

PALABRAS CLAVE

Política económica
Movimientos de capital
Riesgo
Reservas monetarias
Instrumentos financieros
Instituciones financieras
Integración económica
América Latina - Caribe

¿Un crecimiento menos volátil? El papel de las instituciones financieras regionales

José Luis Machinea y Daniel Titelman

La volatilidad del crecimiento económico de los países de América Latina y el Caribe se ha visto acentuada por la falta de instrumentos adecuados para suavizar las perturbaciones externas. Las dificultades para proporcionar financiamiento de emergencia y para desarrollar mercados financieros capaces de emitir valores públicos que incorporen mejores mecanismos de contingencia, han contribuido a la volatilidad económica. Con el fin de identificar vías para avanzar en estas dos direcciones en el contexto de América Latina, este artículo examina la función que podrían desempeñar las instituciones financieras regionales y subregionales, sin perder de vista que estas instituciones no son sustitutos, sino complementos, de las instituciones globales.

José Luis Machinea
Secretario Ejecutivo de la
Comisión Económica para
América Latina y el Caribe
(CEPAL)

✉ joseluis.machinea@cepal.org

Daniel Titelman
Jefe,
Unidad de Estudios del Desarrollo,
División de Desarrollo Económico,
CEPAL

✉ daniel.titelman@cepal.org

I

Introducción

A partir de la crisis asiática de 1997 ha habido un mayor reconocimiento de que la volatilidad de los mercados financieros internacionales es un factor importante para explicar los ciclos económicos de las economías emergentes, pues provocan desequilibrios internos en las economías y amplifican los ya existentes. Los países de América Latina no han sido una excepción, ya que las perturbaciones (*shocks*) provocadas por la volatilidad de los mercados financieros externos han sido una de las principales causas de la volatilidad de la tasa de crecimiento. De esa manera, los mercados financieros internacionales se han sumado al impacto que durante décadas tuvieron los precios de los recursos naturales en el ciclo económico de la región. Si bien en los últimos años los precios de los recursos naturales han vuelto a contribuir mucho a la bonanza económica por la que atraviesa América Latina, una mirada de más largo plazo muestra que los movimientos de capital son el factor que más ha influido en los ciclos económicos de las tres últimas décadas.

La volatilidad financiera de los países de la región se ha visto acentuada por la falta de mecanismos adecuados para proporcionar financiación de emergencia a los países que enfrentan problemas de financiamiento de la balanza de pagos causados por perturbaciones externas. La falta de una red de financiamiento de emergencia en el ámbito regional e internacional ha hecho que los países apliquen una política de autoseguro basada fundamentalmente en la acumulación de reservas internacionales, la que dista mucho de ser la opción más eficiente para protegerse de los vaivenes de la economía mundial. En los últimos años se han intensificado las propuestas de reforma de las instituciones y los mercados financieros mundiales. Sin embargo, en la formulación de estrategias destinadas a perfeccionar los acuerdos financieros globales, se ha subestimado la función que pueden desempeñar las instituciones financieras regionales.

Con el fin de identificar, en el contexto de América Latina, formas más eficientes para enfrentar perturbaciones externas, en este artículo se discute la función que podrían desempeñar las instituciones financieras regionales, teniendo siempre en cuenta que estas instituciones no

deben considerarse sustituto de las instituciones globales, sino complementos de ellas.

Respecto de las instituciones regionales, se examina ante todo la posibilidad de ampliar la cobertura geográfica del Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR), y luego se plantea la necesidad de estimular el desarrollo de mercados financieros para valores públicos con características que mejoren las posibilidades de hacer frente a contingencias externas.

La capacidad de un fondo de reserva para encarar el impacto de la perturbaciones externas depende de que los “asegurados” no las sufran simultáneamente. A primera vista, un análisis de correlación de esas perturbaciones en diez economías latinoamericanas indica que este no es el caso y que, por ende, sería posible ampliar la cobertura regional del Fondo Latinoamericano de Reservas. Los coeficientes de correlación de series de reservas internacionales de las que se han eliminado los efectos tendenciales suelen ser bajos o no significativos, y las correlaciones de los términos del intercambio tampoco muestran un patrón claramente definido, en tanto que las entradas de capital privado presentan correlaciones positivas, pero generalmente alejadas de la unidad. A esto se suma el hecho de que un fondo regional puede contribuir a frenar los mecanismos de transmisión de las crisis de un país a otro y, de esa manera, reducir la correlación entre países.

Al incorporarse a un fondo de reservas los países obtienen beneficios por acceder a un mayor volumen de reservas y, según el caso, a una posible reducción de la volatilidad de ellas. El coeficiente estimado de cobertura, en el que se combinan ambos efectos, sugiere que países con baja volatilidad de sus reservas en relación con el nivel de ellas tendrían problemas de incentivos para integrarse a un fondo de reservas. En el caso de los diez países examinados en este trabajo, aquellos con menor volatilidad en sus reservas, Chile y Colombia, reducirían sus grados de cobertura al incorporarse a un fondo de reservas, porque en ambos casos disminuirían las reservas efectivas en comparación con el autoseguro, lo que generaría problemas de incentivos.

El desarrollo financiero regional traducido en emisión en los mercados internacionales de valores públicos que incorporen mejores mecanismos de contingencia —por ejemplo, bonos vinculados al producto interno bruto (PIB), bonos vinculados al precio de los productos básicos, y bonos públicos en moneda nacional vinculados a la

□ Los autores agradecen los comentarios de Oscar Altimir, Reynaldo Bajraj y Cecilia Vera.

inflación interna— se ha visto obstaculizado por problemas de coordinación, falta de credibilidad y fallas de transparencia y supervisión. Para avanzar en este campo se propone que los bancos subregionales de desarrollo y el Fondo Latinoamericano de Reservas se unan al Banco Interamericano de Desarrollo y al Banco Mundial en sus esfuerzos por impulsar estos mercados.

Finalmente, para profundizar la integración financiera se necesita una mayor coordinación macroeconómica. El progreso de los países latinoamericanos en esta

materia, que ha sido muy limitado, se podría estimular mediante una coordinación restringida que dejara de lado propuestas maximalistas, y por ende irrealistas, y que reconociera que el proceso debe de ser gradual. El intercambio de información y la creación de foros supranacionales de debate sobre políticas parece, en ese sentido, un buen punto de partida. Con el tiempo, el fortalecimiento de la coordinación supondría la fijación de objetivos que apunten a la convergencia de una serie de variables macroeconómicas.

II

Volatilidad del crecimiento

Pese a la mejora en la tasa de crecimiento de la región durante los últimos años, una visión de más largo plazo resulta desalentadora. En el período 1980-2006, la tasa de crecimiento fue baja (2,4% como promedio anual), tanto en relación con la historia de la región como con el comportamiento de otros países en desarrollo (cuadro 1). Además de bajas, las tasas de crecimiento han sido extremadamente volátiles. En efecto, la volatilidad real de la región ha aumentado notablemente desde los años 1980 y, en promedio, más que duplica la del resto del mundo en desarrollo (gráfico 1). La mayor volatilidad ha acentuado la incertidumbre y tenido efectos adversos sobre las decisiones de ahorro e inversión, con lo cual ha impactado negativamente el ritmo de crecimiento y afectado más a los sectores de menores recursos (CEPAL, 2000 y 2004).

Los factores que determinan la mayor volatilidad del crecimiento en la región son tanto internos como externos. Entre los primeros se encuentran las políticas macroeconómicas procíclicas, las bajas tasas de ahorro e inversión y la escasa profundidad de los mercados financieros.

En particular, en la mayoría de los países de la región los mercados financieros siguen orientados al corto plazo y se concentran esencialmente en operaciones bancarias, en tanto que el desarrollo de mercados de capital es muy limitado. Además, siguen estando muy dolarizados y en ellos el racionamiento del crédito y las elevadas tasas reales de interés son bastante generalizados. En consecuencia, la expansión de las actividades financieras no se ha traducido en el desarrollo de instrumentos de intermediación financiera que pudieran contribuir a elevar la liquidez y mitigar los altibajos de la actividad económica. El resultado ha sido mercados financieros que han tendido a acentuar los ciclos económicos (gráfico 2).

Junto con responder a factores internos, la volatilidad del PIB ha estado estrechamente relacionada con las perturbaciones externas (Ffrench-Davis, 2005 y CEPAL, 2000, 2001 y 2004).

A lo largo de gran parte de la historia de la región, estas perturbaciones estuvieron asociadas a variaciones en los términos de intercambio. Sin embargo, en las últimas décadas la volatilidad de los mercados financieros ha reemplazado a los cambios en el precio de los productos básicos (*commodities*) como fuente principal de las perturbaciones externas, tendencia que se acentuó durante los años 1990. Esto se debió a dos factores concurrentes: un aumento de la magnitud y volatilidad de las corrientes de capital y una disminución de la volatilidad de los términos del intercambio, en este último caso asociada a la diversificación de las exportaciones en la mayoría de los países de la región (CEPAL, 2004 y López-Monti, 2005). Por lo tanto, si bien en los últimos años han sido los términos del intercambio los que han tenido un papel central en la recuperación económica de América Latina,

CUADRO 1

Tasa anual de crecimiento en algunos períodos
(Tasa anual media)

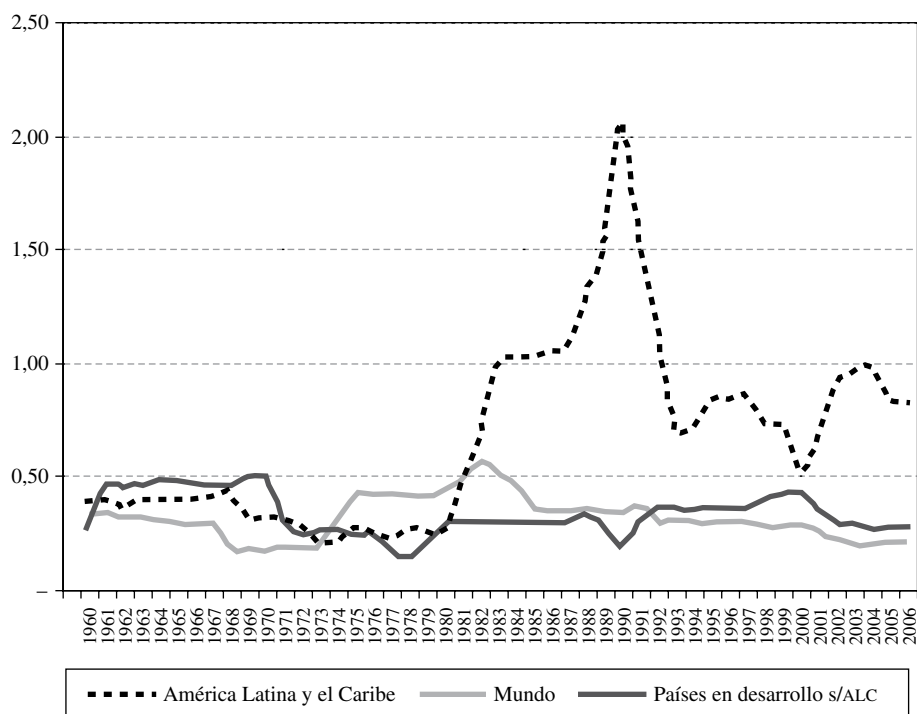
	Economías desarrolladas	Países en desarrollo	América Latina (19 países)
1980-1990	3,1	3,3	1,1
1990-2006	2,4	4,8	2,9
1980-2006	2,6	4,3	2,4

