

FINANCIAMIENTO PARA EL DESARROLLO

Hacia una cobertura regional más amplia de un fondo de reservas

Daniel Titelman
Cecilia Vera
Pablo Carvallo
Esteban Pérez Caldentey



NACIONES UNIDAS

CEPAL

FINANCIAMIENTO PARA EL DESARROLLO

Hacia una cobertura regional más amplia de un fondo de reservas

Daniel Titelman
Cecilia Vera
Pablo Carvallo
Esteban Pérez Caldentey



NACIONES UNIDAS



Este documento fue preparado por Daniel Titelman, Director, Esteban Pérez Caldentey, Oficial de Asuntos Económicos; Cecilia Vera, Oficial de Asuntos Económicos y Pablo Carvallo, Asistente de investigación, de la División de Financiamiento del Desarrollo de la Comisión Económica para América y el Caribe (CEPAL).

Las opiniones expresadas en este documento, que no ha sido sometido a revisión editorial, son de exclusiva responsabilidad de los autores y pueden no coincidir con las de la organización.

Publicación de las Naciones Unidas

ISSN 1564-4197

LC/L.3703

Copyright © Naciones Unidas, diciembre de 2013. Todos los derechos reservados

Impreso en Naciones Unidas, Santiago de Chile

Los Estados miembros y sus instituciones gubernamentales pueden reproducir esta obra sin autorización previa. Sólo se les solicita que mencionen la fuente e informen a las Naciones Unidas de tal reproducción.

Índice

Introducción	5
I. Elementos para evaluar la viabilidad financiera de un FLAR ampliado	9
A. Términos de intercambio	10
B. Reservas internacionales	12
C. Flujos de capitales	14
D. Análisis de simultaneidad de Sudden Stops en los flujos de capital	16
II. Tamaño de un eventual FLAR ampliado	21
A. Necesidades potenciales de financiamiento	21
B. Escenarios de aporte de capital y capacidad de movilización de recursos por parte del Fondo	23
1. Escenario con regla de aporte tal como en el FLAR (post aumento de capital de julio de 2012)	23
2. Escenario con regla de aporte según los criterios utilizados por el FMI	24
3. Formas de “ampliar las espaldas” financieras del Fondo regional	26
III. Los desafíos de la gobernanza en un FLAR ampliado	29
A. Mecanismos de votación y poder de decisión	29
B. Criterios para la asignación del crédito	31
C. Mecanismos de supervisión	32
IV. Conclusiones	35
Bibliografía	39
Anexos	41
Anexo 1 Tres fondos de reservas regionales desde una perspectiva comparada	42
Anexo 2 Detección de episodios de Sudden Stops en los flujos de capital	45
Serie Financiamiento para el Desarrollo: números publicados	47

Índice de cuadros

CUADRO 1	COEFICIENTES DE CORRELACIÓN SIMPLE ENTRE VARIACIONES DE LOS TÉRMINOS DE INTERCAMBIO	11
CUADRO 2	PORCENTAJE DE COEFICIENTES DE CORRELACIÓN SIMPLE ENTRE VARIACIONES DE LOS TÉRMINOS DE INTERCAMBIO QUE RESULTARON SIGNIFICATIVOS Y DE SIGNO POSITIVO	12
CUADRO 3	COEFICIENTES DE CORRELACIÓN SIMPLE ENTRE VARIACIONES DEL STOCK DE RESERVAS INTERNACIONALES	13
CUADRO 4	PORCENTAJE DE COEFICIENTES DE CORRELACIÓN SIMPLE ENTRE VARIACIONES DE RESERVAS INTERNACIONALES QUE RESULTARON SIGNIFICATIVOS Y DE SIGNO POSITIVO	14
CUADRO 5	COEFICIENTES DE CORRELACIÓN SIMPLE ENTRE FLUJOS DE CAPITAL	15
CUADRO 6	PORCENTAJE DE COEFICIENTES DE CORRELACIÓN SIMPLE ENTRE FLUJOS DE CAPITAL QUE RESULTARON SIGNIFICATIVOS Y DE SIGNO POSITIVO	16
CUADRO 7	EPISODIOS DE SUDDEN STOPS EN LOS FLUJOS NETOS DE CAPITALES	17
CUADRO 8	PAÍSES DEL FLAR AMPLIADO: VARIACIONES ANUALES DE LOS FLUJOS NETOS DE CAPITAL	22
CUADRO 9	COMPARACIÓN DE LOS ESFUERZOS DE APOORTE DE LOS PAÍSES: APOORTE AL FLAR AMPLIADO (ESCENARIOS 1 Y 2) Y APOORTE AL FMI COMO PORCENTAJE DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES	24
CUADRO A.1	FONDO LATINOAMERICANO DE RESERVAS (FLAR) (1989)	42
CUADRO A.2	FONDO MONETARIO ÁRABE (FMA) (1977)	43
CUADRO A.3	INICIATIVA CHIANG MAI MULTILATERALIZADA (CMIM) (2010)	44

Índice de gráficos

GRÁFICO 1	PORCENTAJE DE PAÍSES QUE EXPERIMENTAN UN EPISODIO DE SUDDEN STOP DE MANERA SIMULTÁNEA	17
GRÁFICO 2	PORCENTAJE DE PAÍSES MIEMBROS QUE RECURRIERON AL FLAR DURANTE EPISODIOS DE CRISIS	18
GRÁFICO 3	DIMENSIONES DE UN FLAR AMPLIADO SEGÚN “REGLA DE APOORTE FLAR”	25
GRÁFICO 4	DIMENSIONES DE UN FLAR AMPLIADO SEGÚN “REGLA DE APOORTE FMI”	26
GRÁFICO A.1	EJEMPLO DE LA METODOLOGÍA DE DETECCIÓN DE SUDDEN STOPS EN LOS FLUJOS NETOS DE CAPITALES	45

Introducción

El fortalecimiento del Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR) por la vía de expandir su tamaño y cobertura para incluir a un mayor número de países de la región sería un aporte importante a la provisión de un bien público regional y global como lo es la estabilidad financiera. Este trabajo intenta arrojar luz sobre la viabilidad, las implicancias y los desafíos, de una eventual ampliación del FLAR a otros cinco países de la región: Argentina, Brasil, Chile, México y Paraguay.

Desde nuestra perspectiva los fondos regionales de reserva constituyen uno de los varios mecanismos que contribuyen a densificar el entramado de la arquitectura financiera internacional y que potencian las capacidades de ésta última en la provisión de la estabilidad financiera. Una mayor densificación significa no solo que se dispone de un mayor volumen de instrumentos sino también que existe una mayor interconectividad entre las distintas instituciones que forman parte de la arquitectura financiera internacional.

En este sentido los fondos regionales no se conciben como un único mecanismo de defensa para sus países miembros sino más bien como una línea de defensa adicional de otras instancias de apoyo a la balanza de pagos existentes. Deben considerarse como un complemento de la institucionalidad financiera mundial pero dentro de una estructura de cooperación financiera en varios niveles que responda a principios de subsidiariedad. Los fondos regionales refuerzan de esta manera la provisión de financiamiento contra cíclico para enfrentar los efectos de shocks externos y atenúan la posibilidad de un contagio financiero.

Además los recursos de que dispone un fondo regional no están limitados por el aporte que realizan sus países miembros. De hecho un fondo regional tiene la capacidad de potenciar sus recursos por la vía de interacciones con otras instancias de la red financiera global.

Concebir al Fondo regional como un mecanismo que contribuye a densificar la arquitectura financiera internacional operando dentro de una red más amplia de instancias de apoyo con que cuentan los países tiene dos implicaciones fundamentales a la hora de determinar el tamaño necesario que debe tener el Fondo.

En primer lugar el Fondo debe dimensionarse teniendo en cuenta que existen otras instancias a las cuales los países miembros —en particular aquellos de mayor tamaño— pueden recurrir para cubrir

necesidades de liquidez como consecuencia de dificultades de Balanza de Pagos. En este sentido, el eventual FLAR ampliado debiera ser concebido como un Fondo capaz de servir esencialmente a los países que tienen un acceso relativo menor a fuentes de financiamiento alternativas. En cambio los países con mayores posibilidades de acceso a otros recursos podrían recurrir al FLAR ampliado como una línea de defensa más marginal.

En segundo lugar, el concebir al fondo regional como un mecanismo inserto dentro de un entramado mayor de la arquitectura financiera global implica que el FLAR ampliado no necesariamente debiera dimensionarse para cubrir escenarios extremos sino que debería dimensionarse para hacer frente a escenarios con mayor posibilidad de ocurrencia. De aquí se sigue que el tamaño del FLAR ampliado debería ser muy inferior al que debiera tener si tuviera que ser capaz de cubrir un escenario extremo (escenario de tail risk) en el que todos los países acudieran de manera simultánea, es decir si pretendiera constituirse en un prestamista de última instancia para todos sus miembros.

Según la evidencia presentada en este artículo bajo distintas metodologías los escenarios más probables son aquellos donde solo un cierto porcentaje de los países analizados presenta problemas de Balanza de Pagos simultáneos. Los casos de crisis de naturaleza sistémica y el contagio generalizado son los menos probables y por lo tanto hace sentido y es financieramente viable un FLAR ampliado. Estos resultados se condicen con lo que ha sido la experiencia histórica del FLAR donde, excepto durante la Crisis de la Deuda de la década de los ochentas, en general sólo una minoría de miembros han solicitado asistencia al Fondo de forma simultánea.

Más aún, nuestros resultados indican que, de existir algún grado de simultaneidad, la misma vendría más por el lado de los países pequeños que por el de los países grandes y medianos. Esto aporta aún más evidencia a favor de la viabilidad del eventual FLAR ampliado ya que las necesidades financieras que pudieran presentar los países más pequeños del grupo son naturalmente de una magnitud más manejable para el Fondo.

De presentarse escenarios más extremos como por ejemplo una crisis de naturaleza sistémica, o de contagio generalizado o incluso para escenarios intermedios en los que el capital del Fondo no resulte suficiente para enfrentar las demandas de los países miembros, este deberá tener la capacidad de “ampliar sus espaldas” ya sea apalancando su capital para movilizar un mayor monto de recursos o presentando acciones en conjunto con otras instancias de la arquitectura financiera.

Dado lo anterior el documento plantea que, por ejemplo, en un escenario donde los aportes de capital de los países nuevos siguieran la lógica que rige actualmente al FLAR, el Fondo ampliado alcanzaría un tamaño total de casi 9 mil millones de dólares, equivalente al 1,4% del acervo total de reservas internacionales de los doce países considerados.

Con un Fondo de ese tamaño, y sin ningún grado de apalancamiento, se alcanzaría a cubrir de manera simultánea las potenciales demandas del grupo completo de países pequeños junto con la mitad de las necesidades de los países medianos por un total de 7.800 millones de dólares.

Si el Fondo apalancara su capital mediante endeudamiento de mediano y largo plazo por el 65% del capital pagado —que es el máximo autorizado en el FLAR— se generarían recursos prestables por un total de casi 13.300 millones de dólares. Con ese volumen de recursos, el Fondo podría cubrir de manera simultánea más del 85% de las potenciales necesidades del grupo completo de países miembros con la excepción de los dos más grandes del grupo, las cuales fueron estimadas en 15.300 millones de dólares.

Más allá de la factibilidad y de los potenciales beneficios de un eventual FLAR ampliado como mecanismo de seguro compartido, avanzar hacia la incorporación de los nuevos miembros implica grandes desafíos en términos de la gobernanza del Fondo incluyendo los temas relativos a mecanismos de votación y poder de decisión, los criterios para la asignación del crédito, y los mecanismos de supervisión.

El FLAR ha demostrado poseer varios atributos positivos -tales como la rapidez y oportunidad de respuesta, el fuerte sentido de pertenencia por parte de los países miembros que se expresa en una clara posición de acreedor preferente por parte del Fondo y la baja condicionalidad en el otorgamiento de recursos que contribuye a que recurrir al FLAR no constituya un estigma para los países. En este sentido

el gran desafío para la gobernanza en un eventual FLAR ampliado será ajustarse a un Fondo con mayor número de miembros y mayores recursos involucrados pero procurando no perder estos atributos positivos que en muchos casos distinguen al FLAR de otros Fondos a nivel global y regional.

