24.00	40.00	28.41
Total	120.00	100.00		20.80	120.00	140.80	100.0

Fuente: Secretaría de la ASEAN

Pese a los considerables avances en el diseño del mecanismo regional, hasta el momento, ningún acuerdo de swap pudo ser instrumentalizado. Sin sombra de dudas, la ausencia de un mecanismo de supervisión efectivo constituye una de las principales carencias del la ICM. Buscando sanar esta deficiencia, los países acordaron la puesta en marcha, hasta mayo de 2011, de una unidad independiente de supervisión económica regional, la Oficina de Supervisión Macroeconómica del ASEAN+3 (OSM). El objetivo de la OSM es promover la operacionalización del ICMM, bien como ofrecer respuestas propias para la supervisión de los préstamos. A largo plazo, la iniciativa busca promover la desvinculación de los préstamos del ICM de las exigencias del FMI. Entretanto, al menos inicialmente, la unidad contará con un número reducido de técnicos (entre 10 y 20), posibilitando concentrarse apenas en el intercambio de informaciones (Cohen, 2010). Esto indica que los países continúan reluctantes en promover una unidad evaluadora autónoma, a la cual sea posible intervenir en las políticas económicas aplicadas por los gobiernos. Consecuentemente, pese a la importancia política de los últimos avances, no sería sensato esperar grandes avances, al menos en el mediano plazo, cuanto a la instrumentalización del mecanismo regional.

V.1.b) Desarrollo del Mercado Regional de Bonos

Antes de la crisis asiática, muchas empresas de la región contrajeron expresivos préstamos en moneda extranjera junto a instituciones financieras occidentales. La ausencia de un mercado financiero asiático desarrollado dejaba a las empresas con pocas opciones de financiamiento. Tras la crisis, los países de la ASEAN+3 evidenciaron la necesidad de desarrollar sus mercados financieros regionales, especialmente en moneda local, como forma de reducir los descalces de moneda y prevenir futuras crisis de liquidez. El bajo desarrollo de los mercados financieros locales frente al tamaño de las economías y el creciente costo de oportunidad causado por el reciclaje de las reservas internacionales en los mercados occidentales evidenciaban un amplio espacio para expandir la escala de los mercados financieros asiáticos. Además, el bajo volumen de transacciones en los mercados financieros locales resultaba en una baja presencia de agencias de riesgo, tanto globales

como regionales, y se traducían en una insuficiente oferta de infra-estructura para apoyar el desarrollo de los mercados.

Compartiendo estas preocupaciones, los Ministros de Finanzas de la ASEAN+3 lanzaron, en 2003, la *Asian Bond Market Initiative* (ABMI). La constitución del Fondo Asiático de Bonos (ABF 1), de US\$ 1 mil millón, provisto de contribuciones voluntarias de las reservas internacionales de países fue la primera iniciativa del ABMI. La administración del ABF 1 fue delegada al BIS y los recursos dirigidos a títulos soberanos y cuasi-soberanos de ocho países. Paralelamente, fueron creados grupos de trabajos voluntarios para estudiar y proponer acciones en las siguientes áreas: i) securitización, ii) garantías de crédito, iii) títulos en moneda local, iv) agencias de riesgo, y v) transacciones cambiiales.

Un nuevo paso fue dado en 2004, cuando se creó el ABF 2. Contando con un mayor volumen de recursos (US\$ 2 mil millones originarios de reservas), sus inversiones son administradas por la empresa *State Street Global Advisors*, domiciliada en Singapur y Hong Kong, y cuentan con la custodia de la institución *Shanghai Banking*, de China (Dieter, 2007). Sus recursos son dirigidos a selectos títulos públicos y cuasi-soberanos en moneda local de ocho países. Específicamente, el ABF 2 posee dos componentes (cada uno de US\$ 1 mil millón): i) *Pan-Asian Bond Index Fund* y ii) *Fund of Bond Funds*. También fue creada la iBoxx ABF, una *joint-venture* constituida con instituciones financieras occidentales (ABN ANRO, JP Morgan y Morgan Stanley) para la oferta de un *benchmark* de índices financieros para los mercados regionales (Rajan, 2009).

La significativa discrepancia entre las evaluaciones realizadas por las agencias internacionales y las locales es un factor de desaliento para que los grandes inversionistas internacionales. En ese sentido, el Banco Asiático de Desarrollo (ADB) y la Asociación de Agencias de Riesgo de Crédito de Asia (AARCA) vienen trabajando en la armonización de los criterios de evaluación de riesgo y en el establecimiento de “buenas prácticas” (Spiegel, 2009).

Tras el *fly to quality* de la última crisis financiera reafirmar la importancia de contar con mercados financieros en moneda local, los Ministros de Finanzas de la ASEAN+3 lanzaron un conjunto de medidas que busca revigorar la iniciativa. Fue determinada la

creación del Mecanismo de Garantía de Crédito e Inversión (MGCI), un fondo de garantía del ADB de US\$ 500 millones para respaldar las emisiones de títulos privados en moneda local (Spiegel, 2009). Paralelamente, la ABMI pasó a promover auto-evaluaciones periódicas pero voluntarias entre sus miembros. Integrantes del sector privado se sumaron a las discusiones buscando incorporar la temática de la facilitación de las transacciones financieras entre los países. Varios de los países participantes del ABMI mantienen un nivel expresivo de controles de capital. Dado el carácter voluntario de participación, los avances en el establecimiento de facilidades para las transacciones regionales se concentran en los mercados financieros más desarrollados de la región: Japón, Corea del Sur, Singapur y Hong Kong.

Pese que las iniciativas llevadas a cabo para el fortalecimiento de los mercados financieros locales sean bienvenidas, persisten diversas deficiencias. El reducido monto de los recursos constituye un limitante de primera monta para el éxito de estas iniciativas. En segundo lugar, el hecho de que las inversiones solo estén mayoritariamente dirigidas a apoyar títulos públicos o semi-públicos de buena calidad y que su oferta sea limitada podría provocar un *crowd out* de los títulos privados. En ese sentido, MGCI es una buena respuesta de la región a las insuficiencias de las medidas anteriores. En tercer lugar, la no incorporación de Australia, Nueva Zelanda e India, países vecinos con elevado desarrollo relativo del mercado financiero y expresivo *expertise*, reduce las potenciales externalidades de la iniciativa. Por fin, y no menos importante, el fuerte control mantenido por diversos países sobre la cuenta de capitales reduce significativamente las posibilidades de expansión de la liquidez y del nivel de capitalización de los mercados de la región. Más que nada, el valor agregado del ABMI parece concentrarse en la provisión de una infra-estructura básica común para apoyar el desarrollo de los mercados financieros asiáticos. No obstante, pese al constante esfuerzo de Japón, el mayor mercado financiero de la región, por mantener viva la iniciativa, los pasos dados por cada país para la conformación de un mercado financiero regional son desparejos, ritmados por los sensibles intereses nacionales que se encuentran detrás de la discusión sobre la apertura de la cuenta de capitales.

V.2) El Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR)

V.2.a) Líneas Generales

En América Latina ya existe un mecanismo de cooperación regional que busca auxiliar los países con dificultades en el balance de pagos: el Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR). El FLAR fue creado en 1978 bajo el nombre de Fondo Andino de Reservas, con el propósito de prestar servicios a los miembros de la Comunidad Andina de Naciones (CAN). Se encuentra sedado en Bogotá, Colombia. El FLAR integra el Sistema Andino de Integración, del cual también participa la Corporación Andina de Fomento (CAF). En 1991, sus miembros originarios (Bolivia, Colombia, Ecuador, Perú y Venezuela) decidieron abrirlo a la participación de otros países miembros de la Asociación Latinoamericana de Integración (ALADI). En 2000, Costa Rica adhirió al FLAR y, en 2007, también Uruguay.