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL)

GRÁFICO 1

América Latina y el Caribe, mundo y países en desarrollo:
Volatilidad de la tasa de crecimiento

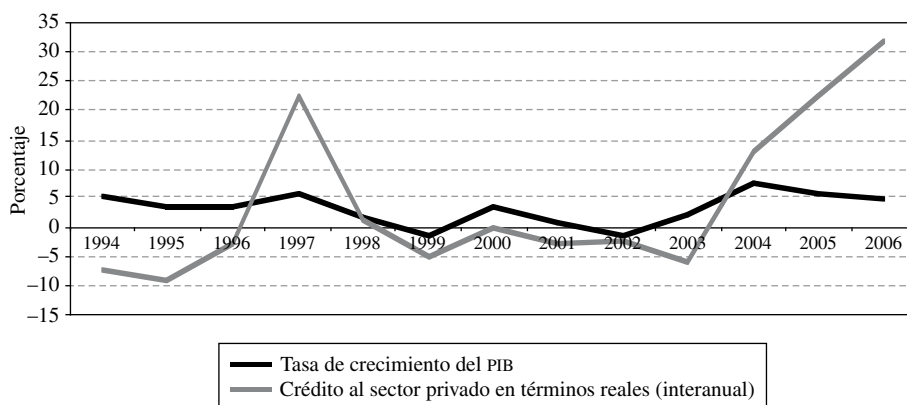
(Coeficiente de variación, promedio móvil de 10 años)



Fuente: CEPAL.

GRÁFICO 2

América Latina (siete países): crédito al sector privado y actividad económica
 (Promedio de siete países de América Latina)^a



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) y Fondo Monetario Internacional (varios años).

^a Los siete países son Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y la República Bolivariana de Venezuela.

en las tres últimas décadas los movimientos de capital han sido el principal factor externo de la volatilidad de la región (gráfico 3).

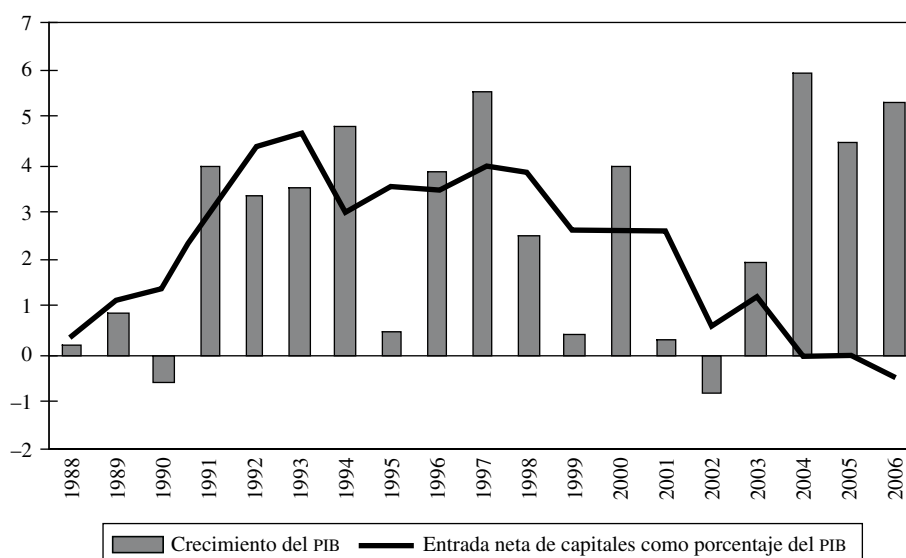
El impacto de los movimientos de capitales sobre la volatilidad en el crecimiento de la región no es exclusivo de América Latina. En efecto, la volatilidad y el contagio han sido algunas de las principales características de la rápida expansión en los años 1990 de las corrientes financieras mundiales canalizadas a través de la banca,

los mercados de bonos, las acciones y los derivados financieros. Pese a las reformas macroeconómicas e institucionales realizadas en los países latinoamericanos y en el ámbito internacional, estos fenómenos persisten y los flujos de capital hacia América Latina y otras regiones en desarrollo siguen siendo volátiles (Ocampo y Martín, 2003; Caballero, Cowan y Kearns, 2004).

Como se indica en el cuadro 2, las bruscas fluctuaciones de las entradas de capital observadas desde 1990 se

GRÁFICO 3

América Latina y el Caribe: crecimiento del PIB y corrientes financieras



Fuente: CEPAL.

CUADRO 2

América Latina y el Caribe: fuentes de financiamiento externo, 1990-2006^a (En porcentajes del PIB)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
A. Deuda	0,7	1,4	2,9	2,7	0,7	2,1	0,9	0,7	1,4	-1,1	-0,9	-0,3	-1,2	-0,6	-2,0	-2,3	-1,7
Préstamos ^b	-0,1	0,6	0,9	-1,2	-2,2	2,3	-0,7	0,0	-0,1	-1,9	-0,9	-0,2	-0,6	-0,4	-1,5	-2,4	-1,7
Bonos	0,8	0,8	2,0	3,9	2,9	-0,1	1,5	0,8	1,5	0,8	0,0	0,0	-0,5	-0,2	-0,5	0,1	0,0
B. Inversiones	0,8	1,6	1,6	2,3	2,6	1,8	2,8	3,5	2,9	4,1	3,4	3,4	2,8	2,1	2,1	2,4	1,2
Directas	0,6	1,0	1,0	0,8	1,5	1,5	2,2	2,9	3,1	4,6	3,6	3,4	2,7	2,0	2,2	2,1	1,2
De cartera	0,2	0,6	0,6	1,6	1,1	0,3	0,6	0,6	-0,2	-0,5	-0,2	0,0	0,1	0,1	-0,1	0,4	0,0
C. Otras ^b	-0,1	0,1	0,0	-0,2	-0,4	-0,3	-0,1	-0,2	-0,4	-0,2	0,2	-0,4	0,8	-0,3	-0,1	-0,1	0,0
D. Remesas de trabajadores	1,0	1,0	1,1	0,9	0,9	1,0	0,9	0,9	1,0	1,2	1,2	1,5	1,9	2,1	2,2	2,2	2,1
Total ingreso de capital más remesas (A+B+C+D)	2,4	4,0	5,6	5,8	3,9	4,7	4,5	4,9	4,9	4,0	4,0	4,2	2,7	3,3	2,2	2,2	1,6
Total ingreso de capitales (A+B+C)	1,5	3,0	4,5	4,8	3,0	3,7	3,6	4,0	3,9	2,8	2,8	2,7	0,8	1,2	0,0	0,0	-0,5

Fuente: CEPAL, con información del Fondo Monetario Internacional (FMI).

^a Cálculos realizados sobre la base del PIB en dólares corrientes. Los datos de 2006 corresponden a estimaciones preliminares.

^b Incluye la cuenta de capital más errores y omisiones.

han debido fundamentalmente a la evolución de la deuda y las inversiones de cartera. Por su parte, si bien la inversión extranjera directa (IED) mostró fluctuaciones, fue mucho más

estable que otras formas de financiamiento, con excepción de las remesas de inmigrantes, que crecieron sostenidamente hasta alcanzar 2,2% del PIB regional en 2005.¹

III

Respuestas a la vulnerabilidad externa

Todo hace pensar que la región seguirá expuesta a perturbaciones externas, débense ellas a variaciones de los términos de intercambio o a fluctuaciones en los movimientos de capital. Es por esto que los países han intentado reducir su vulnerabilidad ante tales posibles perturbaciones.

En efecto, como resultado de una mayor disciplina fiscal y de un superávit de la cuenta corriente a nivel regional, todos los indicadores relacionados con las necesidades de liquidez de corto plazo han tenido una evolución positiva. Entre ellos, la relación entre deuda externa de corto plazo y reservas internacionales, entre deuda externa y exportaciones² y entre deuda pública y PIB.³ Estas mejoras, que reducen la vulnerabilidad de la región a las perturbaciones externas, no nos deben hacer olvidar que los movimientos de capital son volátiles por naturaleza y el hecho de que varios países siguen registrando problemas en el balance general, sobre todo relacionados con descalces monetarios en la estructura financiera de empresas, instituciones financieras y sector público. Asimismo, si bien el coeficiente deuda pública/PIB se ha reducido, varios países siguen teniendo una deuda pública cercana al 50%, nivel que parece excesivo (gráfico 4).

Una de las características de las políticas destinadas a reducir la vulnerabilidad externa ha sido el impulso a las políticas de autoaseguramiento, ya sea mediante un fuerte aumento de las reservas internacionales o, en algunos casos, a través de la creación de fondos de estabilización. Mantener reservas internacionales como mecanismo de seguro ha demostrado ser costoso e ineficiente, puesto que las reservas tienen una menor rentabilidad que otros activos menos líquidos. Además, en vista del déficit existente en materia de infraestructura y servicios sociales, el costo de oportunidad de la tenencia de reservas puede ser alto.

La lógica del autoseguro descansa en el hecho de que durante los años 1990 las instituciones y los mercados financieros globales no ofrecieron mecanismos para la concesión de préstamos de emergencia que otorgaran liquidez para el financiamiento de la balanza de pagos y, de esa manera, ayudaran a proteger a los países de los vaivenes de las corrientes de capital. Asimismo, las crisis pusieron de manifiesto las deficiencias y los retrasos del Fondo Monetario Internacional (FMI) en la provisión de asistencia a las economías emergentes, lo que podría atribuirse a que la magnitud del problema superaba con mucho los recursos y las capacidades existentes. Sin embargo, en la mayoría de los casos la falta de asistencia tuvo que ver con una actitud en la que prevaleció la propuesta de ajuste de las economías de la región como única respuesta a las perturbaciones externas.