Este artículo se divide en cuatro secciones. La primera sección presenta distintos ejercicios empíricos cuyo objetivo es evaluar el grado de simultaneidad con que los doce países bajo análisis experimentan problemas de Balanza de Pagos. La segunda sección se centra en dimensionar el tamaño que debiera tener el nuevo FLAR ampliado y se plantean dos distintos escenarios de aportes de capital por parte de los países que son consistentes con ese dimensionamiento. La tercera sección discute la serie de desafíos en términos de gobernanza que traería aparejada la ampliación del FLAR y por último en la cuarta sección se presentan las reflexiones finales.

I. Elementos para evaluar la viabilidad financiera de un FLAR ampliado

Un requisito importante para evaluar la sostenibilidad y viabilidad de un fondo de reservas es que los problemas de balanza de pagos y las crisis que enfrentan los países miembros del fondo no tengan un carácter sistémico. Esto es, que la probabilidad de que todos los países miembros del fondo acudan de manera simultánea a solicitar liquidez sea baja.

Una de las opciones más manejadas para evaluar el grado de simultaneidad en los problemas de balanza de pagos ha sido el tomar variables tales como las variaciones de los términos de intercambio, las variaciones en el stock de reservas internacionales y los flujos netos de capitales y calcular entre ellas coeficientes de correlación simples¹.

Coefficientes positivos y estadísticamente significativos debilitan los argumentos a favor de un Fondo, en tanto estarían implicando que efectivamente los shocks afectan de forma simultánea a los países. Por el contrario, correlaciones negativas reforzarían los argumentos a favor del Fondo como mecanismo de seguro. Asimismo, correlaciones positivas pero no significativas también apuntan en la dirección de la factibilidad del Fondo, en la medida que implica que los shocks afectan con distinta intensidad a los países y por ende siempre existirán algunos menos afectados que tendrán menor necesidad de recurrir al Fondo².

¹ Véase por ejemplo Agosin (2001), Machinea y Titelman (2007), Agosin y Heresi (2011).

² En general, la razón para utilizar estas tres variables en lugar de simplemente analizar si los países presentan correlaciones altas en sus pérdidas o ganancias de reservas internacionales es que no siempre los efectos de los shocks a la balanza de pagos se verán reflejados en variaciones de las reservas sino que a veces pueden ser otros los mecanismos de ajuste. Por ejemplo, si parte de los efectos de un shock a la cuenta de capitales es absorbida por variaciones en el tipo de cambio de los países, entonces el impacto en las reservas internacionales será menor. De la misma forma, shocks negativos/positivos de términos de intercambio eventualmente podrán ir acompañados de pérdida/acumulación de reservas, dependiendo de si los Bancos Centrales hacen uso de estas para amortiguar y/o hacer más gradual la depreciación/apreciación del tipo de cambio resultante del shock. En efecto, Aizenman, Edwards y Riera-Crichton (2011) identifican para los países de América Latina un rol importante del manejo activo de las reservas internacionales como mecanismo para reducir sustancialmente la volatilidad del tipo de cambio real ante shocks de términos de intercambio. Estrictamente, el análisis lo llevan a cabo para los Términos de Intercambio de los commodities, que son los precios relativos de exportación e importación de los países pero únicamente referentes a commodities.

Se consideró relevante, además, evaluar si existe algún patrón de simultaneidad discernible por grupos de países divididos según el tamaño de su economía. Esto debido a que no es lo mismo que los problemas de balanza de pagos —y por ende las potenciales necesidades de recurrir al Fondo— sean simultáneos entre países grandes y medianos que entre países más pequeños cuyas necesidades de financiamiento son a todas luces más manejables para el Fondo.

Se trabajó entonces con dos grupos de países ordenados según el tamaño de sus economías: el de los países grandes y medianos que incluye a Brasil, México, Argentina, Colombia, Venezuela, Perú y Chile, y el de los países pequeños que incluye a Ecuador, Costa Rica, Uruguay, Bolivia y Paraguay³.

Los resultados obtenidos en esta sección indican que no es la regla que surjan de manera simultánea problemas de balanza de pagos, explicados ya sea por términos de intercambio, reservas internacionales o flujos de capital.

Por su parte, el análisis a nivel de grupos de países revela que de existir alguna simultaneidad entre los problemas de Balanza de Pagos de los países ésta sería más bien entre los de menor tamaño; para los países de tamaño grande y mediano la simultaneidad es poco frecuente.

Esto aporta aún más evidencia a favor de la viabilidad financiera del eventual FLAR ampliado ya que las necesidades financieras que pudieran presentar los países más pequeños del grupo son naturalmente de una magnitud más manejable para el Fondo.

A. Términos de intercambio

En lo que respecta a las variaciones de los términos de intercambio, se observa que los coeficientes de correlación solo resultan significativos y de signo positivo en un muy bajo porcentaje, lo cual estaría indicando que en este caso los shocks no afectan de forma simultánea a los países.

Del ejercicio realizado con doce países, se obtiene un total de 66 pares de coeficientes de correlación⁴. De estos, solamente 16 (un 24%) resultan significativos y de signo positivo, mientras que 7 (11%) resultan significativos y de signo negativo (véase el cuadro 1 y el cuadro 2).

Estos resultados son esperables en tanto la evolución de los términos del intercambio entre los distintos países considerados es heterogénea dada su diferente base exportadora. Así por ejemplo, se observa que en varios casos los coeficientes significativos de signo negativo se presentan para pares de países en los que uno de ellos es exportador neto de energía, básicamente hidrocarburos, mientras que el otro es importador neto.

Este es el caso por ejemplo de las correlaciones de Venezuela con Costa Rica y con Uruguay, así como también las correlaciones de Ecuador con estos dos mismos países.

Por el contrario, las correlaciones entre pares de países donde ambos son grandes exportadores netos de energía, como Venezuela y Ecuador, Venezuela y México, Colombia y Ecuador, y Colombia y Venezuela, resultan positivas y significativas, además de ser en general elevadas.

Como era de esperar, la correlación entre países que son grandes exportadores netos de algunos metales también resulta positiva, como en los casos de Chile y Perú, o Chile y Bolivia, así como también resulta positiva la correlación entre dos grandes exportadores netos de productos agroalimentarios, como Argentina y Brasil.

³ Para el ordenamiento por tamaño se utilizó el último dato disponible de Producto Interno Bruto en Paridad de Poder adquisitivo. Si se utiliza para ordenar los países el PIB en dólares corrientes promedio para los años 2009 y 2010, solo cambia el orden específico de algunos países a nivel intragrupal, mientras que el orden intergrupacional, que es el que importa a efectos de este análisis, queda intacto.

⁴ El ejercicio se realizó considerando correlaciones contemporáneas.

CUADRO 1
COEFICIENTES DE CORRELACIÓN SIMPLE ENTRE VARIACIONES
DE LOS TÉRMINOS DE INTERCAMBIO

(Datos anuales, 1990-2010)

	Brasil	México	Argentina	Venezuela (República Bolivariana de)	Colombia	Perú	Chile	Ecuador	Costa Rica	Uruguay	Bolivia (Estado Plurinacional de)	Paraguay
Brasil	1,00											
México	-0,53	1,00										
Argentina	0,47	-0,22	1,00									
Venezuela (República Bolivariana de)	-0,30	0,62	-0,05	1,00								
Colombia	0,35	0,14	0,34	0,64	1,00							
Perú	0,36	0,03	-0,13	0,25	0,20	1,00						
Chile	0,40	-0,15	-0,12	0,24	0,30	0,84	1,00					
Ecuador	-0,16	0,53	-0,07	0,90	0,66	0,34	0,22	1,00				
Costa Rica	0,54	-0,77	0,14	-0,64	-0,15	0,03	0,07	-0,54	1,00			
Uruguay	0,37	-0,62	-0,06	-0,62	-0,28	0,15	-0,04	-0,49	0,39	1,00		
Bolivia (Estado Plurinacional de)	0,30	0,00	0,13	0,38	0,63	0,54	0,55	0,53	-0,10	-0,11	1,00	
Paraguay	0,47	-0,31	0,26	-0,07	0,57	0,03	0,10	0,04	0,43	0,23	0,44	1,00

Fuente: Elaboración propia en base a datos de World Development Indicators del Banco Mundial.

Nota: Se utilizó la variación anual del Índice de Términos de Intercambio de Bienes y Servicios. En negrita, coeficientes positivos y significativos al 5%. Sombreado, coeficientes negativos y significativos al 5%.

CUADRO 2
PORCENTAJE DE COEFICIENTES DE CORRELACIÓN SIMPLE ENTRE
VARIACIONES DE LOS TÉRMINOS DE INTERCAMBIO QUE RESULTARON
SIGNIFICATIVOS Y DE SIGNO POSITIVO
(En porcentaje del total según grupos de países)

	Medianos y Grandes	Pequeños
Medianos y grandes	19,0	-
Pequeños	25,7	30,0

Fuente: Elaboración propia en base a datos de World Development Indicators del Banco Mundial.

A partir del análisis a nivel de pares de países, pueden obtenerse algunos resultados generales a nivel de grupos de países. Así por ejemplo, como muestra el cuadro 1 al considerar las correlaciones de las variaciones en los términos de intercambio entre los países que pertenecen al grupo de países medianos y grandes, se observa que sólo en 4 ocasiones (un 19%) son positivas y significativas.

Asimismo, en 9 ocasiones (26%) las correlaciones entre los países medianos y grandes y los países pequeños resultó ser positiva y significativa, mientras que en 3 oportunidades (30%) lo fue entre países al interior de ese último grupo.

Es decir que la ocurrencia de correlaciones positivas y significativas es baja, tanto si se estudia al interior de un determinado grupo de países, como en la comparación entre grupos. Se trata de una conclusión esperable, si se tiene en consideración que las estructuras exportadoras de los países no guardan necesariamente relación con el tamaño de sus economías.

B. Reservas internacionales

Para el caso de variaciones en el stock de reservas internacionales, solamente 25 de los 66 coeficientes de correlación entre pares de países resultaron positivos y significativos, lo que equivale a un 38% del total de casos posibles (véanse los cuadros 3 y 4).

Un análisis similar al hecho para los términos de intercambio se hizo a nivel de grupos de países. Este análisis revela que las correlaciones positivas y significativas se dan sobre todo entre pares de países pequeños.

En efecto, la mitad de los coeficientes de correlación entre pares de países pequeños resultaron significativos y positivos, mientras que las correlaciones entre los países grandes y medianos son positivas y significativas en un menor porcentaje de casos (33%).

CUADRO 3
COEFICIENTES DE CORRELACIÓN SIMPLE ENTRE VARIACIONES
DEL STOCK DE RESERVAS INTERNACIONALES

(Datos trimestrales, 2000-2011)

	Brasil	México	Argentina	Venezuela (República Bolivariana de)	Colombia	Perú	Chile	Ecuador	Costa Rica	Uruguay	Bolivia (Estado Plurinacional de)	Paraguay
Brasil	1,00											
México	0,29	1,00										
Argentina	0,33	0,09	1,00									
Venezuela (República Bolivariana de)	0,09	0,09	-0,08	1,00								
Perú	0,62	0,30	0,30	-0,13	0,30	1,00						
Chile	0,25	0,22	-0,03	0,07	0,02	0,21	1,00					
Ecuador	0,30	-0,07	0,01	0,03	0,31	0,35	0,24	1,00				
Costa Rica	0,32	0,07	0,25	-0,31	0,21	0,53	0,22	-0,09	1,00			
Uruguay	0,19	0,14	0,09	0,02	0,25	0,20	0,34	0,21	0,04	1,00		
Bolivia (Estado Plurinacional de)	0,54	0,22	0,15	0,17	0,43	0,55	0,46	0,36	0,04	0,35	1,00	
Paraguay	0,47	0,20	0,23	0,03	0,27	0,39	0,29	0,35	0,04	0,57	0,45	1,00

Fuente: Elaboración propia en base a datos de World Development Indicators del Banco Mundial.

Nota: En negrita, coeficientes positivos y significativos al 5%. Sombreado, coeficientes negativos y significativos al 5%.

CUADRO 4
PORCENTAJE DE COEFICIENTES DE CORRELACIÓN SIMPLE ENTRE VARIACIONES
DE RESERVAS INTERNACIONALES QUE RESULTARON SIGNIFICATIVOS Y DE SIGNO POSITIVO
(En porcentaje del total según grupos de países)

	Medianos y grandes	Pequeños
Medianos y grandes	33,3	
Pequeños	37,1	50,0

Fuente: Elaboración propia en base a datos de World Development Indicators del Banco Mundial.