El Fondo actúa como una cooperativa de crédito que concede préstamos de corto plazo a los países miembros, en proporción a sus contribuciones de capital. El capital suscrito de la entidad es de US\$ 2,343 mil millones, mientras que el capital pagado es de US\$ 1,774 mil millones. Su principal fuente de recursos es el capital suscrito por los países miembros. A este valor se suman las captaciones realizadas en el mercado de capitales y los depósitos al contado y a plazo realizados por los bancos centrales. Desde 2006, el FLAR también recibe depósitos de corto plazo. Desde su creación, los países miembros han acordado capitalizar, año a año, las utilidades generadas.

Tabla V.6

Composición del capital del FLAR por cada país miembro

País	Capital Suscrito	%	Capital Pagado	%
Bolivia	234,4	10,0	186,3	10,5
Colombia	468,7	20,0	372,7	21,0
Costa Rica	234,4	10,0	186,3	10,5
Ecuador	234,4	10,0	186,3	10,5
Perú	468,7	20,0	372,7	21,0
Uruguay	234,4	10,0	125,6	7,0
Venezuela	468,7	20,0	372,7	21,0
Total	2.3434,8	100,0	1.774,6	100,0

Fuente: FLAR

El Convenio Constitutivo del FLAR (capítulo 1, Art. 3º) establece los siguientes objetivos para la institución:

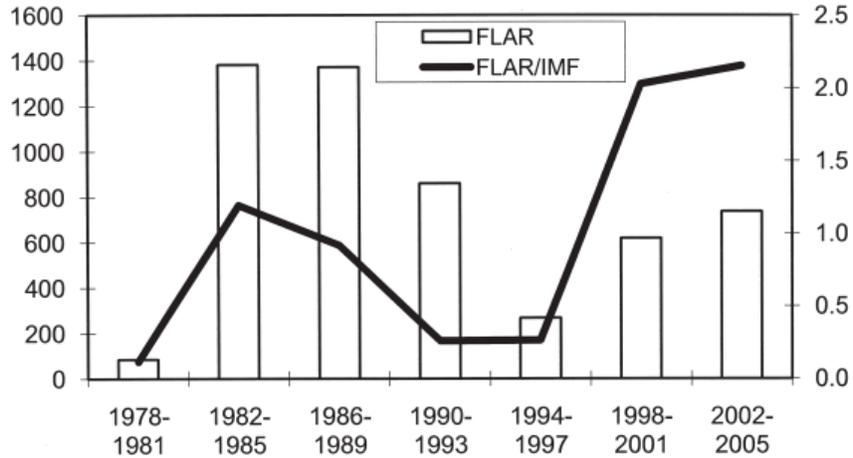
- Apoyar la balanza de pagos o las reestructuraciones de deuda de los países miembros otorgando créditos o garantizando préstamos a terceros;
- Mejorar las condiciones de inversión de las reservas internacionales efectuadas por los países miembros;
- Contribuir a la armonización de las políticas cambiarias, monetarias y financieras de los países miembros.

El Fondo viene desempeñando un rol bastante activo en la concesión de préstamos de corto plazo a los países miembros, incluso superior al FMI. A lo largo del periodo entre 1978 y 2009, el FLAR había concedido US\$ 9,7 mil millones. De acuerdo con Ocampo y Titelman (2010), entre 1978 y 2005, los préstamos concedidos responderán por un volumen equivalente a 60% del total del financiamiento aprobado por el FMI para los países de la CAN. Estos recursos fueron constituidos, en su mayor medida, de préstamos de apoyo a la balanza de pagos y créditos para fines de liquidez.

Grafico V.5

FLAR: Total de Préstamos Otorgados (1978-2005)

(en millones de US\$ y en proporción a los préstamos del FMI)



Fuente: Ocampo y Titelman (2010)

Tabla V.7

Modalidades de Préstamos

1978-2009

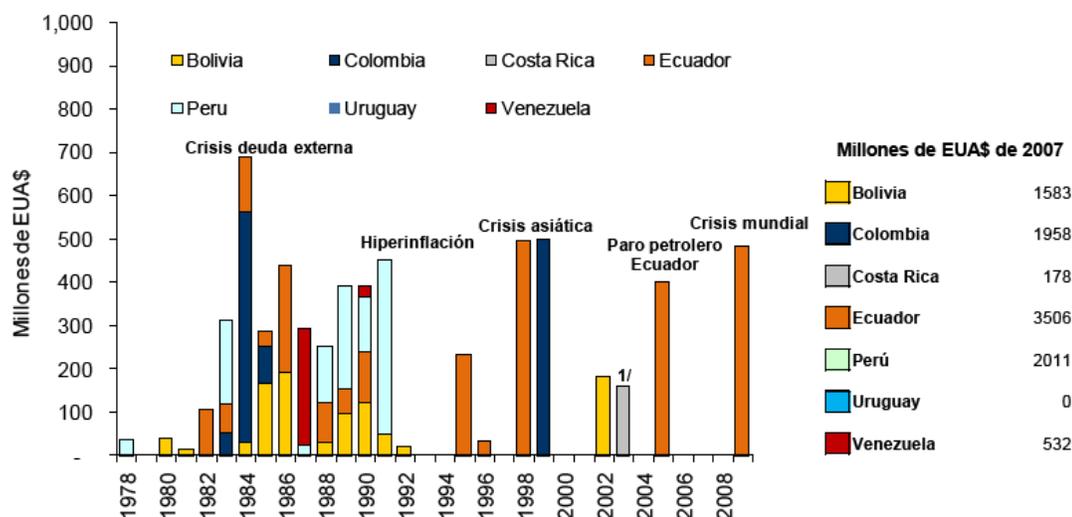
Modalidad	Valores (US\$ millones)
Balanza de Pagos	5.045,5
Liquidez	4.129
Contingencia	441
Reestructuración de Deuda	152,5
TOTAL	9.768

Fuente: FLAR

De acuerdo con las demostraciones financieras del FLAR para mediados de 2010, el único país a figurar como deudor del Fondo era Ecuador, quien se encuentra pagando un préstamo de US\$ 480 millones, con un plazo de tres años, contraído en el auge de la crisis internacional en 2009.

Grafico V.6

Créditos Aprobados durante Episodios de Crisis



^{1/}No hubo crisis en Costa Rica. Para reestructuración de deuda.

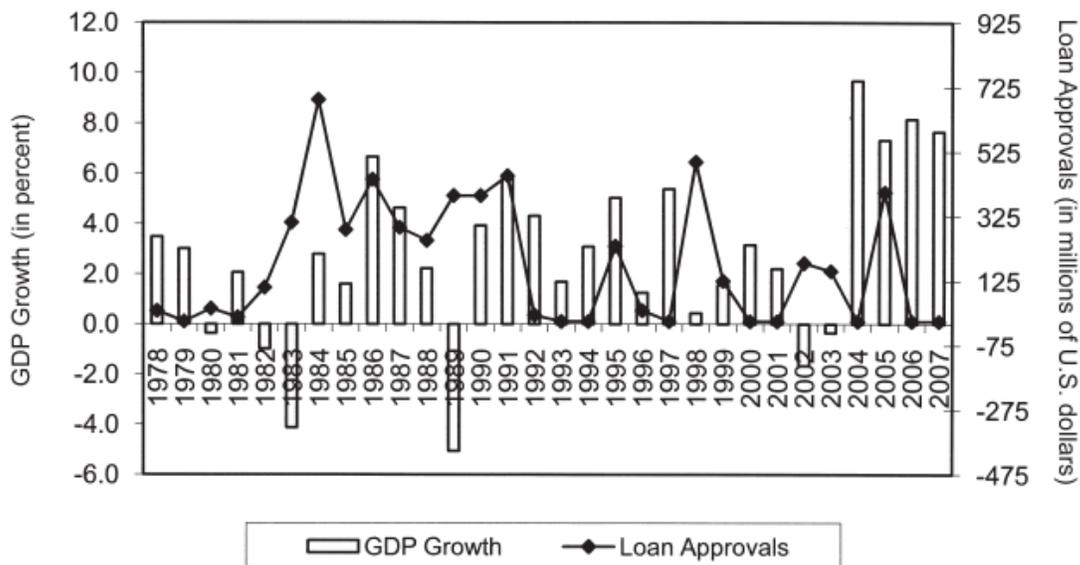
Fuente: FLAR

Para los países beneficiarios, los fondos obtenidos juntos al FLAR fueron muy importantes para aliviar restricciones de liquidez. Como ejemplos, en el caso de Bolivia, entre 1985 y 1986, los flujos se equivalieron a 30% de las exportaciones y 35% de sus reservas internacionales; en 1998, en Ecuador, 28% de las reservas internacionales; y en Colombia, en 1984, 30% de las reservas internacionales.