Además, la vulnerabilidad financiera de los países latinoamericanos se ha visto acentuada por la falta de mercados financieros profundos y con alta liquidez, tanto nacionales como regionales e internacionales, lo que ha impedido el desarrollo de valores con mejores propiedades cíclicas que los bonos denominados en divisas. Se ha comprobado que es muy difícil colocar valores públicos como los bonos vinculados al PIB, los bonos vinculados a los precios internacionales de los principales bienes de exportación y los bonos denominados en moneda

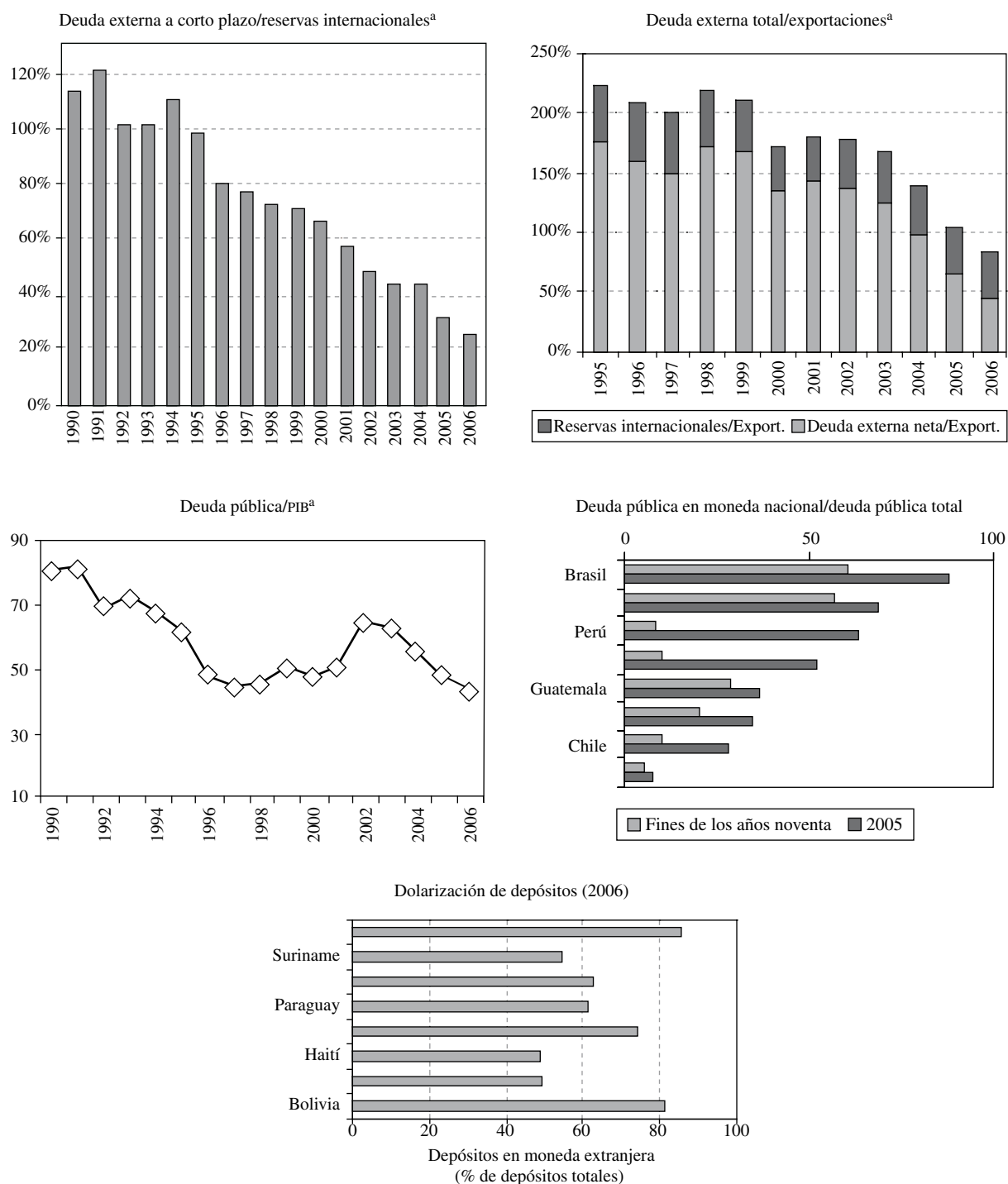
¹ Si bien los cambios en los movimientos de capital se calculan habitualmente en términos de PIB, vale la pena subrayar que su impacto sobre la actividad económica depende de su efecto en la cuenta corriente, dados los ajustes en las importaciones que generan. Por ello, mientras más abierta sea la economía, menor será el ajuste del tipo de cambio real y del nivel de actividad económica necesarios para equilibrar la cuenta corriente (Calvo, Izquierdo y Talvi, 2003).

² Se exceptúan de este comportamiento varios países del Caribe, donde la relación entre deuda externa y exportaciones no ha disminuido y sigue siendo muy alta.

³ Estos indicadores presentan en la región un patrón similar al de los países en desarrollo de otras regiones. En casi todas las economías emergentes se ha producido, en promedio, una disminución de la deuda de corto plazo y una evolución positiva de la relación entre deuda externa de corto plazo y reservas. Además, a todos estos indicadores es necesario agregar que la región se ha movido hacia tipos de cambio flexibles en los últimos años, lo que también reduce la vulnerabilidad a perturbaciones externas (CEPAL, 2006a y 2006b; Machinea y Kacef, 2006).

GRÁFICO 4

América Latina y el Caribe (algunos países): indicadores de vulnerabilidad



Fuente: CEPAL (2006a).

^a América Latina y el Caribe.

nacional.⁴ La falta de instrumentos de este tipo ha acentuado la volatilidad financiera.

Por lo anterior, han surgido varias propuestas de reforma de las instituciones y los mercados financieros mundiales (Ocampo, 2002; Caballero, 2003; Calvo, 2005). Sin embargo, en la formulación de estrategias destinadas a perfeccionar los acuerdos financieros globales, se ha subestimado el papel que pueden desempeñar las instituciones financieras regionales en la superación de estos problemas.

La participación más activa de las instituciones regionales se justifica por varios motivos. En primer lugar, el efecto de contagio que se produce en las crisis financieras tiene importantes dimensiones regionales. En segundo término, los acuerdos regionales se han traducido en una ampliación del comercio y las corrientes de inversión intrarregionales. En tercer lugar, los vínculos macroeconómicos se han reforzado y se han acentuado las externalidades que originan dentro de un país las políticas macroeconómicas de los países vecinos (Ocampo, 2006; Culpeper, 2006; Machinea y Rozenwurcel, 2006).

Dada esta realidad, el funcionamiento de fondos regionales y subregionales que actuaran como “prestamistas

en última instancia” podría ser un buen complemento del FMI en el desempeño de esa función (Mistry, 1999; Agosin, 2001). De hecho, a partir de la crisis asiática de 1997 ha ido en aumento la demanda de cooperación financiera regional destinada a establecer mecanismos que permitan evitar el estallido de nuevas crisis financieras. Esta demanda se centra en la concesión de préstamos de emergencia, por una parte, y el desarrollo de mercados financieros más profundos y con mayor liquidez, por otra. Entre los ejemplos de intentos recientes en esa dirección se encuentran la Iniciativa de Chiang Mai (Tailandia), que data del año 2000, y en la que se contempla tanto la creación de un servicio de liquidez de corto plazo que opere mediante una red de intercambios monetarios bilaterales, como la iniciativa de crear un mercado asiático de bonos con miras a establecer un mercado de bonos regional plenamente desarrollado.

En lo que sigue nos concentraremos en la contribución de las actuales instituciones financieras regionales de América Latina al financiamiento de emergencia y al desarrollo de instrumentos financieros, como medios para estabilizar los flujos financieros orientados a los países en desarrollo y mitigar la vulnerabilidad de estos países.

IV

Integración financiera en América Latina

1. Fondos de reserva

Los países latinoamericanos vienen acumulando reservas desde comienzos de los años 1990 (gráfico A.1 del apéndice). Este comportamiento obedece en gran medida a la necesidad de proteger a sus economías de posibles cambios en el contexto externo y, en particular, de variaciones de las corrientes de capital. Esta tendencia se ha acentuado a partir del 2002, lo que se refleja en el notable incremento de la relación entre las reservas internacionales y la deuda de corto plazo, que revela la capacidad de una economía para enfrentar perturbaciones externas. Por otra parte, el coeficiente reservas/importaciones no registra un gran aumento, lo

que permite pensar que los países no acumulan reservas como una forma de tomar precauciones relacionadas con el comercio (gráfico 5).

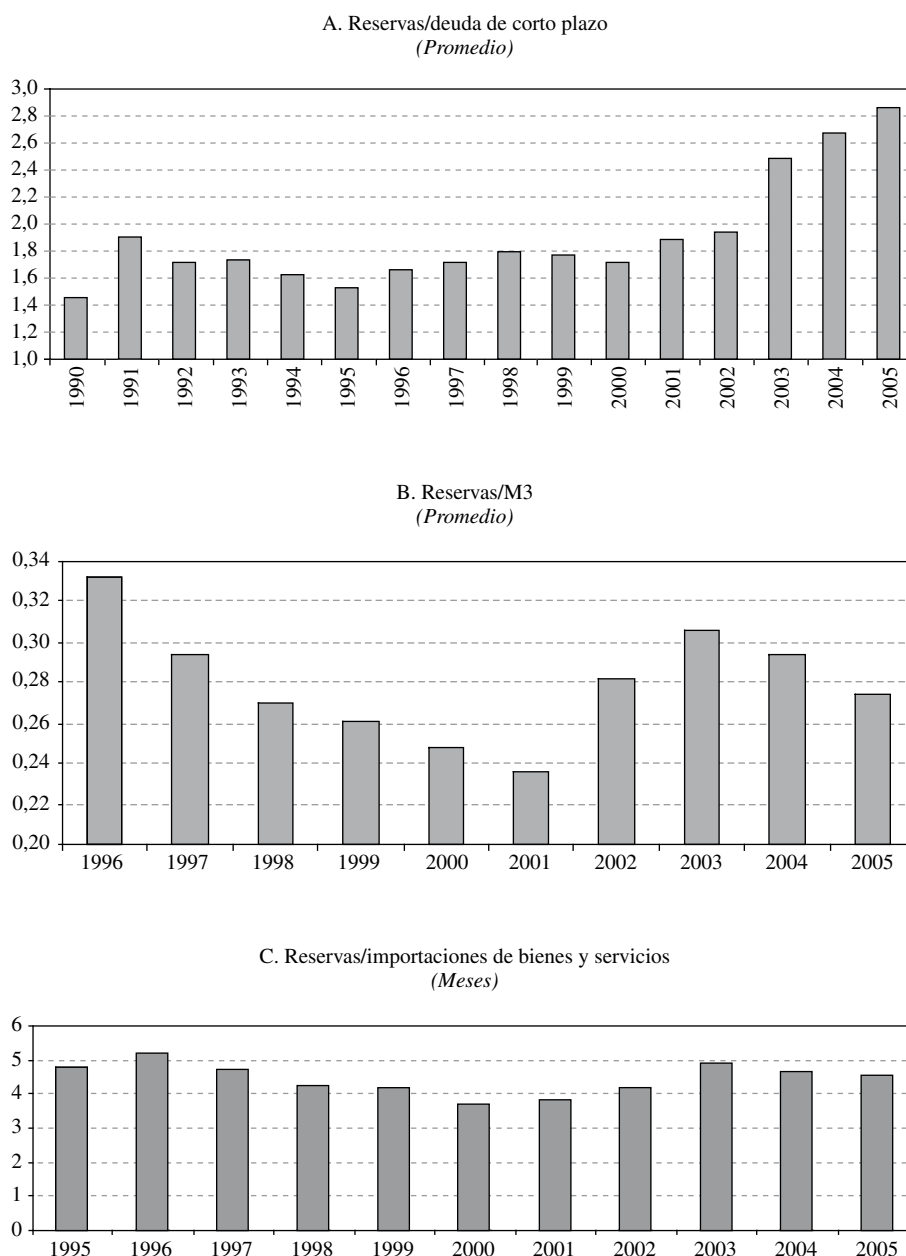
El actual Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR) fue creado en 1978 bajo el nombre de Fondo Andino de Reservas, con el propósito de prestar servicios a los miembros de la Comunidad Andina. Pocos países de la región participan en el FLAR: Bolivia, Colombia, Costa Rica, Ecuador, Perú y la República Bolivariana de Venezuela. Este fondo funciona como una cooperativa de crédito que otorga préstamos a los bancos centrales de los países miembros, proporcionales a su contribución de capital y por intermedio de diversos servicios de crédito.⁵ Los objetivos del