Estos resultados constituyen evidencia a favor de la viabilidad del Fondo, ya que la eventual simultaneidad en las pérdidas de reservas podría venir por el lado de los países pequeños, cuyas necesidades de liquidez siempre son de magnitudes más manejables, más que por el lado de los países grandes y medianos.

C. Flujos de capitales

En el caso de los flujos netos de capital sólo 17 de 66 coeficientes resultó significativo y de signo positivo, lo que equivale a menos de un 30% del total (véanse los cuadros 5 y 6).

Estos resultados serían una primera evidencia de que los shocks a la cuenta de capitales de los doce países considerados no se estarían produciendo de forma simultánea. Es decir, que los shocks de naturaleza sistémica y/o el contagio financiero generalizado que implicarían salidas netas de capital de los países al mismo tiempo no son la regla.

El análisis por grupos de países revela dos resultados importantes. Por un lado, hay una baja proporción de correlaciones positivas y significativas al interior del grupo de países grandes y medianos (33%), en tanto que aparecen algunos casos de correlaciones significativas, pero negativas.

Esto es precisamente evidencia de que los flujos de capitales, en esos casos, no presentan comovimiento sino que por el contrario, evolucionan de forma inversa.

CUADRO 5
COEFICIENTES DE CORRELACIÓN SIMPLE ENTRE FLUJOS DE CAPITAL
(Cuenta financiera neta en dólares, datos trimestrales, 2000-2011)

	Brasil	México	Argentina	Venezuela (República Bolivariana de)	Colombia	Perú	Chile	Ecuador	Costa Rica	Uruguay	Bolivia (Estado Plurinacional de)	Paraguay
Brasil	1,00											
México	0,36	1,00										
Argentina	0,34	-0,02	1,00									
Venezuela (República Bolivariana de)	-0,48	0,05	-0,22	1,00								
Colombia	0,61	0,36	0,23	-0,33	1,00							
Perú	0,65	0,34	0,14	-0,41	0,44	1,00						
Chile	0,05	0,10	-0,20	-0,19	0,13	0,03	1,00					
Ecuador	0,11	0,10	-0,10	-0,22	0,24	0,19	0,19	1,00				
Costa Rica	0,27	0,14	0,03	-0,09	0,44	0,51	-0,03	0,12	1,00			
Uruguay	0,17	-0,04	0,16	-0,13	0,26	0,20	0,25	0,01	0,40	1,00		
Bolivia (Estado Plurinacional de)	0,06	0,47	-0,20	0,01	-0,24	0,22	0,35	0,05	-0,14	-0,08	1,00	
Paraguay	0,32	0,41	0,29	0,00	0,44	0,30	0,02	0,06	0,37	0,32	0,04	1,00

Fuente: Elaboración propia en base a datos de IFS del Fondo Monetario Internacional.

Nota: En negrita, coeficientes positivos y significativos al 5%. Sombreado, coeficientes negativos y significativos al 5%.

CUADRO 6
PORCENTAJE DE COEFICIENTES DE CORRELACIÓN SIMPLE ENTRE
FLUJOS DE CAPITAL QUE RESULTARON SIGNIFICATIVOS Y DE SIGNO POSITIVO
(En porcentaje del total según grupos de países)

	Medianos y grandes	Pequeños
Medianos y grandes	33,3	-
Pequeños	20,0	30,0

Fuente: Elaboración propia en base a datos de IFS del Fondo Monetario Internacional.

D. Análisis de simultaneidad de Sudden Stops en los flujos de capital

El análisis de las secciones anteriores se completó con un análisis de simultaneidad en las reversiones súbitas (Sudden Stops) de los flujos de capital. Este análisis permite obtener una medida objetiva respecto al grado de coincidencia temporal de las reversiones súbitas en los flujos netos de capital hacia los doce países bajo análisis.

Además evita dos importantes debilidades presentes en la metodología de correlaciones, en primer lugar, los coeficientes de correlación contemporáneos no toman en cuenta el efecto de las estructuras de rezagos en las correlaciones entre pares de países lo que puede afectar la viabilidad financiera del Fondo.

En segundo lugar, tampoco considera el efecto “riesgo de correlación”, es decir, el hecho que las correlaciones en períodos “normales” pueden ser bajas, pero aumentar justamente en períodos de crisis, restando viabilidad financiera al Fondo (véase por ejemplo Levy-Yeyati et al., 2012).

Se detectaron mediante la metodología de Calvo, Izquierdo y Mejía (2004, 2008) los episodios de Sudden Stops en los flujos netos de capital para cada uno de los doce países bajo análisis utilizando datos mensuales para el período comprendido entre enero de 1990 y diciembre de 2011.

Considerando que los flujos de capital que se registran en las estadísticas de Balanza de Pagos son en la mayoría de los países de frecuencia trimestral, se utilizó un proxy mensual para estos flujos, tal como el utilizado por esos autores (véase anexo 2 para una explicación de la metodología utilizada).

Los resultados se presentan en el cuadro 7 centrando el análisis en los siguientes períodos de crisis: Crisis del Tequila (1994-1995), Crisis Asiático-Ruso-Brasileña (1997-1999), Crisis Argentina (2001-2002) y Crisis Global (2008-2009). Las celdas en color rojo representan los períodos en que los países experimentaron Sudden Stops.

Tal como se observa la metodología logra capturar muchos de los episodios de Sudden Stops notorios en la literatura tales como el sufrido por México en 1994-1995, por Brasil en 1998-1999, por Argentina en 2001-2002, entre otros.

Otros eventos conocidos, como por ejemplo las salidas de capital de corto plazo desde Argentina en 1999 no se detectan mediante esta metodología ya que en ese caso la salida de flujos financieros de corto plazo se vio compensada por procesos de privatización que se reflejaron en grandes volúmenes de inversión extranjera directa (IED) que ingresó al país.

A nuestro entender esto constituye una ventaja de la metodología en tanto lo que se pretende es detectar cortes abruptos en el financiamiento externo total con que cuentan los países sin excluir ninguna de las formas que este pudiera presentar.

CUADRO 7
EPISODIOS DE SUDDEN STOPS EN LOS FLUJOS NETOS DE CAPITALES

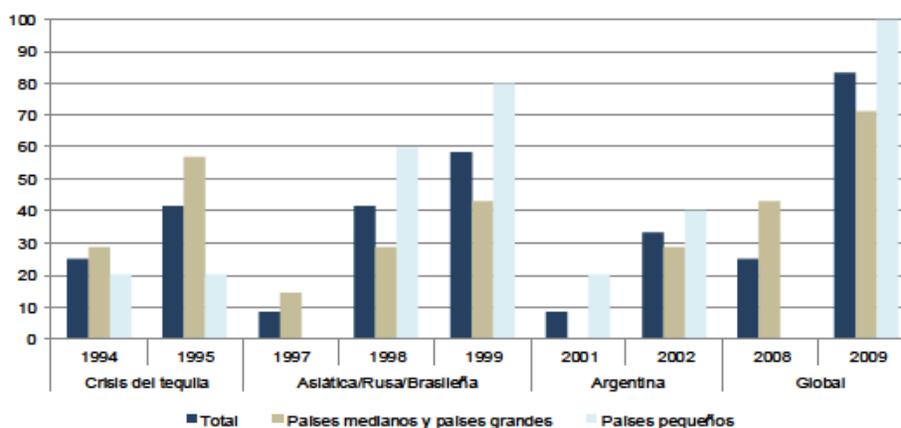
	Crisis del tequila (1994-1995)	Crisis Asiática/Rusa (1997-1999)	Crisis Argentina (2001-2002)	Crisis global (2008-2009)
Brasil				
México				
Argentina				
Venezuela				
Colombia				
Perú				
Chile				
Ecuador				
Costa Rica				
Uruguay				
Bolivia				
Paraguay				

Fuente: Elaboración propia.

Nota: En oscuro, episodio de Sudden Stop en los flujos netos de capitales.

A partir de estos resultados se calculó qué porcentaje de países experimentó un episodio de Sudden Stop de manera simultánea en cada período (véase el gráfico 1). Esto se hizo en una base anual, lo que significa que si un país sufrió un Sudden Stop en el primer semestre de un cierto año y otro país lo sufrió en el segundo semestre del mismo año a efectos de nuestros cálculos se considera que ambos episodios son simultáneos⁵. Esto tiene sentido en tanto si dos países sufren problemas de Balanza de Pagos de manera levemente desfasada en el tiempo, a los efectos de un Fondo de reservas es como si los sufrieran de forma simultánea ya que los recursos desembolsados al primero no podrían estar disponibles para un segundo que solicitara apoyo poco después.

GRÁFICO 1
PORCENTAJE DE PAÍSES QUE EXPERIMENTAN UN EPISODIO DE SUDDEN STOP DE MANERA SIMULTÁNEA
(Sobre el total de países de cada grupo)



Fuente: Elaboración propia.

⁵ Los episodios que hubieran comenzado en un año y se prolongaran hasta el siguiente se imputaron a este último (por ejemplo, algunos de los Sudden Stops comenzados a finales de 2008 que se prolongan durante 2009, se imputaron a 2009).

Tal como puede observarse, solamente en los años 1999 y 2009 hubo simultaneidad en una mayoría —más del 50% del total— de países. En ambos casos sin embargo, la simultaneidad se dio principalmente entre el grupo de países pequeños y no tanto entre los países grandes y medianos.

Por otra parte, la crisis del año 2009 constituyó una crisis de gran envergadura que, tal y como el nombre de “crisis global” lo indica, afectó básicamente al mundo en su conjunto por una u otra vía. En este sentido se puede decir que esta última crisis fue más bien una excepción y no la regla en lo relativo a episodios de Sudden Stops en los países de la región.

Los resultados obtenidos son consistentes con los de la sección anterior aportando evidencia firme en cuanto a la viabilidad financiera de ampliar el FLAR a este conjunto de doce países. Se observa que las crisis de tipo sistémico y el contagio generalizado no son la “moda” sino que por el contrario, los Sudden Stops afectan en general de manera simultánea a cierto porcentaje de países pero no a la totalidad de los mismos.

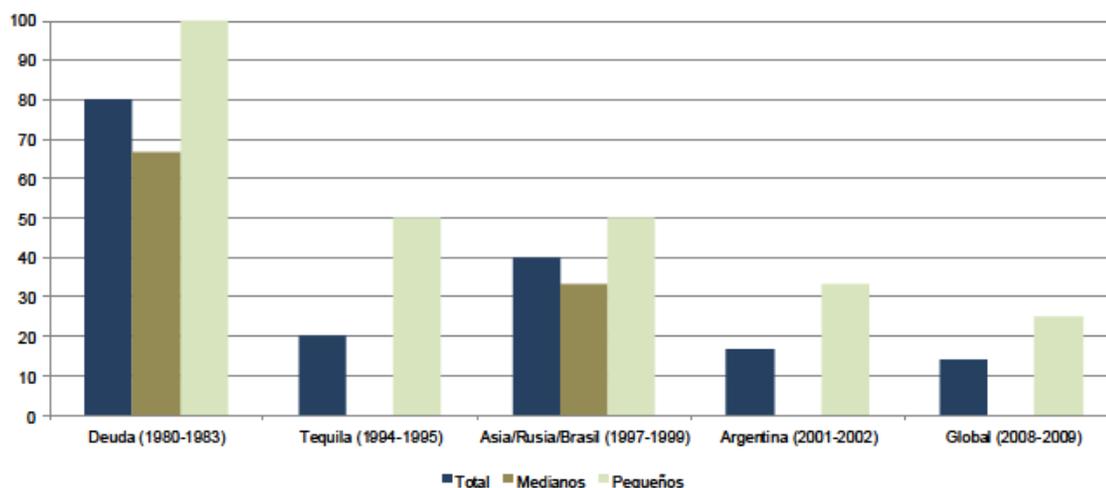
El análisis a nivel de grupos de países revela además que en los dos años donde el porcentaje de simultaneidad resultó más elevado, se trató de episodios de Sudden Stop sufridos por parte de los países pequeños; para los países de tamaño grande y mediano la simultaneidad es menos frecuente.

Más aún y de manera más general los resultados se condicen el uso histórico de las facilidades del FLAR. La experiencia muestra que las líneas de crédito han sido utilizadas con mayor frecuencia en periodos de crisis y en particular durante la crisis de la deuda externa de comienzos de los ochentas, y en la crisis Asiática-Rusa-Brasileña (1997-1999) aunque con una mayor concentración en el periodo de crisis de la deuda externa.