La concesión de préstamos de forma rápida y oportuna es una característica importante del financiamiento obtenido junto al FLAR, constituyéndose en una ventaja comparativa en relación al FMI, aunque la capacidad de préstamo del FLAR sea inferior. El FMI normalmente exige procesos negociadores relativamente largos, lo que puede terminar, por la demora, agravando las crisis. En algunos momentos, como resalta Titelman (2006), el FLAR fue la única institución a aportar recursos a un país en situación de crisis. En 1988, cuando Perú registró una caída de 8,4% de su PIB, el FLAR le prestó US\$ 130 millones, mientras que el FMI no realizó ningún tipo de financiamiento de emergencia. Como se puede confirmar, además de la comprobada agilidad, los préstamos del FLAR poseen una fuerte característica contracíclica:

Grafico V.7

Variación del PIB de los Países Miembros y Préstamos Aprobados por el FLAR



Fuente: Ocampo y Titelman (2009)

Los recursos prestados por el FLAR son registrados por los bancos centrales como deuda en su cuenta de reserva internacional, ofreciendo un elevado nivel de garantía de devolución de los préstamos. Desde 2006, el FMI contabiliza como activos de reserva el capital suscrito por los miembros al FLAR²². El *estatus* de creador preferencial concedido al FLAR refleja un elevado sentimiento de pertenencia de los países miembros. A su vez, esto se ve reflejado en la rapidez con que son aprobadas las solicitudes de préstamos cursadas por los miembros. Esto representa una ventaja operacional al FLAR en comparación con el FMI, no solo en términos de rapidez sino que también de escala.

Históricamente, los países siempre pagaron sus deudas con la institución, aún en situación de moratoria de deuda externa. Estos hechos se ven reflejados en los comentarios y en el *rating* recibido por el FLAR de las agencias internacionales de evaluación de riesgos. En febrero de 2009, el momento más crítico de la crisis internacional, la agencia *Moody's* calificaba al FLAR como "Aa2" y la *Standard and Poor's*, como "AA" (*investment grade* en

²² Giraldo, Carlos Andrés (Director Adjunto de la DEE del FLAR). Entrevista realizada por el autor. Buenos Aires, mayo de 2010.

ambos casos), situándole como la institución con la mejor evaluación de toda América Latina: “FLAR reportedly has never had a default by any of its central bank borrowers nor been forced to restructure a loan to a central bank borrower (. . .) all of which reflect FLAR’s historical treatment as a preferred creditor” (Standard & Poor’s, 2008); “FLAR has maintained a zero default record in its core loan operations” (Moody’s, 2008). El perfil de riesgo de las inversiones del Fondo contempla una posibilidad de pérdidas anuales de hasta 5%, exigiendo las siguientes calificaciones crediticias mínimas (Standard and Poor’s/Moody’s/Fitch): i) largo plazo: A-/A3/A-; ii) corto plazo: A2/P2/F2; iii) obligatoriamente en dólares.

El excelente manejo de riesgo del FLAR lo acredita a captar recursos en el mercado de capitales a costos sumamente competitivos. Entretanto, el FLAR exhibe apenas dos captaciones por notas de mediano plazo: i) 2003: US\$ 150 millones, con remuneración fija de 3% y vencimiento en agosto de 2006 – certificado como el mejor bono multilateral de América Latina en 2003; ii) 2006: US\$ 250 millones, con vencimiento en febrero de 2011, remuneración trimestral equivalente a LIBOR de tres meses + 20 puntos básicos, emitida a 100% de su valor de faz.

En el contexto de la crisis internacional, en octubre de 2008, el FLAR lanzó, en conjunto con la Corporación Andina de Fomento (CAF) y el Banco Interamericano de Desarrollo (BID), líneas de créditos conjuntas con un valor total de US\$ 11 mil millones, de los cuales US\$ 1,8 mil millón fueron aportes del FLAR mediante líneas de Crédito de Liquidez, disponibles para los Bancos Centrales de los países miembros. El acuerdo determinó, además, que el FLAR podría llegar a disponer de otros US\$ 2,7 mil millones por medio de sus Líneas de Contingencia, de acuerdo con la evolución de las condiciones del mercado²³.

V.2.b) Gobierno

El Convenio Constitutivo del FLAR establece como órganos de administración: la Asamblea, el Directorio y la Presidencia Ejecutiva. La Asamblea es el órgano máximo del

²³ FLAR, nota de Prensa de 13/10/08, disponible en www.flar.net

FLAR y se encuentra conformada por los Ministros de Hacienda o Finanzas de los países miembros. Cada una de las tres economías más grandes del fondo (Colombia, Venezuela y Perú) posee 21% del total de los votos, los otros dos miembros andinos (Bolivia y Ecuador) tienen 10,5% cada, mientras que los dos miembros extra-CAN (Uruguay y Costa Rica), 7,1% y 8,9%, respectivamente. Los Acuerdos de la Asamblea son aprobados con el voto favorable de por lo menos 75% del total (por lo menos 5 de los 7 miembros). Adicionalmente, las decisiones consideradas importantes exigen, además de la aprobación del 75% del total de votos, que los votos negativos no superen el 20% del total de los votos emitidos. Hasta el momento, esto no se ha traducido en ningún inconveniente para la gobernanza del Fondo ya que se termina ofreciendo el poder de veto a cada uno de los tres principales cuotas (Colombia, Perú y Venezuela).

El Directorio está constituido por los Gobernadores o Presidentes de Bancos Centrales de los países miembros. Las reglas de aprobación de Acuerdos del Directorio y veto son análogas a las aplicadas en la Asamblea.

La Presidencia Ejecutiva es el órgano técnico permanente del Fondo. El Presidente Ejecutivo es el representante legal del FLAR, siendo electo por el Directorio para el cumplimiento de un mandato de tres años, renovable por otros tres.

Conforme se ve, las instancias de aprobación de los préstamos varían de acuerdo con el tipo de crédito solicitado. Caso haya una corrida simultánea de solicitudes que ultrapase la capacidad prestataria del FLAR, los préstamos deben ser divididos al límite de esta capacidad en montos proporcionales al capital pagado por cada país, reduciendo la capacidad de endeudamiento de los países:

Tabla V.8
Tipos de Crédito, Condiciones e Instancias de Aprobación

Tipo de Crédito	Plazo	Tasa de interés	Limite de Acceso*	Instancia de Aprobación
Balanza de Pagos	3 años con 1 año de gracia para abonos de capital	Libor de 3 meses + 400 puntos	2,5 veces el capital pagado	Directorio
Reestructuración de Deuda Externa	3 años con 1 año de gracia para abonos de capital	Libor de 3 meses + 400 puntos	1,5 veces el capital pagado	Directorio
Liquidez	Hasta 1 año	Libor de 3 meses + 150 puntos	1 vez el capital pagado	Presidente Ejecutivo
Contingencia	6 meses renovables	Libor de 3 meses + 150 puntos	2 veces el capital pagado	Presidente Ejecutivo
Tesorería	1-30 días	–	2 veces el capital pagado	Presidente Ejecutivo

* Los Bancos Centrales de Bolivia y Ecuador cuentan con un acceso de 0,1 adicional con respecto a los demás miembros (excepto para Crédito de Tesorería)

Fuente: FLAR

La Dirección de Estudios Económicos del FLAR (DEE) ejerce el rol de Secretaria Técnica del Directorio y de la Presidencia Ejecutiva. La DEE realiza el monitoreo del desempeño macroeconómico y de los sistemas financieros de cada país miembro. Publica regularmente un amplio conjunto de indicadores mensuales y trimestrales y un boletín semestral de informes macroeconómicos y financieros sobre cada país miembro. La fuerte proximidad con la realidad económica de los países y el constante contacto con los Bancos Centrales miembros le ofrece una destacable ventaja comparativa con relación al FMI.