⁴ El alto rendimiento de los bonos relacionados con el nivel de actividad económica en Argentina, colocados al efectuarse la reestructuración de la deuda, puede cambiar tal percepción y facilitar colocaciones futuras de este instrumento.

⁵ i) Los créditos de apoyo a la balanza de pagos se otorgan por un período de tres años, con un año de gracia, por un límite de hasta 2,5 veces el capital pagado (excepto para Ecuador y Bolivia, a los que se aplica un límite de 3,5 veces el capital pagado); para su aprobación se requiere un acuerdo del directorio. ii) Los créditos

GRÁFICO 5

América Latina y el Caribe (18 países): coeficientes de reservas



Fuente: CEPAL, sobre la base de Banco Mundial, *Global Development Finance* (varios años) y *World Development Indicators* (varios años).

para reestructuración de la deuda pública externa tienen un plazo de tres años con un año de gracia, un límite de hasta 1,5 veces el capital pagado y para su aprobación se requiere un acuerdo del directorio. iii) Los créditos con fines de liquidez se otorgan por un período máximo de un año, con un límite de hasta una vez el capital pagado; para su aprobación se requiere el consentimiento del presidente ejecutivo. iv) Los créditos de contingencia se otor-

gan por un período de hasta seis meses, con un límite de hasta dos veces el capital pagado y para su aprobación se requiere el consentimiento del presidente ejecutivo. vi) Los créditos de tesorería ("repos") se otorgan por un período de 1 a 30 días, con un límite de hasta dos veces el capital pagado y un 50% del capital garantizado; para su aprobación se requiere el consentimiento del presidente ejecutivo.

CUADRO 3

América Latina: desembolsos del Fondo Andino de Reservas/Fondo Latinoamericano de Reservas y financiamiento excepcional del Fondo Monetario Internacional^a
(En millones de dólares)

	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	
Desembolsos																											
<i>Total^b</i>		15	18	39	53	158	364	686	284	440	291	251	390	390	451	20		234	34		494	125				156	
Bolivia				39	53	53	30	165	190		28	96	121	48	20												
Colombia						50	529	85														125					
Ecuador					105	67	127	34	250		93	54	117					234	34		494						
Costa Rica																										156	
Perú		15	18			195				20	130	240	129	403													
Venezuela (Rep. Bol. de)										271			23														
Financiamiento excepcional del Fondo Monetario Internacional																											
<i>Total^c</i>	145	267	261	62	358	532	147	121	224	49	169	1 052	1 906	449	57	897	186	26	557	244	46	23	165	72	98		
Bolivia	38	11	96		27	19			135	91	58	31	31	51		44	26	49	23	46	23	15	24				
Ecuador						218	40	86	89	49	78	20	32	25			142						150	48	98		
Costa Rica			27	20	62		119	35						76	6												
Perú	107	229	145		331	176	107									897				221							
Venezuela (Rep. Bol. de)												974	1 843	317					508								
<i>y^{b,c}</i>	0,1	0,1	0,1	0,9	0,4	0,7	4,7	2,3	2,0	5,9	1,5	0,4	0,2	1,0	0,4		9,0	0,1		10,7	5,4						

Fuente: Titelman, 2006.

- ^a El año contable del Fondo Latinoamericano de Reservas comprende el período de julio a junio, mientras que el Fondo Monetario Internacional opera sobre la base del año calendario.
- ^b El financiamiento contingente del Fondo Latinoamericano de Reservas no se desglosa por país por ser cero en todos los años. Lo mismo ocurre con los desembolsos por concepto de reestructuración de deuda, con excepción de los años 1995 y 2003 en que se desembolsaron 200 y 156 millones de dólares destinados a Ecuador y Costa Rica, respectivamente. En los desembolsos del Fondo Latinoamericano de Reservas no se incluyen los países que no registraron desembolsos por concepto alguno en el período 1978-2004.
- ^c Los desembolsos del Fondo Monetario Internacional no incluyen el tramo de reserva.

FLAR son tres: i) prestar ayuda financiera destinada a la balanza de pagos de los países miembros, ii) mejorar las condiciones aplicables a las inversiones de reservas de sus países miembros y iii) contribuir a armonizar las políticas monetarias y financieras de los países miembros.

El FLAR ha tenido resultados bastante satisfactorios con la concesión de préstamos de corto plazo a los países que lo integran. Desde su fecha de fundación hasta fines de 2003 había desembolsado créditos por 4.900 millones de dólares, en su mayor parte préstamos de apoyo a la balanza de pagos y créditos con fines de liquidez. En los peores años de la crisis de la deuda de 1982-1984, incrementó significativamente sus contribuciones de recursos y lo mismo ocurrió durante las crisis de 1996 y 1998-1999 (cuadro 3). En el período comprendido entre 1973 y el 2003, el FLAR aportó recursos equivalentes, en promedio, al 60% del financiamiento excepcional proporcionado por el FMI a los países de la Comunidad Andina (Titelman, 2006).

Una característica importante del financiamiento del FLAR es el otorgamiento de préstamos en forma oportuna y rápida. Dependiendo del tipo de crédito, las

autorizaciones de préstamos deben ser aprobadas por la junta directiva (integrada por los bancos centrales de los países miembros) o por el presidente ejecutivo. Esto constituye una ventaja operativa con respecto al FMI, ya que permite otorgar préstamos de manera oportuna y rápida. Este hecho no siempre se ha reflejado en el monto de recursos otorgados, aunque sí en la relevancia de los créditos. La sensación que tienen los países de ser “dueños” del FLAR se manifiesta en que le reconocen su calidad de “acreedor privilegiado”. Los bancos centrales deben registrar todos los préstamos otorgados por este fondo como deudas en su cuenta de reservas internacionales, lo que significa una mayor garantía de devolución. El reconocimiento del FLAR como acreedor privilegiado se refleja también en la calificación Aa2 que le otorga Moody's y la clasificación A+ de Standard & Poor's.

Uno de los beneficios que aporta a los países su incorporación a un fondo de reservas es el de darles acceso a un mayor volumen de reservas. En algunos casos, cuando se suman la capacidad de endeudamiento con el FLAR y las reservas internacionales de sus países miembros, el coeficiente de deuda a corto plazo/reservas

CUADRO 4

América Latina (seis países): influencia del Fondo Andino de Reservas/Fondo Latinoamericano de Reservas en la vulnerabilidad financiera, marzo de 2003
(Deuda de corto plazo/reservas internacionales)

	Bolivia	Colombia	Costa Rica	Ecuador	Perú	República Bolivariana de Venezuela
Capital suscrito	234	469	234	234	469	469
Capital pagado	157	313	133	157	313	313
Cuotas FMI	233	1 053	222	414	878	3 721
Deuda a corto plazo	370	3 800	1 499	2 316	2 335	3 720
Reservas	893	10 844	1 497	1 004	9 721	12 107
Deuda a corto plazo/reservas internacionales (porcentajes)	41	35	100	231	24	31
Deuda a corto plazo/reservas internacionales incrementadas (porcentajes) ^a	26	33	82	149	22	29

Fuente: Titelman, 2006. Elaboración propia con datos oficiales de los respectivos países, del Fondo Latinoamericano de Reservas y del Fondo Monetario Internacional.

^a El coeficiente entre la deuda de corto plazo y las reservas internacionales incrementadas se calcula sumando a las reservas internacionales la capacidad de endeudamiento en el FAR/FLAR, que asciende a 2,5 veces el capital pagado, excepto en los casos de Bolivia y Ecuador, en los que corresponde a 3,5 veces.

internacionales se reduce considerablemente (Bolivia, Costa Rica y Ecuador) (cuadro 4).

Puesto que el FLAR ha desempeñado un papel bastante útil en la provisión a sus países miembros de financiamiento de corto plazo para la balanza de pagos, cabe preguntarse si es factible que este fondo incorpore a nuevos miembros. Para evaluar la factibilidad de esa ampliación se requiere ante todo analizar la correlación de las perturbaciones externas entre los países. Los coeficientes de correlación positivos y elevados debilitan los argumentos a favor de un fondo de reservas, ya que la mayoría de los países que contribuyan al fondo necesitarían hacer giros simultáneamente, al verse afectados de la misma manera por perturbaciones de origen externo. Sin embargo, el fondo de reservas puede seguir siendo útil aun si se da una correlación positiva entre los países, en la medida en que dichas perturbaciones afecten a los países con distinta intensidad. Esto permitiría prestar parte de las reservas de los países menos afectados a aquellos más afectados.⁶ Además, la concesión de préstamos al comienzo de un período de restricción de la liquidez podría evitar o suavizar la crisis de un determinado país y, por consiguiente, reducir el contagio a otros países. Por último, la capacidad del FLAR para obtener

créditos en los mercados financieros también puede ayudar a la superación de perturbaciones que afecten de manera similar a los países.

Para efectuar una primera evaluación de los grados de correlación se estimaron coeficientes de correlación entre las reservas internacionales, las entradas de capital privado y los términos del intercambio en el período 1990-2005, sobre una muestra de 10 países. A los actuales integrantes del FLAR (Bolivia, Colombia, Costa Rica, Ecuador, Perú y la República Bolivariana de Venezuela), se agregaron Argentina, Brasil, Chile y México. Los resultados de los cálculos se resumen en el cuadro A.1 del apéndice.