En el periodo de la crisis externa el FLAR otorgó créditos a la cuasi totalidad de sus miembros mientras que durante la crisis Asiática-Rusa-Brasileña lo hizo para menos de la mitad de sus miembros. En la crisis Argentina y la más reciente crisis global (2009) sólo un país en cada episodio acudió al FLAR por necesidades de liquidez (véase el gráfico 2).

GRÁFICO 2
PORCENTAJE DE PAÍSES MIEMBROS QUE RECURRIERON AL FLAR
DURANTE EPISODIOS DE CRISIS

(Créditos de balanza de pagos y/o de liquidez)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de FLAR.

Nota: Sobre las barras se indica el total de países que recurrió al FLAR sobre el total de países miembros en cada momento. El grupo de países medianos incluye a Colombia, Perú y Venezuela mientras que el grupo de países pequeños incluye a Bolivia, Ecuador, Costa Rica (solamente desde 1999) y Uruguay (solamente desde 2008). Se consideraron únicamente los créditos de Balanza de Pagos y/o de Liquidez.

Así la experiencia muestra por un lado que todos los países miembros del FLAR han utilizado alguno de sus instrumentos (salvo Uruguay, que recién ingresó en 2008).

Por otra indica que la mayor frecuencia de utilización no ha implicado que los países acudan en la práctica de manera simultánea al FLAR. Esto puede por un lado responder justamente al hecho de que las necesidades de balanza de pagos no son simultáneas entre los países pero también denota el hecho que el FLAR no es la única línea de defensa para sus miembros sino que es uno de los instrumentos dentro de una gama más amplia de opciones de apoyo⁶.

⁶ En efecto, por ejemplo Colombia durante la crisis global (en 2009) optó por solicitar un préstamo de carácter precautorio —la llamada Línea de Crédito Flexible— por cerca de 10,5 mil millones de dólares al Fondo Monetario Internacional a pesar de ser miembro del FLAR.

II. Tamaño de un eventual FLAR ampliado

Dimensionar el tamaño de un fondo de reservas requiere en primer lugar estimar las necesidades potenciales de financiamiento por problemas de balanza de pagos de sus países miembros en base a la experiencia histórica. Para ello se aproximaron estas necesidades por la variación en los flujos netos de capitales centrando el análisis en periodos de crisis (Crisis del Tequila (1994-1995), Asiático-Ruso-Brasileña (1997-1999), Argentina (2001-2002) y Global (2008-2009)).

En segundo lugar se trata de dimensionar el fondo sobre la base que los fondos regionales constituyen mecanismos que operan dentro de una red más amplia de instancias de apoyo con que cuentan los países y que proveen distintos niveles de defensa ante choques externos.

En este sentido el Fondo debiera dimensionarse para cubrir los escenarios con mayor posibilidad de ocurrencia —según nuestros resultados aquellos en los que solo un porcentaje de los países y en general los de menor tamaño presenta necesidades simultáneas de financiamiento por problemas Balanza de Pagos— y para los casos en que su capital no resultara suficiente contar con mecanismos para potenciar sus recursos.

A. Necesidades potenciales de financiamiento

Las necesidades potenciales de financiamiento se aproximaron por las variaciones en los flujos netos de capitales hacia los países (véase el cuadro 8), tal como en Agosin y Heresi (2011), en los episodios de crisis considerados más representativos para la región. La razón para no tomar los flujos netos sino las variaciones de estos, es que lo relevante para un país es la variación en el financiamiento disponible más que su monto absoluto.

Si un país recibe un monto muy importante de financiamiento en un año dado y en el siguiente el monto sigue siendo positivo pero drásticamente menor, esto puede considerarse de todas formas como un Sudden stop y el país deberá o bien hacer un ajuste en cuenta corriente o bien perder reservas internacionales para compensar ese menor financiamiento externo.

CUADRO 8
PAÍSES DEL FLAR AMPLIADO: VARIACIONES ANUALES DE
LOS FLUJOS NETOS DE CAPITAL
(En miles de millones de dólares)

	Crisis Tequila		Crisis Asiático-Ruso- Brasileña			Crisis Argentina		Crisis global		Mediana estadística
	1994	1995	1997	1998	1999	2001	2002	2008	2009	
Brasil	1,0	21,6	-7,0	-3,2	-13,0	-13,6	-19,5	-46,6	11,3	
México	-18,0	-26,3	11,1	-5,4	-4,5	12,8	-8,3	-3,7	1,0	
Argentina	-8,3	-6,4	8,1	-0,1	-5,1	-23,6	-6,5	-15,5	2,1	
Venezuela (República Bolivariana de)	-6,4	0,0	2,7	2,3	-3,4	2,4	-8,2	-1,1	11,4	
Colombia	0,6	1,3	0,4	-3,3	-4,5	2,1	-0,3	0,5	-2,3	
Perú	3,0	-0,2	2,0	-3,9	-1,2	0,6	0,4	0,6	-6,1	
Chile	2,8	-3,1	1,4	-4,8	-0,7	-1,8	-1,0	24,3	-10,3	
Ecuador	0,4	-0,4	-0,1	1,5	-2,8	7,1	0,5	-0,2	-1,7	
Costa Rica	-0,2	0,6	0,1	0,1	0,5	0,3	0,6	-0,1	-2,0	
Uruguay	0,3	-0,1	0,4	-0,1	-0,4	-0,3	-2,4	1,2	-1,8	
Bolivia (Estado Plurinacional de)	0,0	0,2	0,2	0,3	-0,3	0,0	0,2	1,2	-0,3	
Paraguay	0,2	0,0	0,3	-0,1	-0,2	0,1	-0,1	-0,1	-0,1	
TOTAL	-32,9	-36,5	-7,1	-20,8	-36,1	-39,2	-46,3	-67,4	-24,6	-36,1
TOTAL medianos	-14,7	-9,7	0,0	-12,1	-14,8	-25,4	-16,0	-16,6	-18,7	-14,8
TOTAL pequeños	-0,2	-0,5	-0,1	-0,2	-3,7	-0,3	-2,5	-0,4	-5,9	-0,4

Fuente: Elaboración propia en base a IFS del FMI.

Nota: Se trata de la cuenta capital y financiera de la balanza de pagos excluyendo financiamiento excepcional e incluyendo solamente la porción de la IED que corresponde a entradas netas hacia cada economía. En las tres últimas filas del cuadro se presentan sumas —por grupos de países— de las variaciones en los flujos considerándose solo aquellas de signo negativo.

Los resultados muestran en primer lugar que las necesidades de financiamiento han sido dispares y varían significativamente en las diferentes crisis.

En segundo lugar la estimación de las variaciones anuales en los flujos netos de capital para los doce países durante los períodos de crisis desde comienzos de la década de los noventa muestra que las necesidades máximas de financiamiento que se presentan en el cuadro representan una cota superior dada por escenarios de necesidades extremas. En este sentido, y por los motivos mencionados arriba, resulta más útil para dimensionar el tamaño requerido del Fondo considerar la mediana estadística de los datos⁷.

Así para el grupo de los doce países, la mediana de las necesidades de financiamiento es de 36.100 millones de dólares, en tanto que es de 14.800 millones de dólares para el grupo de países medianos, y de 400 millones de dólares para el grupo de países pequeños.

Dadas estas estimaciones, se concluye que un FLAR ampliado con un tamaño (capital pagado) de entre 9.000 y 10.000 millones —que a su vez pudiera ampliar sus espaldas para generar recursos prestables por algo más de 15.000 millones— proporcionaría a los países miembros un adecuado nivel de cobertura de sus necesidades de liquidez.

B. Escenarios de aporte de capital y capacidad de movilización de recursos por parte del Fondo

A continuación se presentan dos escenarios de aportes de capital y movilización de recursos consistentes con las cifras estimadas en la sección anterior. El primero consiste en un escenario donde los aportes de capital siguen la lógica que rige al Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR). En el segundo escenario los aportes de capital de los países se determinan siguiendo la fórmula de determinación de cuotas del Fondo Monetario Internacional —la que llamaremos “regla de aporte FMI”.

1. Escenario con regla de aporte tal como en el FLAR (post aumento de capital de julio de 2012⁸)

En el primer escenario los países que actualmente son miembros del FLAR —Bolivia, Colombia, Costa Rica, Ecuador, Perú, Uruguay y Venezuela— mantienen sus aportes en los montos vigentes actualmente y los países “nuevos” aportan de acuerdo a su tamaño relativo dentro del grupo⁹.

De acuerdo a esta lógica el capital total del Fondo alcanzaría casi 9.000 millones de dólares, equivalente al 1,4% del acervo total de reservas internacionales de los doce países considerados. Con un Fondo de este tamaño —sin ningún grado de apalancamiento— se alcanzaría a cubrir de manera simultánea las potenciales demandas del grupo completo de países pequeños junto con la mitad de las necesidades de los países medianos por un total de 7.800 millones de dólares (véase el gráfico 3).

Si el Fondo decidiera apalancar su capital mediante endeudamiento de mediano y largo plazo por el 65% del capital pagado —que es el máximo autorizado en FLAR— se generarían recursos prestables por un total de 13.290 millones de dólares¹⁰. Con este volumen de recursos, el Fondo podría cubrir de

⁷ Recordar que la mediana estadística tiene la ventaja —con respecto a otra medida de tendencia central como es el promedio— de ser insensible a cambios en los valores extremos de la distribución. Es por esta razón que si la cifra evidenciada en 2008 no hubiera sido tan extrema, la mediana sería la misma.

⁸ A principio de julio de este año 2012 el FLAR aprobó un aumento del capital suscrito del 40%. En este escenario se considera el capital luego de haberse completado dicho aumento. Se está asumiendo para los escenarios que todo el capital suscrito es pagado.

⁹ Así por ejemplo, en su calidad de país pequeño, Paraguay aportaría lo mismo que los miembros pequeños del FLAR —Bolivia, Costa Rica, Ecuador y Uruguay—, es decir, unos 328,2 millones de dólares. Por su parte, Argentina y Chile aportarían lo mismo que los miembros medianos del FLAR —Colombia, Perú y Venezuela—, es decir, unos 656,3 millones de dólares cada uno, el doble del aporte de los países pequeños. Por último para Brasil y México, los dos países más grandes del grupo, este escenario supone que cada uno aportaría tres veces el monto de aporte de los países medianos, es decir unos 1.969 millones de dólares.

¹⁰ Los recursos prestables, RP, se calculan como sigue: $RP = K + 0,1K - 0,25K + eK$, donde K es el capital pagado y e es el porcentaje de endeudamiento. Se está suponiendo que las reservas son el 10% del capital pagado, y que un 25% del capital pagado se destina a funcionamiento (véase Alonso, G., Magali, I. y M. Villa, 2012).

manera simultánea más del 85% de las potenciales necesidades del grupo completo de países miembros con la excepción de los dos más grandes del grupo, las cuales se estimaron en 15.300 millones de dólares.

El Fondo así concebido tiene implícito el hecho que los países grandes —notablemente Brasil y México— pero también algún país mediano en escenarios en que no fueran suficientes los recursos del Fondo utilizarían vías alternativas de financiamiento y solo recurrirían al Fondo como una línea de defensa más marginal.

Si bien el aporte de los países grandes a la base de capital del Fondo es muy importante en este escenario —aportan por sí solos un 44% del capital total— cabe notar que el costo de participación para estos países no resulta elevado en términos de su acervo total de reservas internacionales ni tampoco en comparación con la cuota de aporte de los países al Fondo Monetario Internacional (véase el cuadro 9).

CUADRO 9
COMPARACIÓN DE LOS ESFUERZOS DE APORTE DE LOS PAÍSES:
APORTE AL FLAR AMPLIADO (ESCENARIOS 1 Y 2) Y APORTE AL FMI
COMO PORCENTAJE DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES

	Aporte escenario 1	Aporte escenario 2	Aporte al FMI
Brasil	0,68	0,94	2,27
México	1,63	1,93	4,63
Países grandes	0,96	1,23	2,96
Argentina	1,26	2,60	6,24
Venezuela (República Bolivariana de)	2,21	5,75	13,79
Colombia	2,34	1,77	4,24
Perú	1,48	0,93	2,22
Chile	2,36	1,97	4,73
Países medianos	1,80	2,48	5,95
Ecuador	12,51	8,50	20,40
Costa Rica	7,09	2,27	5,45
Uruguay	4,29	2,57	6,16
Bolivia (Estado Plurinacional de)	3,37	1,13	2,71
Paraguay	7,88	1,54	3,69
Países pequeños	5,70	2,42	5,82
Total FLAR ampliado	1,43	1,66	3,97

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Fondo Monetario Internacional y de WDI del Banco Mundial. FMI (<http://www.imf.org/external/np/sec/memdir/members.aspx#1>).