Como visto, los principales préstamos concedidos por el organismo son el Crédito de Liquidez y el Crédito para Balanza de Pagos. El Crédito de Liquidez es la línea más

competitiva del FLAR. Contempla un monto de hasta 1 vez el capital pagado por el país solicitante. Su liberación se da de forma inmediata, una vez aprobada por el Presidente Ejecutivo. A su vez, el proceso de evaluación y aprobación del Crédito de Balanza de Pagos es más largo y demanda un mayor número de requisitos. El país solicitante debe encaminar un informe a la Presidencia Ejecutiva, quien, ante el auxilio de la DEE, presenta su evaluación, dentro de un plazo de hasta 30 días, a la Asamblea para posterior aprobación. La evaluación realizada por la DEE deberá determinar si el tipo de desequilibrio macroeconómico sufrido es de naturaleza estructural o coyuntural para, así, establecer la necesidad de adopción de alguna medida de ajuste. Para tanto, la Presidencia Ejecutiva al país solicitante las siguientes informaciones, entre otras:

- Valor del crédito solicitado;
- Plazo propuesto para la amortización;
- Cronograma y esquema propuesto para desembolsos;
- Explicación de la naturaleza y duración del desequilibrio de la balanza de pagos que motiva la solicitud (deberá sostenerse con informaciones estadísticas de reservas, perspectivas de comercio exterior y movimientos de capital de los dos años anteriores a la solicitud);
- Información sobre otros financiamientos ya obtenidos o que se propongan obtener en otras fuentes externas para completar la asistencia solicitada;
- Información sobre las medidas de política económica en aplicación o que se proponga aplicar para corregir o atenuar el desequilibrio externo. El informe deberá contener las metas y límites cuantitativos;
- Cartera de crédito del sistema bancario desagregada en moneda nacional y extranjera, bien como plazos;
- Deuda Externa desagregada del sector público y privado;
- Valor de las importaciones y exportaciones, desagregadas por origen / destino y producto;
- Balance del Banco Central;
- Proyecciones para los próximos tres años de las principales variables macroeconómicas (crecimiento; proyección del valor del PIB - en dólar y moneda local; balance del sector público; inflación; sector externo; deuda pública y tipo de cambio)

V.2.c) La Viabilidad de la Ampliación del FLAR

La positiva experiencia del FLAR y el fuerte aumento del volumen de reservas acumuladas por los países de América del Sur, especialmente durante los últimos años, llevan a analizar la posibilidad de ampliación del FLAR, tanto en recursos cuanto en membresía. Como visto, dos de las variables más relevantes para que un país tenga incentivos para adherir a un fondo de reservas son el volumen de recursos que el país pasará a tener acceso y la volatilidad, reflejadas en el *índice de cobertura*. Llevando en consideración estas y otras variables, Machinea y Titelman (2007) evalúan la viabilidad de la ampliación del Fondo para un total de diez países, incluyendo los actuales miembros del FLAR (excepto Uruguay), los tres principales mercados financieros de América del Sur (Brasil, Argentina y Chile) y México.

Primeramente, los autores buscaron correlacionar los shocks entre los mencionados países, durante el periodo 1990 y 2005, valiéndose de las siguientes variables: i) la dinámica de las reservas internacionales; ii) los ingresos de capitales privados; iii) la variación de los términos de intercambio de cada país. Los resultados obtenidos indican que la correlación en la variación de las reservas, en algunos casos, fue significativa (coincidencia temporal de la ocurrencia de emergencias, lo que desfavorece la asociación de los países), pero también apuntan que las oscilaciones afectaron los países con distintas intensidades durante el periodo analizado. Como existe un comportamiento de acumulo de reservas común a varios países de la muestra, fueron aplicadas algunas técnicas para reducir el efecto de tendencia²⁴, con buenos resultados. En lo que se refiere a las variaciones de los términos de intercambio de los países, no se observan patrones definidos, mientras que los ingresos de capital privado presentan una correlación positiva pero no próxima a la unidad. Por si solos, dichos resultados posibilitan concluir que es factible el compartimiento de reservas entre estos países. No obstante, otras consideraciones tornarían aún más factible la expansión del FLAR. La concesión de préstamos en el inicio de un periodo de restricción de liquidez podría evitar o suavizar la crisis de un determinado país, reduciendo, así, el contagio a los demás. La ampliación del capital suscrito también aumentaría la capacidad de captación de recursos del FLAR en los mercados internacionales. Su sólido *rating* le permitiría obtener

²⁴ Se utilizó el filtro de Hodrick-Prescott (herramienta que suaviza ciclos de corto plazo) y se recurrió a las variaciones anuales de las reservas.

excelentes condiciones de financiamiento, ampliando la capacidad de ayuda a los países que estén atravesando ciclos similares.

En un segundo momento, Machinea y Titelman calculan el índice de cobertura ofrecido por las reservas internacionales de los diez países, en función de su tamaño y de su volatilidad, para diferentes grados de compartimiento p ($0 \leq p \leq 1$). Como se puede ver en la siguiente tabla, los resultados indican que Chile y Colombia tendrían una reducción en el índice de cobertura, agregando mayor volatilidad a sus reservas ampliadas por el fondo. Por otro lado, México, Ecuador y Perú presentarían un fuerte aumento del índice de cobertura, siendo los países más beneficiados. Para Brasil, el ingreso al fondo le daría una modesta ganancia en su índice de cobertura, mientras que Argentina presentaría una ganancia ligeramente superior a la brasileña.

Tabla V.9

**Índice de cobertura de las reservas internacionales
1990-2005**

Latin America (10 countries): coverage ratios, 1990–2005

	$p = 0$	$p = 0.1$	$p = 0.2$	$p = 0.3$	$p = 0.4$	$p = 0.5$	$p = 0.6$	$p = 0.7$	$p = 0.8$	$p = 0.9$	$p = 1$
Bolivia	2.74	3.38	3.41	3.41	3.42	3.42	3.42	3.42	3.42	3.42	3.42
Colombia	4.06	3.69	3.57	3.52	3.49	3.47	3.45	3.44	3.44	3.43	3.42
Costa Rica	3.09	3.44	3.43	3.43	3.43	3.43	3.43	3.43	3.43	3.43	3.42
Ecuador	2.49	3.38	3.41	3.41	3.42	3.42	3.42	3.42	3.42	3.42	3.42
Peru	2.62	3.12	3.25	3.32	3.35	3.37	3.39	3.40	3.41	3.42	3.42
Venezuela	3.04	3.38	3.44	3.45	3.45	3.44	3.44	3.44	3.43	3.43	3.42
Argentina	2.89	3.47	3.56	3.56	3.54	3.51	3.49	3.47	3.45	3.44	3.42
Brazil	3.01	3.29	3.43	3.49	3.51	3.50	3.49	3.48	3.46	3.44	3.42
Chile	5.24	4.28	3.92	3.74	3.64	3.57	3.53	3.49	3.46	3.44	3.42
Mexico	1.79	2.18	2.48	2.71	2.90	3.04	3.15	3.24	3.31	3.37	3.42

Source: Machinea and Titelman (2007).