Los coeficientes de correlación entre las reservas internacionales de los países son significativos, al 5%, en 32 de los 45 casos considerados y suelen ser bastante altos. Sin embargo, estos coeficientes pueden verse exagerados por el hecho de que, como ya se ha dicho, todos los países incluidos en la muestra presentan una tendencia creciente a la acumulación de reservas en el período que se examina (gráfico A.1 del apéndice). Para aminorar el efecto de tendencia se utiliza el filtro de Hodrick-Prescott. Esto reduce considerablemente los coeficientes de correlación de la mayoría de los países y algunos de estos coeficientes pierden toda importancia (solo en 17 de los 45 resultaron ser significativos al nivel del 5%). Si se hace el mismo cálculo utilizando variaciones anuales de las reservas internacionales, las correlaciones suelen ser bajas y no significativas.

⁶ Debe tenerse en cuenta que el diferente impacto no solo depende de la magnitud de la perturbación en distintos países, sino también de la estructura productiva y la realidad macroeconómica de cada uno de ellos.

Sin embargo, cabe señalar que la magnitud de las perturbaciones externas no se ve reflejada plenamente en los movimientos de las reservas internacionales, ya que sus efectos sobre el nivel de estas últimas están mediados por la política cambiaria de los países. Esta situación se ha acentuado en los últimos años como consecuencia de una tendencia regional hacia tipos de cambio más flexibles, lo que facilita el ajuste vía precios relativos ante este tipo de perturbaciones. Pese a este movimiento hacia tipos de cambio formalmente más flexibles, hay claras limitaciones a variaciones fuertes de ellos. Más allá del impacto sobre la inflación y el salario real, este tipo de ajuste afecta el balance de las empresas y del sector público, dado el significativo nivel de dolarización de varias economías. Es decir, en presencia de fuertes descalces de moneda entre los activos y pasivos del sector financiero o del sector productivo, una depreciación considerable en un breve período de tiempo tendría un fuerte impacto adverso sobre el PIB. Por ello, el nivel de reservas internacionales sigue desempeñando un papel clave para suavizar las perturbaciones externas y evitar estos efectos negativos.

Es por ello que para complementar el análisis de la dinámica de las reservas internacionales se examinaron las correlaciones entre países de los movimientos de los términos de intercambio y de los flujos de capital, aunque la evolución de estos últimos también se ve mediada por la política cambiaria. En cuanto a los términos del intercambio, los coeficientes de correlación entre países no presentan un patrón consistente. Se produce una combinación de coeficientes negativos y positivos de mayor y menor magnitud; solo 15 de los 45 coeficientes son positivos y significativos, lo que no es sorprendente porque al observar la evolución de los términos del intercambio entre países latinoamericanos en los últimos años queda en evidencia que las tendencias han sido heterogéneas. En los países centroamericanos los términos del intercambio han disminuido (como promedio, un 12% entre 1990 y 2005), mientras que en los países sudamericanos aumentaron en el mismo período (un 31% en promedio). Además, en el promedio positivo registrado en América del Sur se incluyen algunos países para los cuales los términos del intercambio se han deteriorado.⁷

⁷ Si bien los términos de intercambio constituyen un buen indicador de las perturbaciones externas reales, son difíciles de estimar en el corto plazo. Un indicador más transparente, de más rápida obtención y por lo tanto más útil para acceder a un financiamiento de emergencia, es el precio de los productos básicos que exportan los países de la región. Como una aproximación, utilizamos los precios de exportación. El análisis muestra un patrón de correlación más consistente entre países

Las conclusiones sobre los ingresos de capital privado son similares a las relativas a los términos del intercambio: tampoco en este caso se observa un patrón definido. En la mayoría de los casos, las correlaciones positivas no se dan en torno a la unidad, y la mayor parte de ellas son reducidas y no significativas. En general, las correlaciones negativas tampoco son significativas. Estos resultados coinciden con los consignados por Urrutia (2006) y Agosin (2001), que corresponden a otra muestra de países latinoamericanos. En un marco similar, Machinea (2003) calculó que en los países del Mercosur los coeficientes son en su mayoría positivos pero reducidos y, en algunos casos, sin importancia.

Los resultados permiten suponer que sería factible la incorporación al Fondo Latinoamericano de Reservas de los nuevos países considerados en el análisis de correlación y que los países no se verían afectados por perturbaciones externas similares o al menos de igual intensidad. Además, un fondo regional podría ayudar a atenuar los efectos de los mecanismos de transmisión de las crisis de un país a otro.⁸

La necesidad de acumular reservas internacionales no es independiente de la volatilidad de las reservas. En este sentido, los fondos de reservas ofrecen beneficios a los países miembros, porque les permiten acceder a un mayor volumen de reservas o reducir la volatilidad media de ellas. Los países con un bajo nivel de reservas internacionales en relación con la volatilidad de estas suelen verse beneficiados al compartir reservas con países que exhiben niveles más altos. Evidentemente, también se da la situación contraria, en que países con baja volatilidad en sus reservas internacionales sufran efectos adversos al unirse a países con mayores coeficientes de volatilidad.

Siguiendo a Williams, Polius y Hazel (2001) y a Eichengreen (2006) se calcula el grado de protección que implican las reservas internacionales en función de su magnitud y variabilidad. En la ecuación 1 se define la cobertura para un país *i* como el coeficiente entre la tenencia de reservas y su variabilidad. La cobertura aumenta cuando se incrementan las reservas internacionales o disminuye la volatilidad de las mismas:

(27 coeficientes positivos y significativos de un total de 45 para el período 1990-2005), aunque en varios casos dichos coeficientes no resultan cercanos a la unidad (véase el apéndice).

⁸ Agosin (2000) calcula que si se dotara a un fondo de reservas con un 15% de las reservas de los 11 países de la región (incluidos todos los países grandes con la excepción de México), este fondo podría otorgar financiamiento suficiente para responder a salidas de capital equivalentes a toda la deuda externa de corto plazo de todos los países signatarios del acuerdo.

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

siendo R_i el nivel medio de reservas durante un determinado período y $\text{Var}(R_i)$ la variabilidad en el mismo período. Cuando un país se integra a un fondo de reservas, accede a un mayor nivel de reservas, pero también pasa a verse afectado por la volatilidad de las reservas de los demás países. El país i se verá beneficiado por la pertenencia al fondo si la variabilidad de este es inferior a la de sus propias reservas o si el acceso a un mayor volumen de recursos supera la variabilidad del fondo. En tal caso, el coeficiente de cobertura del país i pasa a ser el siguiente:

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

En esta ecuación ρ es el grado de acumulación de reservas comunes $0 \leq \rho \leq 1$, R_i representa el total de reservas del país i y R_j son las reservas del país j . Esto significa que la acumulación parcial de reservas da al país i acceso a reservas equivalentes a las propias más las reservas aportadas parcialmente al fondo por los demás países.

En el cuadro 5 se presenta la desviación media estándar y el coeficiente de volatilidad de las reservas internacionales de los 10 países analizados en el período 1990-2005. Los coeficientes de volatilidad fluctúan entre un 0,56 en México y un 0,19 en Chile. En el cuadro 6 se resumen los coeficientes de cobertura

calculados a partir de la ecuación (2) con diferentes valores de ρ . De los resultados se desprende que los países con menor volatilidad en sus reservas, Chile y Colombia, reducirían sus grados de cobertura al incorporarse a un fondo de reservas, porque en ambos casos disminuirían las reservas efectivas respecto del autoseguro. En cambio, la situación de los demás países mejoraría con su incorporación a un fondo. México es uno de los que se vería más favorecido, seguido de Ecuador y Perú. Estos tres países son los que presentan los coeficientes más altos de volatilidad. Lo anterior significa que la ampliación del Fondo Latinoamericano de Reservas tiene múltiples dimensiones y que los países con un elevado nivel de reservas en relación con su volatilidad podrían tener pocos incentivos para incorporarse.

CUADRO 5

**América Latina (10 países):
variabilidad de las reservas, 1990-2005^a**

	Mediana	Desviación estándar	Coefficiente de variación
Bolivia	1 226	447	0,36
Colombia	9 916	2 443	0,25
Costa Rica	1 478	479	0,32
Ecuador	1 634	656	0,40
Perú	9 109	3 480	0,38
Venezuela (Rep. Bol. de)	16 034	5 277	0,33
Argentina	18 597	6 445	0,35
Brasil	43 106	14 342	0,33
Chile	14 832	2 829	0,19
México	35 425	19 825	0,56

Fuente: elaboración propia con datos de FMI (varios años).

^a La medida de volatilidad utilizada fue el coeficiente de variación (coeficiente de desviación estándar/media).

CUADRO 6

América Latina (10 países): coeficientes de cobertura, 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
Perú	2,62	3,12	3,25	3,32	3,35	3,37	3,39	3,40	3,41	3,42	3,42
Venezuela (Rep. Bol. de)	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
Brasil	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
México	1,79	2,18	2,48	2,71	2,90	3,04	3,15	3,24	3,31	3,37	3,42

Fuente: elaboración propia con datos del FMI (varios años).

V

Desarrollo financiero

Las imperfecciones del mercado financiero han obstaculizado la integración financiera de las economías de América Latina a los mercados internacionales (Ocampo y Martín, 2003; CEPAL, 2000; Calvo, 2002; Caballero, 2003). La falta de instrumentos adecuados de protección y seguro contra el riesgo de una suspensión repentina de las corrientes de capital y de un cambio brusco en los términos de intercambio (por ejemplo, bonos indexados al crecimiento del producto o al precio de los bienes de exportación) tiene un costo económico muy alto para las economías latinoamericanas.⁹ Por otra parte, ambas cosas tienden a potenciarse, ya que un deterioro de los términos del intercambio tiene efectos adversos sobre las condiciones de acceso al crédito. Esto hace que los mercados financieros no suavicen sino que potencien el ciclo económico.

Además, la existencia de tipos de cambio flexible no soluciona el problema, debido al alto grado de dolarización de las economías de los países en desarrollo y particularmente de los latinoamericanos. En efecto, el importante descalce de monedas que todavía existe en la región dificulta el uso del tipo de cambio como mecanismo de ajuste a perturbaciones externas, dado su impacto en el balance de las empresas y del sector público (Eichengreen y Hausmann, 1999).