Nota: Para el stock de Reservas Internacionales se consideró el dato a fines de 2010.

Por lo demás, a través de su participación en una iniciativa de este tipo estos países estarían jugando un rol protagónico en la cooperación financiera regional, rol que incluso les proporcionaría los beneficios derivados de una mayor estabilidad financiera a nivel regional.

El hecho de que los aportes de capital de los países pudieran contabilizarse como parte de los acervos de reservas internacionales —tal como hoy en día sucede en el Fondo Monetario Internacional— constituiría un incentivo adicional.

2. Escenario con regla de aporte según los criterios utilizados por el FMI

En este escenario los aportes de capital de los países se determinan siguiendo la fórmula de determinación de cuotas del Fondo Monetario Internacional —la que llamaremos “regla de aporte FMI”— pero son reescalados de forma que apliquen a un Fondo de la escala del FLAR, es decir a un

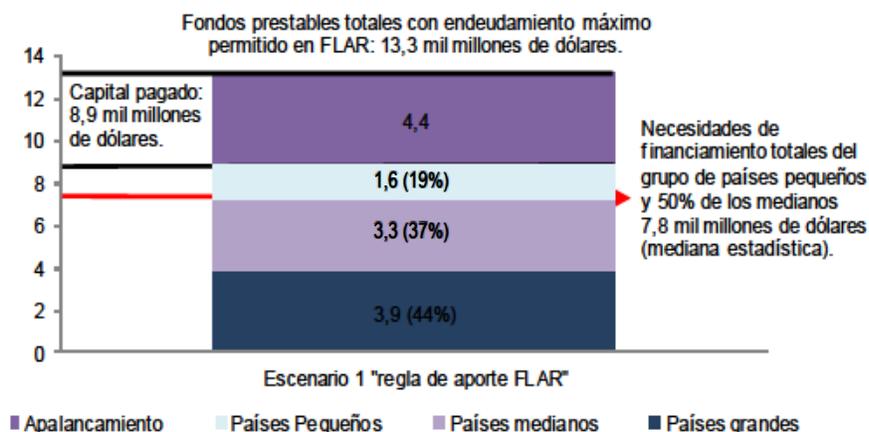
Fondo cuyo múltiplo de retiro es de 2,5 veces los aportes (véase el anexo 1) y no de 6 veces como en el caso del Fondo Monetario Internacional¹¹.

La forma sencilla de obtener los aportes bajo esta regla es tomar los montos de las cuotas que el Fondo Monetario Internacional ya ha calculado para los países y realizar un rebase, considerando que si la cuota de un país al FMI es de x millones de dólares, la cuota teórica de aporte al nuevo FLAR ampliado debiera ser de $x \cdot (2,5/6)$ ¹².

En este escenario el capital total del Fondo alcanzaría los 10.300 millones de dólares. Esta base de capital, apalancada mediante endeudamiento por el 65% del capital pagado generaría recursos prestables por un total de 15.400 millones de dólares (véase la nota al pie 10).

Al igual que en el caso del primer escenario, este Fondo sería capaz de cubrir de manera simultánea las necesidades potenciales de financiamiento de la totalidad del grupo de países pequeños y la mitad de las necesidades potenciales del grupo de países medianos —por un total de 7.800 millones de dólares— sin ningún grado de apalancamiento.

GRÁFICO 3
DIMENSIONES DE UN FLAR AMPLIADO SEGÚN “REGLA DE APORTE FLAR”
(En miles de millones de dólares)



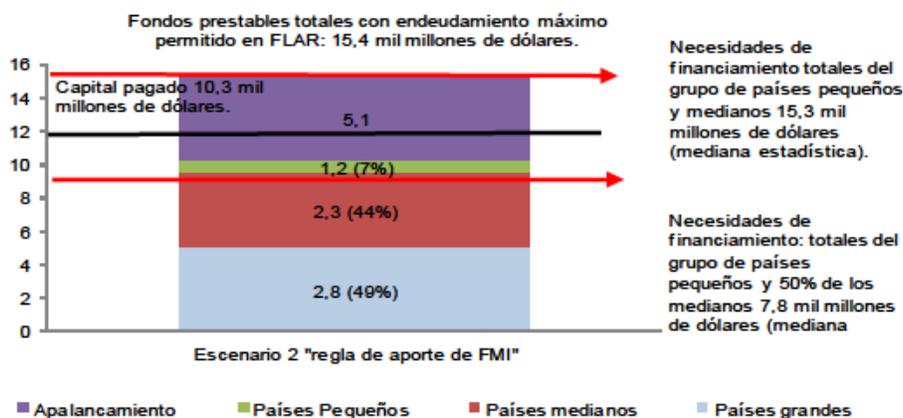
Fuente: Elaboración propia.

Si bajo este escenario el fondo decidiera apalancar su capital mediante endeudamiento por el 65% de su capital pagado generaría recursos prestables por 15.400 millones de dólares con lo cual cubriría con creces la totalidad de las necesidades potenciales del grupo completo de países pequeños y medianos que se habían estimado en 15.300 millones de dólares (véase el gráfico 4).

¹¹ Los créditos del FMI son por hasta un 200% de la cuota en un año dado pero en forma acumulativa se puede llegar al 600% de la cuota. Las cuotas de aporte al FMI han sido determinadas por el organismo en base a una fórmula en la que se tienen en consideración con distintas ponderaciones cuatro variables: el tamaño de la economía medido por una combinación del PIB a tipos de cambio de mercado y en Paridad de Poder Adquisitivo, el volumen de reservas internacionales, el grado de apertura —medido como la suma los pagos e ingresos externos corrientes— y la variabilidad de los ingresos externos corrientes y de los flujos de capitales. (Véase detalles en <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/021012.pdf>).

¹² Las cuotas fueron en realidad calculadas en millones de DEG y luego convertidas a dólares al tipo de cambio US\$/DEG promedio de los meses de marzo, abril y mayo de 2012.

GRÁFICO 4
DIMENSIONES DE UN FLAR AMPLIADO SEGÚN “REGLA DE APORTE FMI”
(En miles de millones de dólares)



Fuente: Elaboración propia.

3. Formas de “ampliar las espaldas” financieras del Fondo regional

En la medida que el Fondo regional es parte de una red más amplia de instancias de la arquitectura financiera global, es factible pensar que este puede contar con mecanismos para “ampliar sus espaldas” —ya sea mediante apalancamiento o presentando acciones en conjunto con otras instituciones tales como el Fondo Monetario Internacional u otras— si se dieran escenarios en los cuales su capital no resultara suficiente para enfrentar las demandas de los países miembros¹³.

Una primera opción sería por ejemplo que el Fondo tuviera firmados compromisos de créditos en dólares, ya sea con países que prefirieran participar en el arreglo mediante esta alternativa en lugar de aportando capital, o bien con países de fuera del arreglo. Los contratos de compromiso de créditos al Fondo de reservas serían contingentes y se activarían en caso de solicitud por parte de este último.

En dichos contratos deberían quedar preestablecidas todas las condiciones de los créditos (plazos, tasas de interés y posibilidad de renovaciones, entre otros), de manera tal de no tener que negociarlas en el momento de la activación sino que ya hubieran sido pre-negociadas.

De esta forma el Fondo podría disponer, en caso en que fuera necesario, de recursos adicionales a su capital de forma muy expedita. Estos compromisos de crédito serían algo muy similar a los Nuevos Acuerdos para la Obtención de Préstamos (New Arrangements to Borrow, NAB), instituidos por el FMI como forma de ampliar su capacidad crediticia en caso de necesidad¹⁴.

En la actualidad en nuestra región tres países —Brasil, Chile, y México— son participantes de los NAB con el Fondo Monetario Internacional, los que alcanzan montos cercanos a los 13.500, 2.100 y 7.700 millones de dólares, respectivamente.

¹³ Idealmente estas alternativas para que el Fondo pueda hacerse de los recursos extras en caso de necesidad debieran estar pre-negociadas de forma de tener un carácter más expedito y menos costoso que el salir a negociarlas una vez que se presenta la necesidad.

¹⁴ Propuestos en la cumbre de 1995 del G-7 en Halifax tras la crisis financiera mexicana, los NAB recién se hicieron efectivos en noviembre de 1998. A raíz de la crisis global, el G-20 en su reunión de abril de 2009 acordó un incremento de los recursos a disposición del FMI y en particular una ampliación y flexibilización de los NAB. El monto de recursos disponibles para el FMI en el marco de los NAB aumentó a unos 367.500 millones de DEG (aproximadamente unos 565.000 millones de dólares), frente a los DEG 34.000 millones de los NAB originales (véase <http://www.imf.org/external/np/exr/facts/spa/gabnabs.htm>).

Algunos países podrían apoyar al FLAR ampliado por esta vía. Los países que firmaran acuerdos de créditos recibirían, en caso de activación de los mismos, una tasa de interés que si bien probablemente no sería elevada —por ejemplo, si suponemos que se adopta un sistema parecido al de los NAB del FMI la tasa sería la de los DEG— tampoco debiera ser mucho más baja que la que obtienen los Bancos Centrales Latinoamericanos por la porción de sus reservas que mantienen invertidas en instrumentos “seguros”. El riesgo de crédito sería además el del Fondo de reservas y no el de los países específicos al que dicho Fondo concediera los préstamos.

Otras opciones serían por ejemplo que el Fondo tuviera pre-negociadas líneas de crédito contingentes con la banca privada internacional (Agosin y Heresi, 2011) o que tuviera firmados acuerdos de compra de títulos de deuda con países interesados. Esta última opción ha sido utilizada recientemente por el Fondo Monetario Internacional.

El organismo ha firmado, desde el año 2009, acuerdos con varios países que se comprometieron a comprar pagarés que éste eventualmente emitirá si llegara a necesitar potenciar sus recursos disponibles para préstamos. Por ejemplo, en 2010 Brasil firmó un acuerdo de compra de pagarés del FMI por hasta 10.000 millones de dólares.

Dados los límites estatutarios al apalancamiento y los derivados de sus posibles consecuencias negativas sobre la calificación crediticia de un Fondo, una tercera opción es que éste buscara presentar una acción en conjunto con otro arreglo, por ejemplo con el FMI¹⁵.

La posibilidad de que el FMI pudiera complementar paquetes de un Fondo regional a alguno de sus miembros mediante un préstamo bilateral o mediante un préstamo al propio Fondo regional ya ha sido contemplada por el FMI en alguno de sus documentos, pero para ello sería necesaria la reforma de los estatutos (Articles of Agreement) del organismo para su cuenta de Recursos Generales (Henning, 2011).

Aún si se llevara a cabo esta modificación y esta alternativa se tornara posible existen varios elementos que habría que resolver en cada caso y que no resultan evidentes ni directos. Entre otros asuntos habría que definir exactamente cuánto contribuye el Fondo regional y cuánto el FMI al paquete conjunto, quién decide las condiciones de la asistencia y quién realiza la supervisión (Henning, 2011).

¹⁵ Mayores niveles de apalancamiento pueden traducirse en un empeoramiento de calificación crediticia con las consecuencias negativas que ello trae aparejadas. Véase por ejemplo Levy-Yeyati y Cohan (2011).

III. Los desafíos de la gobernanza en un FLAR ampliado

Los fondos regionales, incluyendo el FLAR, tienen una serie de atributos positivos incluyendo la capacidad de respuesta y flexibilidad necesaria para hacer frente a los choques externos. Aparte en el caso del FLAR hay que enfatizar la baja condicionalidad en el otorgamiento de recursos que contribuye a que recurrir al FLAR no constituya un estigma para los países.

También hay que destacar el sentido de pertenencia de las instituciones regionales y subregionales como el FLAR por parte de los países miembros y, especialmente, de los medianos y pequeños, que perciben correctamente que tienen una voz más fuerte en ellas.

Este mayor sentido de pertenencia crea una relación especial entre las instituciones y los países, que en el caso del FLAR se ha expresado en la práctica en una fuerte posición de acreedor preferente por parte de este último.

Compatibilizar estos atributos con la estructura de gobernanza de un FLAR ampliado con una mayor membresía y con un volumen mayor de recursos bajo su administración plantea importantes desafíos en términos de: i) mecanismos de votación y su relación con el poder de decisión; ii) los criterios para la asignación de recursos financieros; y iii) los mecanismos de supervisión.