Estos resultados indican que la ampliación del FLAR es posible pero debe ser matizada. Desde el punto de vista del índice de cobertura, no hay incentivo para aquellos países que visualizan una mayor volatilidad de sus reservas (Chile y Colombia). Adicionalmente, Brasil y Argentina tendrían ganancias modestas, lo que quizás no justificaría

los costos de participar en un fondo de reservas. En la siguiente sección se explorarán potenciales ventajas a ser trabajadas para promover la ampliación del número de miembros y potenciar la actuación del FLAR.

V.2.d) La Potencialidad del FLAR

Pese a que el FLAR ha demostrado un buen historial, es evidente que su potencial está siendo subutilizado por los países. El expresivo aumento del volumen de reservas internacionales acumuladas por los países de América del Sur indica que la institución presenta un elevado potencial a ser explorado, con amplios beneficios para todo el continente.

El FLAR ha sido, tradicionalmente, una institución conformada por países pequeños y medianos. Entre los miembros de ALADI, a los que se posibilita la participación en el FLAR, Argentina, Brasil, México, Paraguay y Chile son los únicos países que todavía no integran la institución. En el caso de Paraguay y Chile, pareciera no haber grandes dificultades para lograr la incorporación de estos países. Paraguay es un país poco integrado a los mercados financieros internacionales y acumula uno de los mayores volúmenes de reservas internacionales como proporción del PIB (25%) en la región. En el caso de Chile, pese a que su ingreso pudiera representar, al menos en un primer momento, una mayor volatilidad de sus reservas, el país es uno de los que más ha apostado por la integración financiera de la región. Los países de la CAN (especialmente Perú) poseen un elevado stock de inversiones chilenas. A este hecho se debe agregar un evento reciente de especial importancia: la Bolsa de Comercio de Santiago ha acordado, durante el segundo semestre de 2010, su conectividad con las Bolsas de Lima y Bogotá (BID-INTAL, 2010). Mediante este acuerdo, los tres principales mercados bursátiles andinos pasarán a operar conjuntamente a partir de 2011. Las acciones de cada bolsa pasarán a estar listadas en las demás y las correctoras podrán enviar órdenes de compra y venta para los tres mercados. Eso, indudablemente, aumentará la correlación de los ciclos financieros de Chile con Colombia y Perú, miembros del FLAR.

Cuanto a incorporación de México al FLAR, se debe resaltar que, al menos en un primer momento, la fuerte correlación de los ciclos económicos y financieros de México con los Estados Unidos y el elevado grado de “americanización” de su sistema bancario serían factores poco alentadores. A esto se suma la convergencia de posiciones de México con los Estados Unidos en el ámbito del G-20, con notorias divergencias con relación a Brasil y Argentina (La Razón, 2010).

La situación sería distinta para el caso de Brasil y Argentina. Ambos países fueron los principales impulsores de la creación del Consejo de Ministros de Economía y Finanzas de la UNASUR, acordada en mayo de 2010. El Estatuto del Consejo prevé, entre sus objetivos contemplados en el artículo IV, “promover estrategias y estudios pertinentes para profundizar las medidas de coordinación de los Bancos Centrales, en lo atinente al manejo de las reservas internacionales”. En ese sentido, ambos países podrían fortalecer el Consejo acercándose gradualmente al FLAR. En un primer momento, este acercamiento podría darse mediante el nombramiento de observadores permanentes y la colocación de parte de sus reservas para la administración del FLAR. Paralelamente, también se podría pensar en un acuerdo de cooperación técnica entre la DEE del FLAR y la Unidad de Monitoreo Macroeconómico del MERCOSUR a fin de ofertar insumos para la construcción de la agenda de trabajo para el Consejo de Ministros de Finanzas de la UNASUR. Este voto de confianza de Brasil y Argentina (los dos únicos países de América del Sur a designar Gobernadores en el FMI y a participar del G-20) en el FLAR y en el propio Consejo de Ministros afianzaría el proceso de cooperación financiera regional y la coordinación de posiciones entre representantes y representados en el plano multilateral, elevando la legitimidad de ambos países en el Directorio Ejecutivo del FMI y en el G-20.

Pero el ingreso de Brasil y Argentina también impondría la necesidad de algunos ajustes al propio FLAR. Por su propio peso, un eventual ingreso de Argentina y, especialmente, de Brasil al FLAR podría resultar en nuevas condicionalidades macroeconómicas a ser cumplidas por los miembros del Fondo. Por otro lado, el hecho de que Brasil haya logrado en los últimos años compatibilizar mayores tasas de crecimiento con la mantención de la estabilidad de precios y que su política económica haya adquirido notoria credibilidad internacional indicaría que América del Sur podría contar con un potencial país “ancla” en el futuro. Por si sola, la propia negociación del ingreso de Brasil al

FLAR ofrecería un excelente ejercicio de coordinación macroeconómica para América del Sur.

Otra discusión que se debería dar en paralelo con la incorporación de nuevos países miembros es el aumento de los recursos del FLAR. Las posibilidades de ofertar apoyo a los países miembros dependen de los recursos que disponga la institución. Sus recursos propios también determinan la posibilidad de endeudamiento del organismo junto a los mercados internacionales. Esto plantea varias posibilidades. La primera, y más evidente, sería que el FLAR (y no los países) pasara a capitalizar las utilidades generadas anualmente por las reservas. Esta decisión pondría en evidencia la confianza de los países en la institución, permitiendo la capitalización del FLAR sin que los países tuvieran que hacer nuevos aportes de capital. Una segunda opción sería elevar la cuota mínima de los países, ajustándola tanto para los nuevos como para los actuales miembros. Adicionalmente, se podría estudiar la posibilidad de que parte del aumento de capital se diera mediante algún aporte de *colateral* que no afectara la evaluación del riesgo de la institución. Una rápida mirada en el volumen de reservas de los países de América del Sur y sus cuotas en el FMI y en el FLAR ofrece una clara muestra del elevado potencial de expansión existente.

Tabla V.10
Cuotas y Reservas (Dic. 2009)

Millones de US\$

	BOL	COL	ECU	PER	VEN	CR	URU	BRA	ARG	PAR	CHI
FLAR	234	469	234	469	469	234	234	-	-	-	-
FMI	261	1,176	459	970	4,042	249	466	4,645	3,239	153	1,309
Reservas	8,580	25,356	3,792	33,135	35,830	4,066	8,037	238,988	47,967	3,516	25,372

Fuente: FMI, FLAR y Bancos Centrales

El aumento del número de miembros y de aportes del FLAR exigiría un afianzamiento de la capacidad de supervisión y monitoreo de las economías partes. Para tanto, sería importante fortalecer la capacidad de trabajo de la DEE con la contratación de un mayor número de economistas (actualmente son apenas 4) y, quizás, establecer misiones anuales

de supervisión a los países partes en términos semejantes a los del Artículo IV del Acuerdo Constitutivo del FMI o, incluso, realizarlas conjuntamente con el propio Fondo. Eso permitiría la creación de un sistema de alerta temprano, anticipándose a los eventuales problemas de la coyuntura de las economías nacionales y de la evolución del ambiente internacional. Esta medida reduciría el *moral hazard* de los préstamos mediante el acceso a un mayor volumen de informaciones fidedignas para la elaboración de diagnósticos más ajustados a las particulares realidades nacionales. El incremento de la capacidad de supervisión del FLAR permitiría, igualmente, la liberación de un mayor volumen de recursos y de forma más rápida. La cooperación técnica del FMI podría ser interesante en este punto. Estas medidas aumentarían el valor agregado de la institución para los países y fomentarían un mayor grado de confianza entre los propios miembros, permitiendo alterar desde $\frac{3}{4}$ para mayoría simples las exigencias para la concesión de créditos de balanza de pagos.