Es por ello que varias propuestas para el desarrollo de los mercados financieros buscan, por una parte, promover una mayor participación del endeudamiento externo en moneda nacional y, por otra, cuando el endeudamiento es en moneda extranjera, vincular el servicio de la deuda a la evolución de la economía. Entre estas propuestas destacan la de emitir bonos públicos en moneda nacional vinculados a la inflación interna, bonos vinculados al PIB y bonos vinculados al precio de productos básicos (Borensztein y Mauro, 2004; Shiller y Griffith-Jones, 2006; Caballero, 2001). Como estos valores aún son poco atractivos para los inversionistas privados, el desarrollo de mercados para ellos ha sido muy lento y arduo. Los problemas de coordinación, la desconfianza en las políticas nacionales y los problemas

de falta de transparencia y de supervisión, son algunos de los factores que impiden la creación de este tipo de mercados. Por lo tanto, se requiere una participación activa de instituciones financieras internacionales y regionales que la apoyen y faciliten.

En el contexto latinoamericano hay varios actores regionales y subregionales que podrían apoyar de manera importante el desarrollo de este tipo de mercados. A nivel regional estarían el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) y el Banco Mundial. Varios analistas han propuesto que el BID otorgue préstamos a los países latinoamericanos en sus propias monedas, mediante la emisión de valores vinculados a la inflación en moneda nacional (Fernández Arias y Cowan, 2005; Eichengreen, Hausmann y Panizza, 2005).

En los dos últimos años el BID ha fomentado la emisión de valores en moneda nacional en Brasil, Chile, Colombia y Perú (cuadro 7). Los inversionistas son tanto nacionales como internacionales y los valores se ofrecen en mercados internos y externos, lo que contribuye al proceso de formación de precios al crear tensión entre los dos tipos de mercado. Por otra parte, los bonos valorizan los mercados internacionales de capital, mediante la provisión de activos con clasificación AAA denominados en moneda local a los inversionistas internacionales; estos, por lo tanto, pueden asignar el riesgo cambiario independientemente del riesgo crediticio. A través de la emisión de deuda en moneda nacional, el BID contribuye a mejorar el balance general de los países y facilita el funcionamiento de los mercados financieros nacionales gracias a la introducción de mejores prácticas, el ofrecimiento de posibilidades de diversificación de riesgo a los inversionistas nacionales y la inyección de liquidez en los mercados de bonos y de canje.

A nivel de las subregiones, los bancos subregionales de desarrollo y el Fondo Latinoamericano de Reservas podrían cumplir un papel similar.¹⁰ A partir de los años 1990, la banca subregional ha incrementado los recursos destinados a las subregiones. La Corporación Andina de Fomento (CAF) aporta alrededor del 56% de

⁹ Calvo (2005) calcula que el costo de revertir la corriente de capitales es de alrededor del 5% del PIB en el año posterior al comienzo del proceso. Según Crane (2005), el efecto sería inferior, del orden del 1% al 2% del PIB.

¹⁰ Eichengreen (2006) propone que el FLAR participe en apoyar el desarrollo de un mercado de valores públicos en moneda nacional, vinculados a la inflación interna o al PIB. Esta propuesta implica modificar las responsabilidades fiduciarias del fondo.

CUADRO 7

América Latina: emisiones del BID en monedas de América Latina

	Fecha de emisión	Moneda	Monto	Equivalente en dólares de EE.UU.	Cupón	Vencimiento
Brasil	11 de mayo 2004	Real	550 millones	94 millones	0	5 años
Brasil	14 de diciembre 2004	Real	200 millones	73 millones	IGPM + 626%	5 años
Colombia	23 de junio 2004	Peso	120 000 millones	44 millones	IPC + 0,54% (emisión con descuento)	7 años, exigible
Colombia	10 de marzo 2005	Peso	168 000 millones	73 millones	IPC + 3,95%	7 años, exigible
Chile	25 de agosto 2005	Peso	36 300 millones	65 millones	2,15% en unidades de fomento	5 años
Perú	19 de mayo 2006	Nuevo Peso	65,2 millones	20 millones	6,09375%	2 años

Fuente: García (2006).

los recursos aprobados por bancos de desarrollo para los países de la Comunidad Andina. De hecho, la CAF se ha convertido en la principal fuente de financiamiento de los países andinos y en el año 2002 representó el 68% de los préstamos aprobados. El Banco Centroamericano de Integración Económica (BCIE) también ha aumentado los préstamos que otorga, pero en menor medida y menos sistemáticamente. En comparación con el Banco Mundial y el BID, el BCIE ha aportado en promedio cerca del 40% del financiamiento aprobado por estas instituciones y destinado a los países de Centroamérica, llegando a proporcionar un 57% del total en 2003. El Banco de Desarrollo del Caribe proveyó alrededor del 30% de los préstamos aprobados por los bancos multilaterales de desarrollo entre 1992 y 2002 (cuadro 8).

Los bancos subregionales de desarrollo tienen una clasificación mucho mejor que la de sus países miembros.¹¹ Esto les da una base sólida para complementar las medidas del BID encaminadas a ofrecer a los inversionistas internacionales activos en moneda local de carácter innovador y muy bien calificados.

El desarrollo de un mercado de valores como los propuestos impone fuertes exigencias en materia de información estadística y transparencia en la gestión de la política económica. Una mayor coordinación macroeconómica entre los países de la región puede por lo tanto contribuir a potenciar el desarrollo de mercados financieros regionales. Lamentablemente, los adelantos

logrados en materia de cooperación y coordinación macroeconómicas en América Latina han sido limitados, aunque hay avances mayores en el Mercado Común Centroamericano que en la Comunidad Andina o el Mercosur. Teniendo en cuenta las dificultades del pasado, además de profundizar los procesos de integración regional en distintos aspectos comerciales y de infraestructura (CEPAL, 2006b, cap. IV), en el ámbito macroeconómico se debería recurrir a reuniones periódicas, intercambio de información, armonización de las estadísticas y creación de foros supranacionales para el debate de políticas.¹² Aunque el intercambio de información es una forma de coordinación restringida que no influye directamente en el desempeño macroeconómico, permite a los países conocerse mejor, comprender más a fondo las características de los demás y las condiciones en que se encuentran, y adoptar una visión común, todo lo cual dista mucho de la situación que se da actualmente en el proceso de integración latinoamericano (Machinea y Rozenwurcel, 2006). Una coordinación más estricta supondría el establecimiento de objetivos de convergencia de una serie de variables macroeconómicas. En el contexto regional, se deberían fijar metas sobre déficit fiscal, inflación, déficit en la cuenta corriente y deuda de corto plazo. Algunas de esas metas podrían servir también de base para la condicionalidad del Fondo Latinoamericano de Reservas, en caso de que para recibir su asistencia los países deban cumplir con las metas de convergencia.

¹¹ Moody's asigna una clasificación de Aa2 a la Corporación Andina de Fomento, de Aaa al Banco Centroamericano de Integración Económica (BCIE) y de Baa1 al Banco de Desarrollo del Caribe.

¹² Algún avance se ha hecho en este campo a través del proyecto REDIMA (Red de Diálogo Macroeconómico), de la CEPAL. Al respecto véase Cárcamo (2005).

CUADRO 8

Préstamos aprobados por bancos de desarrollo, 1995-2004^a
(Millones de dólares corrientes)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
a) Países de la Comunidad Andina										
BID + Banco Mundial	2 133	1 924	1 392	2 996	2 558	2 152	1 917	1 559	4 124	2 329
Corporación Andina de Fomento	2 258	2 314	2 900	2 673	2 182	2 323	3 198	3 290	3 304	3 503
b) Países del Mercado Común Centroamericano										
BID + Banco Mundial	876	626	593	1 233	1 027	513	1 079	1 043	513	760
BCIE	358	569	532	932	336	330	572	680	681	800
c) Países de la CARICOM										
BID + Banco Mundial	345	506	176	189	334	270	310	326	242	221
BDC	92	73	51	117	137	179	85	108	185	94

Fuente: Titelman (2006).

^a BID: Banco Interamericano de Desarrollo; BCIE: Banco Centroamericano de Integración Económica; BDC: Banco de Desarrollo del Caribe.

La necesidad de establecer objetivos factibles lleva a preguntarse cuán estrictas deben ser las normas. Se necesita cierto grado de flexibilidad para hacer frente a crisis inesperadas, pero la flexibilidad exagerada puede minar la confianza en los compromisos asumidos. Pese a esto y como ya se ha dicho, los beneficios que aporta la emisión de valores con mejores propiedades cíclicas deberían incentivar la disciplina macroeconómica y la coordinación de políticas.

Lo anterior significa que los países deben aceptar cierta pérdida de soberanía y demostrar una decidida voluntad política para respaldar los correspondientes esfuerzos de coordinación. Esto se aplica sobre todo a los países más grandes suscriptores de un acuerdo, dado

que para ellos la pérdida de soberanía tiene un mayor costo (BID, 2002, cap. 7). Cuando la interdependencia económica de los signatarios de un acuerdo de integración es muy asimétrica, los países más grandes tienen la responsabilidad de encabezar acciones colectivas para que el proceso de integración siga adelante.

Vale la pena recordar que uno de los mandatos del Fondo Latinoamericano de Reservas es fomentar la coordinación macroeconómica entre sus miembros, por lo que la ayuda en situaciones de crisis y la emisión de títulos con las características mencionadas podrían constituir incentivos que facilitaran el proceso. Sin embargo, nada reemplaza la voluntad de los países para avanzar en este sentido.

VI

Conclusiones

Los factores externos, en especial los asociados a los movimientos de capital, han estado entre las principales causas de la volatilidad experimentada por la región en las tres últimas décadas. La magnitud de las crisis asociadas a esa volatilidad ha llevado en años recientes a políticas económicas más responsables, lo que se ha reflejado en una mejora de los indicadores relacionados con las necesidades de liquidez de corto plazo. Asimismo, los mecanismos de autoseguro a través de la acumulación de reservas internacionales, que suelen ser costosos e ineficientes, han sido

un instrumento importante para hacer frente a las perturbaciones externas.

Con miras a mejorar la eficacia y eficiencia de la región para reducir su vulnerabilidad a las perturbaciones externas, hay que considerar dos elementos: la posibilidad de obtener financiamiento a tasas razonables ante una situación de emergencia y el desarrollo de mercados para colocar instrumentos financieros que ayuden a reducir esa vulnerabilidad.

En este artículo se argumenta que los organismos regionales pueden contribuir de manera importante al

avance hacia estos dos objetivos. Del primero es un buen ejemplo el Fondo Latinoamericano de Reservas, que si bien solo abarca unos pocos países ha podido, con buenos resultados, otorgar financiamiento de corto plazo a sus países miembros. Desde su creación, este fondo ha aportado un promedio de recursos equivalente al 60% del financiamiento excepcional del FMI a los países de la Comunidad Andina. La provisión de préstamos en forma rápida y oportuna es una de las características más destacadas del financiamiento que otorga el FLAR.