A. Mecanismos de votación y poder de decisión

En el FLAR, el poder de voto que los países miembros tienen al interior de los órganos decisorios —la Asamblea General y el Directorio— es independiente de su aporte económico al Fondo. Cada país miembro cuenta con una silla y un voto en ambos órganos¹⁶.

¹⁶ La regla “un país, un voto”, exige que el capital pagado por los países se sitúe por encima de cierto umbral. En la actualidad, dicha regla es satisfecha por todos los países miembros, de modo que todos cuentan con su respectivo voto.

Esto, unido al hecho que los acuerdos en ambos órganos se toman con el voto favorable del 75% del total de representantes/directores que asistan, implica en la práctica que la opinión de una clara mayoría de los países es la que estará siendo recogida en las decisiones que finalmente se voten. Más aún, como una forma adicional de garantizar que todas las voces sean escuchadas, el FLAR exige para las decisiones de la Asamblea respecto a temas que se consideran de relevancia fundamental, una súper-mayoría consistente en que los votos negativos no superen el 20% del total de votos emitidos (FLAR, 2012)¹⁷.

Esta institucionalidad ha fomentado un fuerte sentido de pertenencia de los países miembros hacia dicha institución que se expresa a su vez en una clara posición de acreedor preferente por parte de la misma; los países miembros siempre han honrado sus compromisos con el FLAR, aun en momentos de moratoria sobre sus deudas soberanas¹⁸.

A su vez la posición de acreedor preferente constituye una de las causas por las cuales las calificadoras de riesgo otorgan al FLAR una muy buena calificación crediticia, superior a la de cualquiera de sus países miembros considerados individualmente y de hecho, en este momento, la mejor de América Latina (véase Ocampo, 2012; Ocampo y Titelman, 2012)¹⁹.

Naturalmente, una buena calificación crediticia permite al FLAR acceder a los mercados financieros en condiciones ventajosas y por ende, ser capaz de otorgar créditos a sus países miembros en mejores condiciones que las que estos podrían obtener en los mercados privados de crédito (Ocampo, 2012). La gobernanza del FLAR en términos de los mecanismos de votación y poder de decisión está en claro contraste con lo que ocurre en otros arreglos a nivel global y regional, donde el poder de voto se concentra en pocos países y donde por ende la voz del resto de los miembros es menor.

Por ejemplo, en el Fondo Monetario Internacional, el poder de voto está estrechamente vinculado al aporte económico. Así, de un total de 188 países miembros, los 10 mayores contribuyentes, que aportan en conjunto un 55% de los recursos, concentran de igual forma más de la mitad de los votos.

En la Iniciativa Chiang Mai Multilateralizada por su parte, China, Japón y Corea del Sur son los países que más aportan, concentrando un 80% de los aportes al arreglo, en tanto que concentran más del 70% de los votos.

En este caso además, las decisiones al interior del órgano decisorio —el Executive Level Decision Making Body (ELDMB)— se deben tomar por una mayoría de dos tercios de los votos, lo cual implica en la práctica que estos tres países pueden tomar por sí solos la mayoría de las decisiones²⁰.

Estos ejemplos dejan al descubierto el gran desafío que se presenta para un eventual FLAR ampliado en lo que se refiere a sus mecanismos de toma de decisiones manteniendo el sentido de pertenencia que lo ha caracterizado.

Si bien el mecanismo de votación del FLAR actual es el más igualitario y ésa es una característica deseable de cualquier sistema de toma de decisiones, cabe reflexionar si en un FLAR ampliado, con una dispersión de aportes mayor a la actual, y donde países como Brasil y México concentrarían altos porcentajes de los aportes totales, sería factible mantener el principio de “un país, un voto” o tendría que optarse por un mecanismo que involucre una mayor concentración del poder de voto.

¹⁷ Esta súper-mayoría aplica para decisiones respecto de aumentos de capital, creación de Fondos especiales, modificaciones del convenio del Fondo o modificaciones de límites y plazos de créditos (FLAR, 2012).

¹⁸ Por ejemplo, Perú y Ecuador incurrieron en situación de default en las décadas de los años ochenta y noventa, y sin embargo continuaron cumpliendo con sus obligaciones con el FLAR (Ocampo y Titelman, 2009-2010).

¹⁹ En efecto, las propias calificadoras de riesgo ponen al estatus de acreedor preferente del FLAR como uno de los motivos para asignarle buenas calificaciones de riesgo (véase por ejemplo Moody's, 2008 y Standard & Poor's, 2008).

²⁰ Al igual que en el FLAR, en la CMIM se establece una regla distinta para las decisiones que se consideran respecto de temas fundamentales. En casos tales como cambios en las contribuciones financieras, en las reglas básicas o en los países participantes las decisiones deben ser tomadas por consenso.

B. Criterios para la asignación del crédito

La definición de cuáles deben ser los criterios para el otorgamiento de los recursos financieros por parte de los Fondos es otro de los temas cruciales que plantean importantes desafíos a la hora de compatibilizar la legitimidad y sentido de pertenencia con la capacidad y flexibilidad de respuesta de un fondo regional.

El dilema clásico para un Fondo de reservas es determinar en qué grado sus recursos estarán disponibles de manera flexible y rápida para los países —es decir con pocas o ninguna condicionalidad— y en qué grado estarán sujetos a condiciones de distinto tipo que los países deberán cumplir para poder acceder a ellos.

El FLAR no establece básicamente condicionalidades y esta es una de las características de la gobernanza del FLAR que lo distingue del resto de los Fondos. En los demás casos existen en general condicionalidades ya sean explícitas o implícitas impuestas con el objetivo de contrarrestar posibles problemas de riesgo moral y situaciones de impago por parte de los países. Sin embargo, en varios casos estas condicionalidades han actuado en la práctica como barreras de acceso y han hecho que los países prefieran no recurrir a los arreglos que las imponen.

En el Fondo Monetario Internacional, por ejemplo, el establecimiento de condicionalidades para acceder a los Acuerdos de Derecho de Giro (Stand-By Arrangements, SBA), que hasta hace poco eran los que con mayor frecuencia se otorgaban a países de ingreso medio que estuvieran enfrentando crisis, tendió a generar con el correr del tiempo una percepción negativa hacia un país que hubiera tenido que recurrir al organismo.

Hubo una suerte de estigmatización, por la cual si un país recurría al Fondo, implicaba que estaba en problemas por haber practicado malas políticas económicas. Naturalmente, un Fondo de reservas que sufre de este tipo de estigmatización puede hacer poco por apoyar a sus miembros en los momentos de crisis. Por una parte, la propia estigmatización puede exacerbar la crisis, mientras que por otra parte las condicionalidades en términos de políticas de ajuste impuestas al país, también podrían incidir finalmente de forma negativa en su desempeño económico²¹.

En la Iniciativa Chiang Mai Multilateralizada, las condiciones para el acceso a apoyo financiero también plantearon problemas. Si bien éstas no son explícitas, existe el llamado IMF-link, por el cual desembolsar más del 20% del monto disponible a un país requiere que éste llegue primero a un acuerdo con el Fondo Monetario Internacional. Se cree que fue justamente este vínculo con el FMI lo que obstaculizó su utilización aún en momentos de gran necesidad por parte de los países participantes, como por ejemplo durante la reciente crisis global²².

Si bien no es evidente que la experiencia del FLAR pueda ser replicable en otros arreglos o incluso en un FLAR con mayor número de miembros y mayores montos de recursos involucrados, sí parece haber quedado en evidencia que mayores grados de flexibilidad en el otorgamiento de recursos constituye un atributo positivo que debieran intentar tener todos los Fondos de reservas²³.

²¹ Para una revisión de las condicionalidades y programas de ajuste impuestos a los países en sendos programas de crédito aprobados por el FMI desde 1995 véase Henning (2011).

²² Estrictamente, en 2008 estaba vigente en Asia la precursora de la iniciativa CMIM, entonces conocida como Iniciativa Chiang Mai (CMI), que consistía en una red de swaps bilaterales de monedas entre los países y que también establecía un IMF-link para el acceso a los créditos. La CMI nunca fue utilizada. A pesar de tener contratos de swaps por 18.500 millones de dólares a través de la CMI, durante la crisis global Corea recurrió a un swap bilateral con la Reserva Federal de Estados Unidos por 30.000 millones de dólares, ya que sin un programa con el FMI los recursos realmente disponibles para el país eran de solo 3.700 millones de dólares. A su vez, el haber buscado dicho programa habría significado según algunos un “suicidio político” para el Gobierno, luego de la mala experiencia vivida durante la crisis de 1997-1998 (véase Sussangkarn, 2010; Dixon, 2012). También Singapur e Indonesia recurrieron a un swap con la Reserva Federal durante la crisis global en lugar de recurrir a la CMI, aunque a este último país no le fue concedido.

²³ Además, el hecho de que el FLAR no “ata” sus condiciones a las de otros Fondos —como si sucede en la CMIM con el IMF-link, sin dudas es otro de los factores que hacen al mayor sentido de pertenencia por parte de los países miembros.

En efecto, se ha observado a partir de la crisis más reciente (2008-2009) un reconocimiento de este atributo por la vía de una tendencia hacia la mayor flexibilización en las condiciones de otorgamiento de liquidez por parte de varios arreglos, incluido el propio Fondo Monetario Internacional.

En plena crisis global, el FMI reformó los acuerdos Stand-By “para darles más flexibilidad y capacidad de respuesta a las necesidades de los países”²⁴. Se elevaron los límites de acceso, se aumentó el monto de los desembolsos iniciales, y se racionalizaron y simplificaron las condiciones exigidas. Asimismo, creó la Línea de Crédito Flexible (LCF) que se aprueba para un país solicitante que cumpla con ciertas condiciones ex ante, pero que luego no impone condiciones ex-post en términos de metas y políticas²⁵.

También los Fondos regionales, tanto el FMA como la CMIM, han ido en la dirección de flexibilizar las formas en que brindan asistencia financiera a sus miembros.

En el caso del Fondo Monetario Árabe, en 2009 durante la crisis global se creó una nueva línea de liquidez que se otorga sin exigir condiciones a los países respecto de reformas de ningún tipo. En la CMIM se decidió recientemente aumentar el porcentaje de créditos disponibles sin acuerdo previo con el FMI y se acordó también la creación de la CMIM Precautionary Line (CMIM PL), que es una línea de crédito parecida a la LCF del Fondo Monetario Internacional, y que operará con condiciones ex-ante en lugar de ex-post²⁶.

El FLAR ampliado deberá evaluar si mantener la forma actual de otorgar recursos sin condiciones o si introducir alguna forma de condicionalidad por ejemplo de tipo ex ante. En este último caso se abriría un importante desafío, ya que las políticas macroeconómicas de los países son distintas y no es obvio que todos puedan ponerse de acuerdo en cuáles son los criterios ex-ante “adecuados” que se deberán establecer. Tampoco es obvio que puedan llegar a un acuerdo respecto de cómo supervisarán y determinarán el grado de cumplimiento de las condiciones por parte de los países.

C. Mecanismos de supervisión

Los mecanismos de supervisión son una tercera área en la cual se plantean desafíos para compatibilizar la flexibilidad y capacidad de respuesta con la legitimidad y sentido de pertenencia. Cualquiera sea la forma de toma de decisiones que se establezca, un elemento fundamental que cabrá definir es el de cuál será el sistema de supervisión o surveillance bajo el cual funcionará el Fondo.

El término surveillance hace referencia a los procesos de monitoreo y consultas regulares con los países miembros del Fondo los cuales ayudan a detectar de forma temprana posibles vulnerabilidades de los países y por ende pueden contribuir a evitar potenciales crisis (Ciorciari, 2011).

La tarea de determinar cómo será el sistema de supervisión en un Fondo no es trivial ya que se trata de asuntos sensibles que atañen a las políticas de los países. A nivel de arreglos regionales, la supervisión entre pares es un tema particularmente sensible y no carente de problemas dado que muchas veces los países prefieren no juzgar las políticas de sus países vecinos. A este problema se agrega el hecho que por otra parte no es evidente que los arreglos regionales puedan tener las capacidades —no

²⁴ Véase <http://www.imf.org/external/spanish/pubs/ft/survey/so/2009/new032409as.pdf>.