La puesta en marcha de algunas de estas medidas posibilitaría una ampliación del ámbito de acción del FLAR. En ese sentido, la experiencia asiática invita a estudiar con mayor detenimiento la posibilidad de creación de una red de acuerdos de *swaps* entre los países miembros. El FLAR podría fomentar la expansión de estos acuerdos de dos maneras. Primero, el FLAR participaría directamente de los acuerdos mediante operaciones de corto plazo de compra y venta de monedas locales. El país que obtuviera el crédito tendría la obligación de recomprar la moneda nacional al FLAR. La otra alternativa consistiría en que, como en el ASEAN, los propios países suscribieran acuerdos de *swaps* en moneda local entre sí, con una cláusula de recompra obligatoria. En ese caso, el FLAR podría auxiliar los países en la promoción y organización de la red de *swaps* bilaterales a fin de que, en el futuro, puedan ser multilateralizados. Estos mecanismos podrían ser conjugados con los sistemas de pagos regionales, fomentando financiamientos al comercio regional en moneda local. Aún cuanto a este punto, vale recordar que en 2009 Brasil ofreció a los países integrantes del Banco del Sur²⁵ la posibilidad de suscripción de acuerdos bilaterales de *swap* en reales por un total de R\$ 10 mil millones²⁶. Hasta el momento, apenas Argentina esbozó interés por la oferta brasileña, firmando apenas un acuerdo de intenciones futuras.

²⁵ Hasta el momento, son parte del Banco del Sur los siguientes países: Brasil, Argentina, Uruguay, Paraguay, Bolivia, Ecuador y Venezuela. No obstante, su Tratado Constitutivo contempla la incorporación de todos los países de América del Sur.

²⁶ Consejero Christian Vargas, Jefe del Sector Financiero de la Embajada del Brasil en Buenos Aires. Entrevista realizada por el autor en junio de 2009.

A su vez, el afianzamiento de las relaciones del FLAR con la Corporación Andina de Fomento (CAF), dos instituciones regionales que cuentan con una excelente evaluación de riesgo, podría auxiliar en la construcción de una mayor densidad fronteras “hacia adentro”. A lo largo de los últimos tres años, la CAF ha incorporado como miembros plenos a todos los países de América del Sur. Esta expansión exige a la obtención de fondos de muy diversos plazos. Dentro de la política de administración de activos el FLAR podría establecer acuerdos con la CAF para suministrarle fondos tanto para la ejecución de proyectos de desarrollo como para la emisión de títulos soberanos en moneda local. A lo largo de los últimos años, la CAF, conjuntamente con el BID, viene logrando importantes éxitos en la expansión de la emisión de títulos en moneda local (Ocampo y Titelman, 2010). La convergencia de esfuerzos de estas instituciones con el FLAR podría potenciar estas emisiones, mejorando el perfil de endeudamiento de los países de la región. La CAF no sólo canalizaría estos recursos a los miembros del FLAR como también a todos los miembros de la CAF, alentando la adhesión de nuevos miembros al FLAR. Eso permitiría que parte de las reservas del FLAR, hoy invertidas a fuera de América Latina, lo hiciera en la región.

Finalmente, avanzar en estas direcciones requiere que el FLAR construya credibilidad. Sin ella no hay posibilidad de que ningún organismo internacional, sea regional o multilateral, crecer. La credibilidad depende de tres factores. En primer lugar, se debe fomentar la transparencia de las operaciones del FLAR y de los países miembros. Sin eso es muy difícil ser creíble. En segundo lugar, la adopción de buenas prácticas internacionales es indispensable con respecto a la política de administración de activos y la condicionalidad que se exige a los países miembros. Por último, la capacidad de la institución para administrar sus pasivos, su política de endeudamiento. Seguramente, seguir apostando solamente en inversiones en dólares no parece ser una política de endeudamiento sensata en un mundo que camina hacia la multipolaridad del sistema monetario (Eichengreen, 2010). En suma, el FLAR tiene amplias perspectivas de desarrollo futuro pero no podrá ir más allá de donde sus países (o potenciales) miembros quieran avanzar.

Conclusiones

Como enunciado en la Introducción, el objetivo de este trabajo es evaluar como un mecanismo regional podría complementar las líneas de crédito existentes y proveer recursos a tiempo de impedir el agravamiento de una crisis de liquidez en un país y su contagio a los vecinos. Como mecanismos regionales de liquidez, fueron seleccionados para el estudio los fondos de reservas y los sistemas de *swap* de monedas.

Con respeto al establecimiento de un fondo de reservas, en los moldes del FLAR, la investigación indicó que la reducción de la vulnerabilidad externa de un grupo de países es posible pero bajo ciertas condiciones. La dimensión de las reservas propias de los países que desean tornarse miembros de un fondo, bien como la volatilidad de esas reservas, cuando comparadas con el volumen total de reservas del *pool* (intermediadas por el grado de compartimento de los recursos) y con la volatilidad total, son los determinantes de los beneficios advenidos de la asociación.

No obstante, los beneficios no son uniformemente distribuidos para todos los países miembros. Algunos, incluso, pueden experimentar pérdidas en sus índices de cobertura. También merece atención la diferencia de ganancias absolutas entre los participantes. La creación de un fondo de reservas regional genera, además, externalidades que contribuyen a reducir la vulnerabilidad externa, principalmente por actuar en la mitigación del contagio a los países vecinos y generar economías de escala en la administración de reservas internacionales. Pero dicho mecanismo también puede llevar a efectos negativos, como la incidencia del riesgo moral o de la selección adversa.

En lo que toca a mecanismos de *swap* de monedas, la reducción de la vulnerabilidad externa de los países asociados es probable, pese a ser relativamente más difícil de cuantificar. La Iniciativa Chiang Mai, caso concreto analizado en este estudio, fue constituida a partir de las crisis enfrentadas por los países asiáticos en los años noventa. Durante la parte más crítica de la actual crisis internacional el acuerdo no se presentó como una alternativa de financiamiento a los países miembros debido a la resistencia impuesta por su vinculación con el FMI, algo políticamente muy estigmatizado en Asia. Pese a los avances visualizados en el diseño de los pasos futuros del mecanismo, la resistencia política de los

países de la región a conceder un mayor grado de autonomía representa el más grande desafío para la puesta en marcha de la iniciativa.

Como efectos indirectos, de largo plazo, del funcionamiento de los mecanismos regionales de liquidez se puede considerar el crecimiento de los flujos comerciales regionales, que se benefician de una mayor estabilidad monetaria. De forma análoga, la normalización de los flujos de capitales a lo largo de los años permitiría avances consistentes en las inversiones dirigidas a los países asociados, con reflejos futuros en el desarrollo financiero y económico regional.

La literatura consultada sugiere que las ganancias no serían uniformemente distribuidas entre los países de la región, llevando eventualmente economías más grandes y más estables, como la brasileña, a contribuciones asimétricas en relación a las pequeñas economías. Tal actitud solamente tendría sentido en el ámbito de un conjunto más amplio de objetivos (como los listados en la subsección *La Potencialidad del FLAR*), en el cual la estabilidad regional fuera vista como un bien colectivo que generase externalidades positivas para las mayores economías.

Específicamente con relación al FLAR, este constituye un excelente punto de partida para una institucionalidad regional fortalecida, ya que posee una buena reputación, operaciones de porte significativo y sus funciones son aquellas esperadas de un mecanismo regional de liquidez. Su ampliación, aunque bajo incentivos diferenciados para cada país, puede ser un instrumento de promoción de la estabilidad económica de América del Sur, permitiendo el compartimiento de los costos de auxilio de emergencia de liquidez – con economía en relación a las estrategias individuales – y la ampliación de las posibilidades de coordinación de las políticas económicas.