¿Sería posible incluir más países de la región en este fondo? Un análisis de correlación entre distintas variables que pueden ser vistas como indicadores de perturbaciones externas, muestra que la ampliación de la cobertura geográfica del Fondo Latinoamericano de Reservas sería factible. En otras palabras, aunque los países de la región se ven afectados por perturbaciones financieras similares y hay evidencia de contagio regional, el FLAR ampliado podría operar con eficacia a través de préstamos de emergencia a más países de la región. En efecto, los coeficientes de correlación de las series de reservas internacionales después de eliminar el factor tendencial suelen ser bajos y no significativos (solo 17 de los 45 casos considerados son significativos a nivel del 5%). Las correlaciones de la relación de precios del intercambio tampoco muestran una tendencia clara. Lo que se observa es una combinación de coeficientes negativos y positivos de mayor o menor magnitud, y solo 15 de los 45 coeficientes son positivos y significativos. Las entradas de capital privado registran una correlación positiva, pero por lo general alejada de la unidad. Estos resultados coinciden con los consignados por Urrutia (2006), Machinea (2003) y Agosin (2000).

La acumulación colectiva de reservas internacionales ofrece dos beneficios a los países participantes: acceso a un mayor volumen de reservas y una posible reducción de la volatilidad de tales reservas. Las estimaciones realizadas para diez economías de la región muestran que los países con mayor volatilidad relativa en sus reservas internacionales tienden a beneficiarse al participar de un fondo de reservas. En cambio, los países con menor volatilidad, como Chile y Colombia, pierden en términos relativos. Esto plantea dificultades

de incentivos a los países que tienen reservas elevadas en comparación con la volatilidad de las mismas.

Respecto a mercados de valores públicos que incorporen más factores de la contingencia económica, se observa que el desarrollo de los mercados de bonos públicos en moneda nacional vinculados a la inflación interna, de bonos vinculados al PIB y de bonos vinculados al precio de los productos básicos, ha sido un proceso lento y difícil, debido a fallas de coordinación, falta de credibilidad de las políticas adoptadas por los países, y problemas de transparencia y supervisión. Al respecto, en este trabajo se propone que los bancos subregionales de desarrollo, en conjunto con el Fondo Latinoamericano de Reservas, complementen los actuales esfuerzos del BID y del Banco Mundial encaminados a fomentar la creación de mercados para la emisión de este tipo de instrumentos.

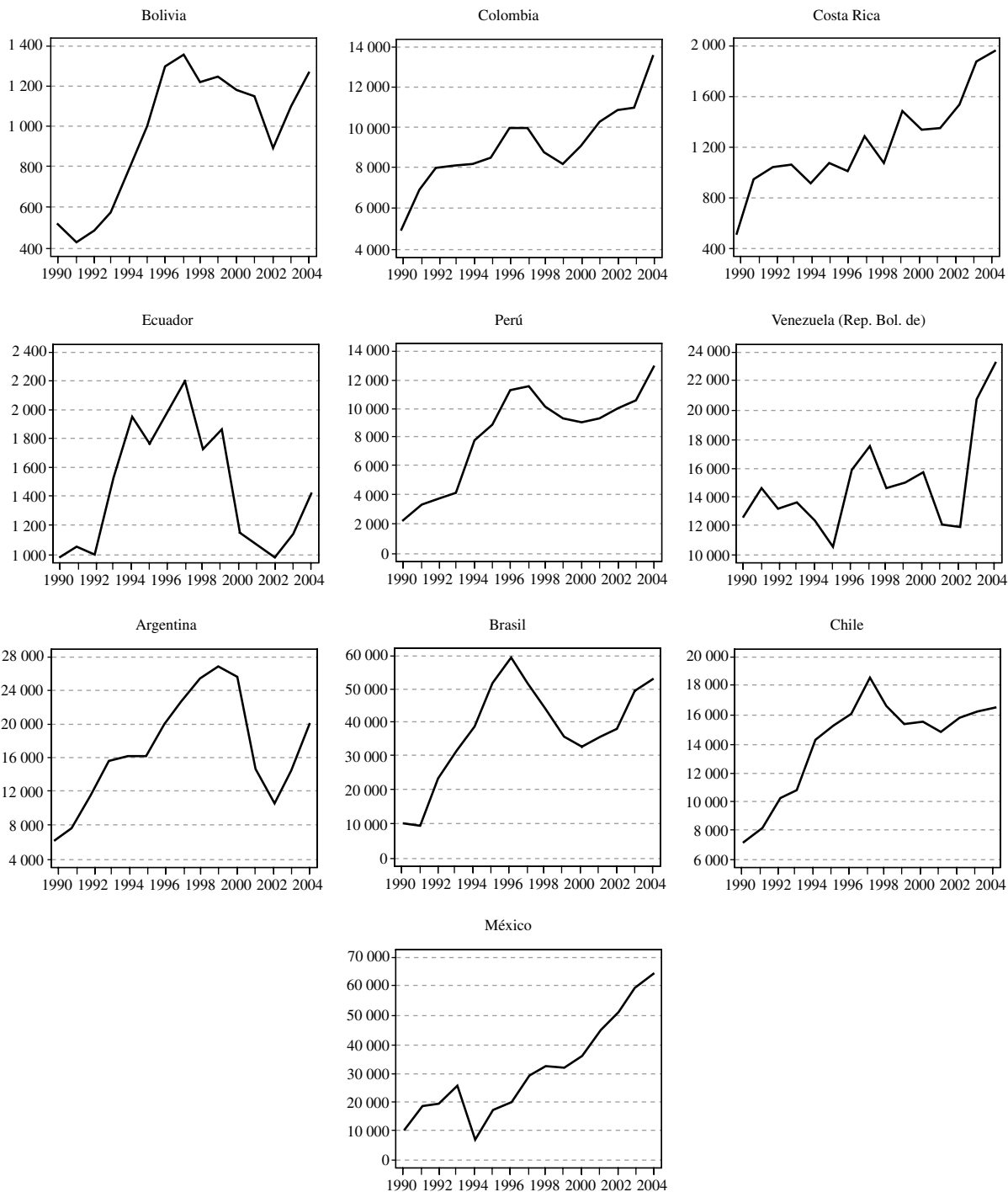
Al profundizarse la integración financiera se plantea la necesidad de reforzar la coordinación macroeconómica y a la vez se ofrecen incentivos para hacerlo. Una forma de agilizar el lento avance observado en la región, sería la de iniciar una coordinación restringida combinada con intercambios de información y con el establecimiento de foros supranacionales de debate sobre políticas, todo lo cual permitiría a los países conocerse más y entender mejor la situación de los demás. Una coordinación más estricta supondría la adopción de objetivos de convergencia para una serie de variables macroeconómicas. Dado que uno de los mandatos del Fondo Latinoamericano de Reservas es fomentar la coordinación macroeconómica, las metas de convergencia podrían servir también de base a la condicionalidad de este fondo, en caso de que para recibir su asistencia se estipule que los países deben cumplir las metas.

Por último, cabe recordar que 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. En este sentido, los bancos subregionales de desarrollo y el Fondo Latinoamericano de Reservas deben coordinarse con otras instituciones financieras internacionales para fomentar instrumentos de financiación que apunten a fortalecer el desarrollo financiero de los países.

Apéndice

GRÁFICO A.1

América Latina: (10 países): evolución de las reservas internacionales
(En millones de dólares)



Fuente: Banco Mundial, *Global Development Finance* (varios años).

CUADRO A. 1

América Latina (10 países): coeficientes de correlación simple, 1990-2005

Reservas internacionales

	Bolivia	Colombia	Costa Rica	Ecuador	Perú	Venezuela (Rep. Bol. de)	Argentina	Brasil	Chile	México
Bolivia	1									
Colombia	0,8551*	1								
Costa Rica	0,8308*	0,8117*	1							
Ecuador	0,7626*	0,7554*	0,5083	1						
Perú	0,9446*	0,9168*	0,7862*	0,8463*	1					
Venezuela (R.B.)	0,7572*	0,7962*	0,7978*	0,5710*	0,7071*	1				
Argentina	0,7426*	0,3941	0,4904	0,6151*	0,6075*	0,5103	1			
Brasil	0,6184*	0,6256*	0,2749	0,8111*	0,7437*	0,3914	0,4711	1		
Chile	0,7966*	0,6984*	0,4902	0,8484*	0,8875*	0,4307	0,6240*	0,8867*	1	
México	0,7559*	0,8526*	0,9330*	0,4522	0,7428*	0,7669*	0,2684	0,2565	0,4048	1

Reservas internacionales, sin tendencia

	Bolivia	Colombia	Costa Rica	Ecuador	Perú	Venezuela (Rep. Bol. de)	Argentina	Brasil	Chile	México
Bolivia	1									
Colombia	0,3574	1								
Costa Rica	0,2353	-0,1345	1							
Ecuador	0,5483*	0,5803*	-0,1267	1						
Perú	0,7117*	0,6669*	-0,0954	0,8067*	1					
Venezuela (R.B.)	0,6101*	0,5173*	0,5682*	0,3378	0,4624	1				
Argentina	0,8084*	0,1220	0,5063	0,4328	0,4710	0,5854*	1			
Brasil	0,4098	0,6420*	-0,3467	0,6969*	0,7810*	0,2738	0,1907	1		
Chile	0,4747	0,6663*	-0,1628	0,7167*	0,8698*	0,3371	0,3114	0,8385*	1	
México	-0,1100	0,0102	0,4509	-0,3114	-0,3423	0,3637	-0,0955	0,3391	-0,4069	1

Variación de las reservas internacionales

	Bolivia	Colombia	Costa Rica	Ecuador	Perú	Venezuela (Rep. Bol. de)	Argentina	Brasil	Chile	México
Bolivia	1									
Colombia	0,3841	1								
Costa Rica	0,1101	-0,1271	1							
Ecuador	0,4514	0,2692	0,0280	1						
Perú	0,4341	0,6731*	0,0211	0,5594*	1					
Venezuela (R.B.)	0,6537*	0,3088	0,4575	0,3736	0,3505	1				
Argentina	0,6474*	0,0433	0,3283	0,3615	0,2506	0,5736*	1			
Brasil	0,2402	0,3420	-0,3035	0,2013	0,3577	0,1751	0,1000	1		
Chile	0,2197	0,4682	-0,0026	0,3032	0,7161*	0,1869	0,1471	0,5546*	1	
México	0,0057	-0,0830	0,3695	-0,0592	-0,3289	0,2609	-0,0213	-0,2044	-0,4694	1