²⁵ Para los países que califican —aquellos que según el FMI tengan fundamentos económicos y políticos muy sólidos y por ende cumplan con estrictos criterios de calificación preestablecidos— la LCF no tiene un monto máximo pre-establecido y tiene un desembolso inmediato en lugar de ser escalonado. Se trata de una línea de crédito a través de la cual el FMI intentó complementar su rol de mitigación con el de prevención de las crisis. En efecto, el acuerdo brinda flexibilidad al país, al permitirle que gire en el momento en que se aprueba la totalidad del monto, o bien utilizarlo con fines precautorios. En 2011, el organismo creó la Línea de Precaución y Liquidez (LPL), para atender de manera flexible las necesidades de liquidez de países con factores de vulnerabilidad que les impedirían usar la Línea de Crédito Flexible (LCF). La LPL combina criterios para la calificación de acceso ex-ante con algunas condiciones ex-post focalizadas justamente en reducir dichas vulnerabilidades.

²⁶ En la 15ª reunión de Ministros de Finanzas y Gobernadores de Bancos Centrales de ASEAN+3 a principio de mayo de 2012, se decidió aumentar el porcentaje de créditos disponibles sin acuerdo previo con el FMI al 30% en 2012 para luego evaluar su posible incremento a 40% en 2013 (véase <http://www.aseansec.org/Joint%20Media%20Statement%20of%20the%2015th%20ASEAN+3%20Finance%20Ministers%20and%20Central%20Bank%20Governor's%20Meeting.pdf>).

sólo de independencia técnica sino también en términos de los recursos económicos y humanos suficientes— para llevar adelante los procesos de supervisión necesarios.

En Asia, al momento de la multilateralización de la Iniciativa Chiang Mai, en 2010, ya existían mecanismos formalizados de supervisión, que no habían resultado exitosos. El Economic Review and Policy Dialogue (ERPD), cuyo cometido era facilitar los intercambios voluntarios de información entre países así como las evaluaciones por parte de pares (peer review), había encontrado obstáculos en tanto los países no siempre proporcionan información en el tiempo y forma adecuados, y además en general había habido reticencia por parte de los países a criticar las políticas de sus vecinos (Ciorciari, 2011).

Por otra parte, la Macroeconomic and Financial Surveillance Office (MFSO), establecida en 2008, no había contado con recursos suficientes y además había enfrentado serios obstáculos políticos. Los informes que elaboraba podían ser revisados por los países y estos podían eliminar cualquier sección con la que no estuvieran de acuerdo o les resultara incómoda; así naturalmente los informes carecieron de objetividad y credibilidad (Ciorciari, 2011).

Por ello, una parte clave de las negociaciones con respecto al establecimiento de la CMIM incluyó el tema de establecer una nueva oficina de supervisión fuerte, que fuera capaz de llevar a cabo eficazmente la tarea. La Asean+3 Macroeconomic Research Office (AMRO) finalmente quedó establecida en mayo de 2011 con el objetivo de “monitorear y analizar las economías de la región” y contribuir así a la “detección temprana de riesgos, la rápida implementación de políticas compensatorias y la toma efectiva de decisiones por parte de la CMIM”²⁷.

La discusión hoy en día en Asia ronda justamente sobre los temas de cómo potenciarla, así como también sobre cómo mejorar los procesos al interior de los demás mecanismos de supervisión y la coordinación y complementación entre éstos.

En el caso del FLAR, si bien no existe una oficina de supervisión de carácter formal, el Fondo sí realiza un seguimiento macroeconómico a las economías de los países miembros que consiste en el análisis de su situación y perspectivas de desempeño, así como de su entorno, en el corto y mediano plazo²⁸.

Pero no es evidente que en un eventual FLAR ampliado pudiera mantenerse como una opción la falta de un mecanismo institucionalizado para la supervisión. Es posible que en ese caso tuviera que formalizarse la tarea mediante la creación de una oficina de supervisión, dotada de las capacidades necesarias para llevar adelante los procesos.

Dicha oficina podría y debería eventualmente buscar una adecuada división del trabajo con los organismos que hoy en día ya llevan a cabo la supervisión de los países del Fondo, en particular por ejemplo con el FMI.

Como afirma Henning (2011) para el caso de AMRO —pero que aplica para el eventual FLAR ampliado— la oficina de supervisión regional debiera ser capaz de i) proveer visiones quizás contrastantes a las del FMI respecto de las vulnerabilidades de los países miembros del arreglo, ii) proveer evaluaciones de manera más frecuente que las del FMI, y iii) participar en foros de discusión de las evaluaciones en conjunto con el FMI.

En definitiva, debiera existir una división del trabajo que si bien no duplique los esfuerzos, sea capaz de brindar visiones más completas y ajustadas a la realidad que de lo contrario no habrían sido posibles²⁹.

²⁷ Véase el comunicado: http://www.aseansec.org/documents/JMS_13th_AFMM+3.pdf.

²⁸ En los casos de que existan créditos desembolsados a un país, la Dirección de Estudios Económicos (DEE) del FLAR en general realiza una evaluación de la situación de balanza de pagos del mismo así como de la capacidad de repago para el período de vigencia del crédito. Esto puede implicar visitas técnicas a autoridades y técnicos de las instituciones económicas del país además de la presentación de informes a la Presidencia Ejecutiva y al Directorio del FLAR. Véase FLAR (2010) para el caso del seguimiento del crédito otorgado a Ecuador durante la crisis global.

²⁹ Este es un poco el caso de lo que sucede en Asia, donde el ERPD recibe como insumo para su proceso de diálogo las visiones tanto del FMI como del Banco de Desarrollo Asiático (ADB).

IV. Conclusiones

- El fortalecimiento del Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR), mediante la ampliación de su tamaño y membrecía constituiría un aporte importante a la provisión de un bien público regional y global como lo es la estabilidad financiera.
- Este documento tuvo como objetivo justamente arrojar luz sobre la viabilidad, las implicancias y los desafíos, de una eventual ampliación del FLAR a otros cinco países de la región: Argentina, Brasil, Chile, México y Paraguay.
- Un elemento central que guió la lógica del documento es la forma en que aquí se concibe a los Fondos regionales de Reservas.
- Se percibe que estos no deben ser vistos como la única línea defensa de sus países miembros sino que más bien forman parte de una red más amplia de instrumentos e instancias de apoyo con que cuentan estos para enfrentar choques externos.
- En este sentido contribuyen a densificar la arquitectura financiera internacional siendo una línea adicional de defensa para los países pero dentro de una estructura de cooperación financiera en varios niveles que responde a principios de subsidiariedad.
- Proveen un apoyo a la Balanza de Pagos pero no les corresponde el rol de prestamista de última instancia para la totalidad de sus miembros.
- Esta forma de concebir los Fondos de reservas regionales tiene dos implicancias fundamentales a la hora de determinar el tamaño necesario que debería tener un eventual FLAR ampliado.
- Implica en primer lugar que el Fondo debe dimensionarse teniendo en cuenta que existen otras instancias a las cuales los países miembros —en particular aquellos de mayor tamaño— pueden recurrir para cubrir necesidades de liquidez ante problemas de Balanza de Pagos.
- De esto se deriva que el tamaño del FLAR ampliado podría ser de una magnitud muy inferior a la que debería tener si pretendiera constituirse en un prestamista de última instancia para todos sus miembros.

- En segundo lugar, el concebir al fondo regional como un mecanismo inserto dentro de un entramado mayor de la arquitectura financiera global implica que el FLAR ampliado no necesariamente debiera dimensionarse para cubrir escenarios extremos sino que debería dimensionarse para hacer frente a aquellos escenarios que tengan mayor posibilidad de ocurrencia.
- En este artículo se encuentra que los escenarios más probables son aquellos donde solo un cierto porcentaje de países de la región presenta problemas de Balanza de Pagos simultáneos. Los casos de crisis de naturaleza sistémica y el contagio generalizado son los menos probables.
- Un Fondo diseñado para cubrir estos escenarios más benignos debería naturalmente constituirse de un tamaño mucho menor a uno que pretendiera cubrir escenarios extremos.
- Para enfrentar casos extremos —menos probables según nuestros resultados— como por ejemplo una crisis de naturaleza sistémica, o contagio generalizado e incluso para escenarios intermedios en los que el capital del Fondo no resulte suficiente para enfrentar las demandas de los países miembros, el Fondo debiera tener la capacidad “ampliar sus espaldas” ya sea apalancando su capital para movilizar un mayor monto de recursos o presentando acciones en conjunto con otras instancias de la arquitectura financiera.
- Dado lo anterior se plantea que, por ejemplo, en un escenario donde los aportes de capital de los países nuevos siguieran la lógica que rige al FLAR actual el Fondo ampliado alcanzaría un tamaño total de casi 9 mil millones de dólares, equivalente al 1,4% del acervo total de reservas internacionales de los doce países considerados.
- Con un Fondo de este tamaño —sin ningún grado de apalancamiento— se alcanzaría a cubrir de manera simultánea las potenciales demandas del grupo completo de países pequeños junto con la mitad de las necesidades de los países medianos por un total de 7.800 millones de dólares.
- Por otra parte, si el Fondo apalancara su capital mediante endeudamiento de mediano y largo plazo por el 65% del capital pagado —que es el máximo autorizado en FLAR— se generarían recursos prestables por un total de casi 13.300 millones de dólares.
- Con este volumen de recursos, el Fondo podría cubrir de manera simultánea más del 85% de las potenciales necesidades del grupo completo de países miembros con la excepción de los dos más grandes del grupo, las cuales fueron estimadas en 15.300 millones de dólares.
- En este escenario de aportes, así como en el otro que se plantea en el documento, el aporte de Brasil y México —los dos países más grandes de la región— al capital total del Fondo es muy importante.
- Sin embargo, el costo de participación para estos países no resulta elevado en términos de su acervo total de reservas internacionales ni tampoco en comparación con la cuota de aporte de los países al Fondo Monetario Internacional.
- Por otra parte, a través de su participación en una iniciativa de esta naturaleza ambos países estarían jugando un rol protagónico en la cooperación financiera regional, rol que incluso les proporcionaría los beneficios derivados de una mayor estabilidad financiera a nivel regional.
- El hecho de que los aportes de capital de los países pudieran contabilizarse como parte de los acervos de reservas internacionales —tal como hoy en día sucede en el Fondo Monetario Internacional— constituiría un incentivo adicional.
- Más allá de los potenciales beneficios de un eventual FLAR ampliado, avanzar hacia la incorporación de los nuevos miembros implica grandes desafíos en términos de la gobernanza del Fondo, entendida como los mecanismos para la toma de decisiones, la supervisión y los criterios para la asignación de recursos financieros.
- El FLAR actual ha demostrado poseer varios atributos positivos —tales como el fuerte sentido de pertenencia por parte de los países miembros que se expresa en la práctica en una clara

posición de acreedor preferente por parte del Fondo—, la rapidez y oportunidad de respuesta, y la baja condicionalidad en el otorgamiento de recursos que contribuye a que recurrir al FLAR no constituya un estigma para los países.

- La gobernanza del eventual FLAR ampliado deberá ajustarse a un Fondo con mayor número de miembros y mayores recursos involucrados pero procurando no perder estos atributos positivos que en muchos casos distinguen al FLAR de otros Fondos a nivel global y regional.

Bibliografía

- Agosin, M y R. Heresi (2011), "Hacia un Fondo Monetario Latinoamericano", FLAR Papers y Proceedings, disponible en: https://www.flar.net/documentos/3383_6_Manuel_Agosin.pdf.
- Agosin, M. (2001), "Fortalecimiento de la cooperación financiera regional", Revista de la CEPAL # 73, abril de 2001.
- Aizenman, J., Edwards, S. y D. Riera-Crichton (2011), "Adjustment patterns to commodity terms of trade shocks: the role of exchange rate and international reserves policies", documento del NBER # 17692.
- Alonso, G., Magali, I. y M. Villa, (2012), "El FLAR, una alternativa para un Fondo Regional de Unasur", Ministerio de Hacienda y Crédito Público de Colombia, Dirección General de Política Macroeconómica, Notas Fiscales #17, disponible en: <http://www.minhacienda.gov.co/portal/page/portal/HomeMinhacienda/politicafiscal/NotasFiscales/Notas/Boletin%2017%20Fondo%20Latinoamericano%20de%20Reserva%20FLAR.pdf>.
- Bae, K-H, Karolyi, G.A. y R. Stulz (2003), "A new approach to measuring financial contagion", Review of Financial Studies, Volume 16, Number 3, 2003, pp. 717-763(47).
- Calvo, G, Izquierdo, A y L-F. Mejía (2008), "Systemic Sudden Stops: The relevance of Balance-Sheet effects and financial integration", Documento del NBER # 14026, disponible en: <http://www.nber.org/papers/w14026>.
- _____ (2004), "On the empirics of Sudden Stops: The relevance of Balance-Sheet effects", document del NBER #10520 disponible en: <http://www.nber.org/papers/w10520>.
- Ciorciari, J. D. (2011), "Chiang Mai Initiative Multilateralization, International Politics and Institution-Building in Asia", Asian Survey, Vol. 51, Number, pp. 926-952, Sept./Oct., 2011.
- De Gregorio, J. (2010), "Acumulación de Reservas Internacionales en Economías Emergentes", disponible en: https://www.flar.net/documentos/3380_3_José_de_Gregorio.pdf.
- Dixon, C. (2012), "The contradictions of the Asian Monetary Fund", Documento de trabajo #21, The Global Policy Institute, London Metropolitan University.
- FLAR (2012), "Fondo Latinoamericano de Reservas, 2012", presentación de FLAR disponible en: https://www.flar.net/documentos/2784_Fondo_Latinoamericano_de_Reservas_2012.pdf.
- _____ (2011), Convenio Constitutivo, 13ª edición, disponible en: https://www.flar.net/documentos/4361_ConvenioConstitutivo13.pdf.
- _____ (2010), "Memoria anual 2010", disponible en: https://www.flar.net/documentos/3418_memoria_FLAR2010.pdf.
- FMA, Convenio Constitutivo, disponible en: <http://www.amf.org.ae/content/articles-agreement-arab-monetary-fund-1>.