No obstante, los riesgos no deben ser negligenciados. La ejecución de una política de cooperación económica regional debe llevar en cuenta que los fundamentos de cada país son aún más importantes, una vez que pasa a existir una relación institucional entre los miembros. La participación en una entidad regional debe ser acompañada de la valoración de políticas económicas sólidas y responsables, que privilegien la estabilidad cambiaria y la consolidación fiscal. Reforzar las unidades de supervisión de los mecanismos regionales

estudiados es fundamental para lograr este objetivo. Solo de esta manera se podrá fomentar un sano ejercicio de competencia y complementariedad, de supervisión y de ideas, con el Fondo Monetario Internacional, algo valioso tanto para la estabilidad financiera regional como global.

ANEXOS

Anexo 1

Composición de los Activos de Reserva Internacional de América del Sur (por moneda – en millones de USD)

	Moneda de Reserva	2005	% 2005	2006	2007	2008	% 2008	2009	% 2009
Bolivia	Dólar	1.249,7	71,0%	2.561,2	4.499,1	6.870,6	89,0%	5.868,3	68,5%
	Euro	0	0%	0	0	0	0%	1.439,7	16,8%
	Oro	471,6	26,8%	579,8	759,9	802,6	10,4%	1.000,8	11,7%
	DEG	38,2	2,2%	40,2	42,3	42,3	0,6%	258,5	3,0%
	Total	1.759,6	100%	3.181,2	5.301,3	7.715,6	100%	8.567,3	100%
Brasil	Dólar					184.264,1	89,1%	195.731,2	81,9%
	Euro					19.439,8	9,4%	16.729,2	7,0%
	Libra					-	-	8.842,5	3,7%
	Dólar (Canadá)					-	-	8.364,6	3,5%
	Dólar (Australia)					-	-	4.540,8	1,9%
	Otras Monedas					3.102,1	1,5%	4.779,7	2,0%
	Total	53.800	-	85.839	180.334	206.806	100%	238.988	100%
Colombia	Dólar					20.434,8	85,0%		
	Euro					2.884,9	12,0%		
	Yen					721,3	3,0%		
	Total	14.957		15.440	20.955	24.041	100%		
Chile	Dólar			13.682,5	10.538,2	14.088,9	60,8	14.969,2	59,00
	Euro			4.789,7	6.212,4	8.767,4	37,8	8.735,1	34,42
	Yen			782,8	-	23,5	0,10	-	-
	Libra Esterlina			1,8	8,1	14,7	0,06	5,4	0,02
	Oro			4,3	5,4	5,7	0,01	8,8	0,05
	DEG			167,8	141,8	225,1	0,97	1.429,5	5,63
	Otras Monedas			-	4,2	37,0	0,16	224,4	0,88
	Total			19.428,9	16.910,1	23.162,3	100%	25.372,5	100%
Perú	Dólar	10.649,2	79,1	13.291,8	23.001,6	25.234,5	83,2	25.551,2	79,9
	Otras Monedas (mayoría Euro)	2.531,0	18,8	2.953,7	3.412,6	4.610,2	15,2	5.755,2	18,1
	Oro	282,2	2,1	348,5	456,8	485,3	1,2	490,6	2,0
	Total	13.463	100%	16.594	26.871	30.330	100%	31.979	100%
Paraguay	Dólar				1.300	1.800	75,0%		
	Euro				100	400	16,6%		
	Libra esterlina y dólar australiano				-	200	8,4%		
	Total				1.400	2.400	100%		

Bibliografía

Agosin, M.R. 2001. Fortalecimiento de la cooperación financiera regional. *Revista de la Cepal*, N° 73: 33-53.

Aizenman, Joshua y Lee, Jaewoo. 2005. *International Reserves: Precautionary vs. Mercantilist Views, Theory and Evidence*. NBER Working Papers 11366. Cambridge: National Bureau of Economic Research.

Aizenman, Joshua, Menzie Chinn y Hiro Ito. 2008. *The Emerging Global Financial Architecture: Tracing and Evaluating the New Patterns of the Trilemma's Configurations*. NBER Working Papers 14533. Cambridge: National Bureau of Economic Research.

Amyx, J. 2008. Regional financial cooperation in East Asia since the Asian financial crisis. En *Crisis as catalyst: Asia's dynamic political economy*. Andrew MacIntyre, T. J. Pempel y John Ravenhil (coord). Ithaca, NY: Cornell University Press.

Baker, D. y Walentin, K. 2001. *Money for Nothing: The Increasing Cost of Foreign Reserve Holdings for Developing Nations*. Breafing Paper / November 2001. London: Center for Economic and Policy Research.

Balassa, Bela. 1961. *The Theory of Economic Integration*. Illinois: Richard Irwin.

Balassa, Bela. 1987. Economic Integration. En: *New Palgrave. A Dictionary of Economics*. Vol. 2. Eatwell, John; Milgate, Murray; Newman, Peter (comp.). Londres: Macmillan.

BID-INTAL. 2010. Chile, Colombia y Perú en la ruta de la integración bursátil. *Carta Mensual* No 163:1-4.

Blanchard, O., G. Dell'Araccia y P. Mauro. 2010. Rethinking Macroeconomic Policy. *IMF Staff Position Note SPN/10/03*. Washington, DC: International Monetary Fund.

Bresser-Pereira, L.C. y Holland, M. 2010. Common-currency and economic integration in Mercosul. *Journal of Post Keynesian Economics* 32 (2): 213-234.

Buira, A. 2003. An analysis of IMF conditionality. En: *Challenges to the World Bank and IMF: development countries perspectives*. A. Buira (comp.). Londres: Anthem Press

Calvo, G. y E. Mendoza. 2000. Rational Contagion and the Globalization of Securitized Markets. *Journal of International Economics* 51: 79-113.

Carneiro, R. 1999. *A globalização financeira: origem, dinâmica e perspectivas*. Texto para discussão, n. 90, Campinas: IE-UNICAMP.

Chin, G.T. 2010. "Remaking the architecture: the emerging powers, self-insuring and regional insulation". *International Affairs* 86 (3): 693-715.

Cohen, B. "Finance and Security in East Asia". Prepared for a Conference on the Political Economy of National security in East Asia. Beijing, July, 2010.

Desai, Raj y Vreeland, J. R. 2010. A suggestion for the IMF: Embrace regionalism. En: *Regional and global liquidity arrangements*. Volz, Ulrich y Caliarì, Aldo (comp.). Bonn: German Development Institute.

Dieter, H. 2000. *Monetary Regionalism: Regional Integration Without Financial Crisis*. Working Paper No 52. Warwick, UK: Center for the Study of Globalisation and Regionalism.

Dieter, H. 2007. *Monetary and Financial Cooperation in Asia. Motives, Sequencing and Political Obstacles*. Garnet Working Paper 16/07.

Eichengreen, Barry. "The International Architecture and the Role of Regional Funds". Documento presentado en el 5o Encuentro Anual de Estudios Económicos del FLAR. Cartagena, Colombia, Agosto 2010.

Eichengreen y Hausmann. 2005. *Other People's Money: Debt Denomination and Financial Instability in Emerging Market Economies*. Chicago: University of Chicago Press.

Fanelli, José M. (comp.) 2008. *MERCOSUR: integración y profundización de los mercados financieros*. Montevideo: Zonalibro.

Frenkel, R. 2007. *Current Problems with the IMF*. Briefing Paper 16. Berlin: FES.

Frenkel, R. 2007. La sostenibilidad de la política de esterilización monetaria. *Revista de la Cepal*, N° 93: 31-38.

Frenkel, R. “Los nuevos *fundamentals* de la política macroeconómica en los países en desarrollo”. Documento presentado en la Conferencia UNU-WIDER The Triple Crisis. Helsinki, Finlandia, 13-15 mayo 2010.