Términos del intercambio

	Bolivia	Colombia	Costa Rica	Ecuador	Perú	Venezuela (Rep. Bol. de)	Argentina	Brasil	Chile	México
Bolivia	1									
Colombia	-0,3857	1								
Costa Rica	-0,0265	0,5212*	1							
Ecuador	-0,4364	0,8548*	-0,3141	1						
Perú	0,1353	0,4311	0,1345	0,3264	1					
Venezuela (R.B.)	-0,2040	0,9195*	0,6262*	0,8300*	0,4396	1				
Argentina	-0,5025	0,7688*	-0,2849	0,6323*	0,4609	0,6951*	1			
Brasil	-0,5120	0,2333	0,4063	0,2700	0,2989	-0,0237	0,4723	1		
Chile	-0,2032	0,8929*	0,5168*	0,7543*	0,5623*	0,8779*	0,6892*	0,2755	1	
México	0,6184*	0,8073*	-0,4232	0,8840*	0,0798	0,7219*	0,6421*	0,3617	0,7373*	1

Continúa en página siguiente

Continuación cuadro A.1

Precios de las exportaciones

	Bolivia	Colombia	Costa Rica	Ecuador	Perú	Venezuela (Rep. Bol. de)	Argentina	Brasil	Chile	México
Bolivia	1									
Colombia	0,5243*	1								
Costa Rica	0,0070	-0,3307	1							
Ecuador	0,4632	0,9092*	-0,3639	1						
Perú	0,8071*	0,7441 *	0,1447	0,6413*	1					
Venezuela (R.B.)	0,4704	0,8792*	0,5519*	0,9102*	0,5932*	1				
Argentina	0,5756*	0,5880*	0,3737	0,4233	0,8231*	0,3032	1			
Brasil	0,6666*	0,5601*	0,4638	0,4212	0,8108*	0,2344	0,8566*	1		
Chile	0,7595*	0,8658*	-0,0446	0,7182*	0,8900*	0,6754*	0,6998*	0,7918*	1	
México	0,2650	0,8808*	-0,3315	0,8635*	0,5191*	0,8606*	0,3494	0,3781	0,7017*	1

Corrientes de capital

	Bolivia	Colombia	Costa Rica	Ecuador	Perú	Venezuela (Rep. Bol. de)	Argentina	Brasil	Chile	México
Bolivia	1									
Colombia	0,2769	1								
Costa Rica	-0,0359	-0,4145	1							
Ecuador	0,3048	0,4135	-0,1336	1						
Perú	0,1488	0,5593*	-0,4953	0,0972	1					
Venezuela (R.B.)	0,3965	0,0319	-0,2219	-0,1989	0,1681	1				
Argentina	0,6836*	0,3872	0,5573*	0,0972	0,4093	0,4964	1			
Brasil	0,6046*	0,6547*	-0,1858	-0,0183	0,4382	0,3278	0,5000	1		
Chile	0,4935	0,4956	-0,3870	0,1212	0,6923*	0,0766	0,5912*	0,6294*	1	
México	0,2735	-0,3849	-0,0200	0,0505	0,2172	0,0372	0,2922	-0,2847	0,3460	1

Fuente: elaboración propia, con datos del Banco Mundial (varios años) y de la CEPAL.

* El asterisco indica un coeficiente significativo a nivel del 5%.

Bibliografía

- Agosin, M.R. (2000): *Fortaleciendo la institucionalidad financiera en América Latina*, serie Temas de coyuntura, N° 9, LC/L.1433-P, Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), noviembre. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: S.00.II.G.111.
- _____ (2001): Fortalecimiento de la cooperación financiera regional, *Revista de la CEPAL*, N° 73, LC/G.2130-P, Santiago de Chile, abril.
- Banco Mundial (varios años): *Global Development Finance*, Washington, D.C.
- _____ (varios años): *World Development Indicators*, Washington, D.C.
- BID (Banco Interamericano de Desarrollo) (2002): *Más allá de las fronteras: el nuevo regionalismo en América Latina*, Washington, D.C. Disponible en http://www.iadb.org/res/pub_desc.cfm?pub_id=B-2002S
- Borensztein, E. y P. Mauro (2004): The case for GDP-indexed bonds, *Economic Policy*, vol. 19, N° 38, Oxford, Reino Unido, Blackwell Publishing, abril.
- Caballero, R.J., K. Cowan y J. Kearns (2004): *Fear of Sudden Stops: Lessons from Australia and Chile*, NBER Working Papers, N° 10519, Cambridge, Massachusetts, National Bureau of Economic Research.
- Caballero, R.J. (2001): *Macroeconomic Volatility in Reformed Latin America: Diagnosis and Policy Proposals*, Washington, D.C., Banco Interamericano de Desarrollo (BID).
- _____ (2003): *On the International Financial Architecture: Insuring Emerging Markets*, NBER Working Paper, N° 9570, Cambridge, Massachusetts, National Bureau of Economic Research, marzo.
- Calvo, G.A. (2002): Globalization hazard and delayed reform in emerging markets, *Economía*, vol. 2, N° 2, Bogotá, D.C., Asociación de Economía de América Latina y el Caribe (LACEA).
- _____ (2005): *Crises in Emerging Market Economies: A Global Perspective*, NBER Working Paper, N° 11305, Cambridge, Massachusetts, National Bureau of Economic Research, mayo.
- Calvo, G., A. Izquierdo y E. Talvi (2003): *Sudden Stops, the Real Exchange Rate, and Fiscal Sustainability: Argentina's Lessons*, NBER Working Paper, N° 9828, Cambridge, Massachusetts, National Bureau of Economic Research, julio.
- Cárcamo, R. (2005): *Foundations of Macroeconomic Policy Coordination: Fostering Dialogue as a Policy Tool in Latin America*, serie Macroeconomía del desarrollo, N° 39, LC/L.2420-P, Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL). Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: E.05.II.G.107.

- CEPAL (Comisión Económica para América Latina y el Caribe) (2000): *Equidad, desarrollo y ciudadanía*, LC/G.2071/Rev.1-P, Santiago de Chile. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: S.00.II.G.81.
- _____ (2001): *Creecer con estabilidad: el financiamiento del desarrollo en el nuevo contexto internacional*, Bogotá, D.C., CEPAL/Alfaomega.
- _____ (2004): Desarrollo productivo en economías abiertas, LC/G.2234(S.E.S.30/3), Santiago de Chile, junio.
- _____ (2006a): *Estudio económico de América Latina y el Caribe, 2005-2006*, LC/G.2314-P, Santiago de Chile. Publicación de las Naciones Unidas: S.06.II.G.2.
- _____ (2006b): *Panorama de la inserción internacional de América Latina y el Caribe, 2005-2006*, LC/G.2313-P, Santiago de Chile. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: S.06.II.G.67.
- Crane, E. (2005): *Cato Handbook on Policy, 2005*, Washington, D.C., Cato Institute.
- Culpeper, R. (2006): Reforma de la arquitectura financiera regional: el potencial de las instituciones regionales, en J.A. Ocampo (comp.), *Cooperación financiera regional*, LC/G.2319-P, Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL). Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: S.06.II.G.103.
- Eichengreen, B. (2006): *Insurance Underwriter or Financial Development Fund: What Role for Reserve Pooling in Latin America?*, serie Financiamiento del Desarrollo, N° 186, LC/L.2621-P, Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL). Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: E.06.II.G.145.
- Eichengreen, B. y R. Hausmann (1999): *Exchange Rates and Financial Fragility*, NBER Working Paper, N° 7418, Cambridge, Massachusetts, National Bureau of Economic Research, noviembre.
- Eichengreen, B., R. Hausmann y U. Panizza (2005): The pain of original sin, en B. Eichengreen y R. Hausmann (comps.), *Other People's Money: Debt Denomination and Financial Instability in Emerging Market Economies*, Chicago, University of Chicago Press.
- Fernández-Arias, E. y K. Cowan (2005): Local Currency Lending by the Inter-American Development Bank: A Framework for Discussion, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional (FMI), inédito.
- Ffrench-Davis, R. (2005): *Crecimiento esquivo y volatilidad financiera*, Bogotá, D.C., Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL)/Mayol Ediciones.
- FMI (Fondo Monetario Internacional) (varios años): *Estadísticas financieras internacionales*, Washington, D.C.
- García, E. (2006): Presentación en el Seminario "Rol de los fondos regionales en la estabilización macroeconómica" (Lima, Perú, 17 y 18 de julio).
- López-Monti, R. (2005): Un análisis comparativo de los movimientos de capitales y términos de intercambio en América Latina y el Caribe, 1970-2004, Santiago de Chile, inédito.
- Machinea, J.L. (2003): *La inestabilidad cambiaria en el MERCOSUR: causas, problemas y posibles soluciones*, Buenos Aires, Instituto para la Integración de América Latina y el Caribe (INTAL).
- Machinea, J.L. y O. Kacef (2006): La coyuntura económica de América Latina: ¿hay lugar para el optimismo?, Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), inédito.
- Machinea, J.L. y G. Rozenwurcel (2006): Macroeconomic coordination in Latin America: does it have a future?, en J.A. Ocampo (comp.), *Regional Financial Cooperation*, Washington, D.C., Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL)/Brookings Institution Press.
- Martner, R. y V. Tromben (2004): La sostenibilidad de la deuda pública, *Revista de la CEPAL*, N° 84, LC/G.2258-P, Santiago de Chile, diciembre.
- Mistry, P. (1999): Coping with financial crisis: are regional arrangements the missing link?, *International Monetary and Financial Issues for the 1990s*, vol. 10, Nueva York, Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD).
- Ocampo, J.A. (2002): Recasting the international financial agenda, en J. Eatwell y L. Taylor (comps.), *International Capital Markets: Systems in Transition*, Nueva York, Oxford University Press.
- _____ (2006): La cooperación financiera regional: experiencias y desafíos, en J.A. Ocampo (comp.), *Cooperación financiera regional*, Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).
- Ocampo, J.A. y J. Martín (comps.) (2003): *Globalización y desarrollo: una reflexión desde América Latina y el Caribe*, Bogotá, D.C., CEPAL/Banco Mundial/Alfaomega.
- Shiller, R. y S. Griffith-Jones (2006): A bond that insures against instability, *Financial Times*, 10 de julio. Disponible en http://www0.gsb.columbia.edu/ipd/pub/Stephany_Griffith-Jones.pdf.
- Titelman, D. (2002): *Multilateral Banking and Development Financing in a Context of Financial Volatility*, serie Financiamiento del desarrollo, N° 121, LC/L.1746-P, Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL). Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: E.02.II.G.58.
- _____ (2006): La cooperación financiera en el ámbito subregional: las experiencias de América Latina y el Caribe, en J.A. Ocampo (comp.), *Cooperación financiera regional*, LC/G.2319-P, Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL). Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: S.02.II.G.103.
- Urrutia, M. (2006): Perspectivas del Fondo Latinoamericano de Reservas, Santiago de Chile, inédito.
- Williams, O., T. Polius y S. Hazel (2001): *Reserve Pooling in the Eastern Caribbean Currency Union and the CFA Franc Zone: A Comparative Analysis*, Working Paper, N° 01/104, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional (FMI), agosto.