Frenkel, R. y Rapetti, M. 2009. *Flexibilidad cambiaria y acumulación de reservas en América Latina*. Texto para Lectura No 50. Buenos Aires: Iniciativa para la Transparencia Financiera.

Fernández-Arias, Eduardo. “Prestamista internacional de última instancia: Lecciones de la reciente crisis global”. Preparado para el 5o Encuentro Anual de Estudios Económicos del FLAR. Cartagena, Colombia, Agosto 2010.

Fernández-Arias, Eduardo, Ugo Panizza y Ernesto Stein. 2004. Trade agreements, exchange rate disagreements. En *Monetary unions and hard pegs: Effects on trade, financial development, and stability*. Volbert Alexander, Jacques Mélitz y George M. von Furstenberg (comp.). Oxford: Oxford University Press.

Fernández-Arias, Eduardo y Eduardo Levy-Yeyati. 2010. *Global Financial Safety Nets: Where Do We Go from Here?* IDB Working Paper 231. Washington, D.C: Research Department, Inter-American Development Bank.

Ffrench-Davis, R. 2005. *Reformas para América Latina después del Fundamentalismo Neoliberal*. Buenos Aires: Siglo XXI.

Ffrench-Davis, R. 2009. El impacto de la crisis global en América Latina. *Nueva Sociedad* 224: 67-85.

Ghosh, A. y J. Ostry. 2009. Choosing an Exchange Rate Regime. *Finance and Development* 46 (4): 38–40.

Henning, R. 2002. *East Asian Financial Cooperation*. Policy Analyses in International Economics N° 68. Washington: Peterson Institute.

IEO (Independent Evaluation Office of the International Monetary Fund). 2008. *Governance of the IMF: an evaluation*. Washington, DC: International Monetary Fund.

IMF (International Monetary Fund). 2009. *Review of the adequacy of and options for supplementing fund resources*. Washington, DC: International Monetary Fund.

IMF (International Monetary Fund). 2010. *The Fund's Mandate: The Future Finance Role: Revised Reforms Proposals*. Washington D.C.:IMF.

Johnson, J. B. y Joslyn, R. A. 1991. *Political Science Research Methods*. Washington, D.C.: Congressional Quarterly Press.

Kaminsky, G.L. y C.M. Reinhart. 1999. The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems. *American Economic Review* 89 (3): 473-500.

Keohane, R. O. 1998. International Institutions: Can Interdependence Work? *Foreign Policy*, N° 110: 82-96.

Krugman, P. 1979. A model of Balance of Payment Crisis. *Journal of Money, Credit and Banking* 11 (3): 24-51.

Krugman, P. 1999. Balance sheets, the transfer problem, and the financial crisis. En *International Finance and Financial Crises, Essays in honor of Robert P. Flood, Jr. Harlem: A*

Community. P. Isard, R. Assaf y Andrew K., ed. Massachusetts: Kluwer Academic Publishers.

Krugman, P. (comp.). 2001. *Crises Monetárias*. São Paulo: Makron Books Ltda.

La Razón. 2010. EU se quedó solo frente a China en la reunión del G-20. Noviembre 15.

Levine, R. 2004. *Finance and Growth: Theory and Evidence*. NBER Working Papers 10766. Cambridge: National Bureau of Economic Research.

Lombardi, D. 2010. *Financial Regionalism: a Review of the Issues*. Washington, D.C.: The Brookings Institution.

Machinea, J.L. y Titelman, D. 2007. Un crecimiento menos volátil? El papel de las instituciones financieras regionales. *Revista de la CEPAL No 91:7-27*.

McKay, J., Volz, U. y Wolfinger, R. 2010. *Regional Financing arrangements and the stability of the international monetary system*. Bonn: German Development Institute

Mongelli, F. 2002. *New Views on the optimum currency area theory: what is EMU telling us?* Working Paper 138 / April 2002. Frankfurt: European Central Bank.

Obstfeld, M. 1996a. *Foundations Of International Macroeconomic*. Cambridge: The MIT Press.

Obstfeld, M. 1996b. Models of Currency Crises with Self-Fulfilling Features. *European Economic Review* 40: 1037-1047

Obstfeld, M y A.M. Taylor. 2004. *Global Capital Markets: Integration, Crisis and Growth*. Cambridge: The MIT Press.

Ocampo, J.A. 1999. La Reforma Financiera Internacional: Una agenda ampliada. *Revista de la Cepal*, No 69: 7-31.

Ocampo, J.A. 2001. *International asymmetries and the design of the international financial system*. Temas de Coyuntura No 15. Santiago de Chile: CEPAL.

Ocampo, J.A. (comp.). 2006. *Cooperación financiera regional*. Santiago de Chile: CEPAL.

Ocampo, J.A. 2007. La macroeconomía de la bonanza económica latinoamericana. *Revista de la CEPAL*, No 93: 7-29.

Ocampo, J.A. 2008. The instability and inequities of the global reserve system. *International Journal of Political Economy* 36 (4): 71–86.

Ocampo, J.A. y Titelman, D. 2010. Subregional Financial Cooperation: the South American experience. *Journal of Post Keynesian Economics* 32 (2): 249-268.

ONU. 2002. *Informe de la Conferencia Internacional sobre la Financiación para el Desarrollo*, Monterrey, México, 18 al 22 de marzo.

Park, Y. C. 2006. Integración Financiera Regional en Asia Oriental: desafíos y perspectivas. En J. A. Ocampo (coord). *Cooperación financiera regional*. CEPAL: Santiago de Chile.

Perry, G. 2009. *Beyond Lending: How Multilateral Banks Can Help Development Countries Management*. Washington DC: Brookings Institution Press.

Rajan, R.S. 2009. *Monetary and Financial Cooperation in Asia: Making Sense Out of the CMI, CMIM, ABF, ABMI and ACU Alphabet Soup*. ISAS Working Paper 69 / June 2009. Singapore: Institute of South Asian Studies.

Rajan, Ramkishan, Siregar, S., Reza y Bird, G. 2003. *Examining the case for Reserve Pooling in East Asia: Empirical Analysis*. Discussion Paper N° 0323. Adelaide, Australia: Centre for International Economic Studies.

Rodrik, D. 2006. *The Social Cost of Foreign Exchange Reserves*. NBER Working Paper 11952. Cambridge: National Bureau of Economic Research.

Roubini, N. y Setser, B. 2005. *Will the Bretton Woods 2 Regime Unravel Soon? The risk of a hard landing in 2005-2006*. Mimeo.

Rojas-Suarez, L. 2008, Volatility: Prudential Regulations, Standards, and Codes. En *Macroeconomic Volatility, Institutions, and Financial Architectures. The Developing World Experience*. Fanelli, J.M., ed. New York: Palgrave MacMillan.

Saner, R. y R. Guilherme. 2007a. *IMF conditionalities for the least development countries*. Policy Brief 19. Washigton D.C.: G-24.

Saner, R. y R. Guilherme. 2007b. The International Monetary Fund's Influence on trade policies of low-income countries: a valid undertaking? *Journal of World Trade* 41 (5): 931-981.

Spiegel, M. 2009. *Developing Asian Local Currency Bond Markets: Why and How?* Tokio: Asian Development Bank Institute.

Taylor, John B., "Lessons learned from the implementation of Inflation Targeting", Trabajo preparado para el 80° Aniversario del Banco de Mexico. 14 de noviembre de 2005.

Titelman, D. 2006. Subregional financial cooperation: the experiences in Latin America and the Caribbean. En J.A. Ocampo (coord.) *Regional financial cooperation*, Washington, DC: Bookings Institution Press.

Vreeland, J.R. "Buying Bretton Woods". Preparado para la conferencia AidData. Oxford, University College. 2010.

Páginas web utilizadas:

www.flar.net

www.aseansec.org

www.imf.org

www.bcb.gov.br