- Henning, C. R. (2011), "Coordinating Regional and Multilateral Financial Institutions", Peterson Institute for International Economics, Working Paper Series W P 1 1 - 9, marzo de 2011.
- Levy-Yeyati y Cohan (2011), "Latin America Economic Perspectives, Innocent Bystanders in a Brave New World", Brookings Institution. Disponible en: http://www.brookings.edu/~media/research/files/reports/2011/11/economic%20perspectives/11_economic_perspectives.
- Levy-Yeyati, E., Castro, L. y L. Cohan (2012), "Latin America Economic Perspectives, All together now: the challenge of regional integration", Brookings Institution. Disponible en: http://www.brookings.edu/~media/research/files/reports/2012/4/latin%20america%20perspectives/04_latin_america_economic_perspectives.
- Machinea, J.L. y D. Titelman (2007), "¿Un crecimiento menos volátil? El papel de las instituciones financieras regionales", Revista de la CEPAL # 91, abril de 2007.
- Moody's (2008), "Fondo Latinoamericano de Reservas", disponible en: http://www.alacrastore.com/storecontent/moodys/PBC_108748.
- Ocampo, J.A. (2012), "La arquitectura regional a la luz de la crisis" disponible en: https://www.flar.net/documentos/5104_Arquitectura_financiera_regional_FLAR_Jos%C3%A9_A._Ocampo.pdf.
- Ocampo, J.A. y D. Titelman (2012), "Regional Monetary Cooperation in Latin America", ADBI Working Paper #373, disponible en: <http://www.adbi.org/files/2012.08.10.wp373.regional.monetary.cooperation.latin.america.pdf>.
- _____ (2009-2010), "Subregional Financial Cooperation: The South American Experience", Journal of Post Keynesian Economics 32 (2) winter.
- Standard & Poor's (2008), "Fundamento: Fondo Latinoamericano de Reservas", disponible en: <http://www.standardandpoors.com/ratings/articles/es/la/?articleType=HTML&assetID=1245301583642>.
- Sussangkarn, C. (2010), "The Chiang Mai Initiative Multilateralization: Origin, Development and Outlook", Asian Development Bank Institute, documento de trabajo # 230. Disponible en: <http://www.adbi.org/working-paper/2010/07/13/3938.chiang.mai.initiative.multilateralisation/>.

Anexos

Anexo 1

Tres fondos de reservas regionales desde una perspectiva comparada

CUADRO A.1
FONDO LATINOAMERICANO DE RESERVAS (FLAR) (1989)

Miembros	Objetivos	Tipos de Crédito	Administración	Relevancia para los países miembros
Bolivia (Estado Plurinacional de), Colombia, Costa Rica, Ecuador, Perú, Uruguay y Venezuela (República Bolivariana de)	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.	<p>Créditos de apoyo a la balanza de pagos: tienen un plazo de 3 años, con 1 año de gracia para abonos a capital. El límite del crédito es de hasta 2,5 veces el capital pagado y la tasa de interés es de Libor de 3 meses más 400 puntos básicos (pb). Para su aprobación se requiere un acuerdo del Directorio.</p> <p>Créditos para reestructuración de la deuda pública externa: tienen un plazo de 3 años con 1 año de gracia para abonos a capital. El límite del crédito es de hasta 1,5 veces el capital pagado y la tasa de interés es de Libor de 3 meses más 400 pb. Para su aprobación se requiere un acuerdo del Directorio.</p> <p>Créditos de liquidez: tienen un plazo de hasta 1 año. El límite es de hasta una vez el capital pagado y la tasa de interés es de Libor de 3 meses más 150 pb. Para su aprobación se requiere el consentimiento del Presidente Ejecutivo del FLAR.</p> <p>Créditos de contingencia: El plazo es de 6 meses renovables, el límite del crédito es de hasta dos veces el capital pagado y la tasa de interés es de Libor de 3 meses más 150 pb. Para su aprobación se requiere el consentimiento del Presidente Ejecutivo.</p> <p>Créditos de tesorería: El plazo es de 1 a 30 días, con un límite de hasta dos veces el capital pagado. Para su aprobación se requiere el consentimiento del Presidente Ejecutivo.</p>	Los países realizaron aportes de capital (reservas) al FLAR y es este último quien administra los Fondos aportados por los países.	El FLAR tiene un tamaño (capital pagado) de 2.000 millones de dólares (dato a marzo de 2012) lo cual representa aproximadamente un 1,61% del acervo de reservas internacionales de los países miembros en promedio y un 0,21% de su Producto Interno Bruto, aunque la importancia del aporte de capital de cada país en términos relativos es variable.

Fuente: Elaboración propia en base a datos de los Fondos respectivos, WDI del Banco Mundial y convenios constitutivos del FLAR y FMA. El dato de reservas internacionales utilizado para los cálculos incluye oro y corresponde a fines de 2010.

CUADRO A.2
FONDO MONETARIO ÁRABE (FMA) (1977)

Miembros	Objetivos	Tipos de Crédito	Administración	Relevancia para los países miembros
22 países de la liga árabe: Jordania, Emiratos Árabes Unidos, Bahrén, Túnez, Argelia, Yibuti, Arabia Saudita, Sudan, Siria, Somalia, Irak, Omán, Palestina, Qatar, Kuwait, Líbano, Libia, Egipto, Marruecos, Mauritania, Yemen y Comoras.	i) Corregir desequilibrios de balanza de pagos de sus miembros, ii) favorecer estabilidad de tipos de cambio entre miembros, iii) establecer políticas y formas de cooperación monetaria que favorezcan la integración, iv) asesorar, en caso de petición, con respecto a la inversión de los recursos de los países en mercados externos, v) promover el desarrollo de los mercados financieros árabes, vi) promover el uso de una unidad de cuenta común (el dinar árabe) y la creación de una moneda árabe unificada, vii) coordinar las posiciones de los países miembros respecto de problemas monetarios y económicos internacionales, y viii) liquidar saldos en Cuenta Corriente entre los países para promover el comercio.	Créditos de Balanza de Pagos: Existen cuatro modalidades: Automáticos (hasta por un 75% del capital aportado), ordinarios (hasta por un 100% del capital aportado), extendidos (hasta por 175% del capital aportado) y compensatorios (hasta por 100% del capital aportado). Algunos pueden combinarse entre sí de forma que el monto total que puede pedirse prestado es de 250% de la cuota. Créditos para ajustes estructurales (Structural Adjustment Facility, SAF): destinada a financiar reformas estructurales sectoriales en los países, en particular en sectores donde el Fondo tiene competencia (finanzas, banca y finanzas públicas). Las SAF tienen en general un límite de 175% del capital aportado pero un país puede solicitar más de una. También existe desde 2007 una facilidad para los países importadores netos de petróleo con un límite de hasta 200% del capital aportado. Préstamo para países con problemas de liquidez: Esta es una nueva facilidad que se aprobó en 2009 para países con una sólida trayectoria pero que enfrentaran problemas de liquidez. El límite del crédito es del 100% del capital aportado ^a .	Los países realizaron aportes de capital (reservas) al FMA y es este último quien administra los Fondos aportados por los países.	El FMA tiene un tamaño (capital pagado) de 2.750 mil millones de dólares (dato a fines de 2010) lo cual representa aproximadamente un 0,26% del acervo de reservas internacionales de los países miembros en promedio y un 0,14% de su PIB. Al igual que en el FLAR, la importancia del aporte de capital de cada país en términos de su acervo de reservas y de su Producto Interno Bruto es variable.

Fuente: Elaboración propia en base a datos de los Fondos respectivos, WDI del Banco Mundial y convenios constitutivos del FLAR y FMA. El dato de reservas internacionales utilizado para los cálculos incluye oro y corresponde a fines de 2010.

^a En el FMA como regla general y más allá de los máximos establecidos para los distintos créditos, los préstamos concedidos a un país miembro en el plazo de doce meses no pueden superar al doble del monto de su cuota. Los préstamos pendientes en cualquier periodo no pueden superar al triple de su cuota, que puede llegar a 4 veces bajo la aprobación de al menos un 75% de la Junta de Gobernadores (Artículo 21 del Acuerdo constitutivo del FMA).

CUADRO A.3
INICIATIVA CHIANG MAI MULTILATERALIZADA (CMIM) (2010)^A

Miembros	Objetivos	Tipos de Crédito	Administración	Relevancia para los países miembros
Países miembros de ASEAN+3, que corresponden a los 10 países del ASEAN (Indonesia, Malasia, Filipinas, Singapur, Tailandia, Brunei, Vietnam, Laos, Birmania y Camboya), más China, Japón y Corea del Sur.	i) Apoyar a los países miembros que presenten dificultades de balanza de pagos y de liquidez de corto plazo, y ii) complementar los acuerdos financieros internacionales que existen.	Swaps: La CMIM provee liquidez para enfrentar problemas de balanza de pagos de los países miembros mediante swaps de moneda local de los países por dólares de Estados Unidos del Fondo. Los países tienen derecho a swaps por un monto igual a su contribución al Fondo multiplicada por un cierto número (que es 0,5 para China y Japón, para Corea es de 1 y para los demás países más pequeños es de 2,5 ó 5). Pero desembolsar más del 20% de los créditos disponibles a un país requiere que éste primero llegue a un acuerdo con el FMI (el llamado IMF-link). El plazo de los swaps es de 90 días renovable hasta 720 días y la tasa de interés es de Libor más 1,5% aumentando un 0,5% cada 180 días hasta un máximo de Libor más 3% ^b . CMIM Precautionary Line (CMIM-PL): Se decidió crearla en mayo 2012. Es de tipo precautorio y tiene condiciones ex-ante para que los países califiquen. La duración del acceso a esta facilidad es por 6 meses para la parte sin el IMF-link y por un año para la porción con IMF-link.	Los bancos centrales participantes de la Iniciativa Chiang Mai Multilateralizada firman cartas de compromiso de fondos en dólares, los que son transferidos únicamente cuando un cierto swap ha sido solicitado y aprobado. Dado que en la práctica las reservas internacionales permanecen en poder de los países es cada país quien las administra de forma individual.	El tamaño de la red de swaps es de 120.000 millones de dólares (96.000 millones de dólares aportados por los países "+3" y 24.000 millones de dólares por los diez países del ASEAN). Esto representa aproximadamente un 2,4% del acervo de reservas internacionales de los países miembros en promedio y un 0,84% de su PIB. En la 15ª reunión de Ministros de Finanzas y Gobernadores de Bancos Centrales de ASEAN+3 a principio de mayo 2012 se decidió que se duplicará el tamaño de la CMIM a 240.000 millones de dólares.

Fuente: Elaboración propia en base a datos de los Fondos respectivos, WDI del Banco Mundial y convenios constitutivos del FLAR y FMA. El dato de reservas internacionales utilizado para los cálculos incluye oro y corresponde a fines de 2010.

^a Efectiva a partir de marzo 2010. Anteriormente funcionaba la llamada Iniciativa Chiang Mai (CMI) establecida en 2000 y consistente en una red de swaps bilaterales entre países.

^b En mayo de 2012 se decidió aumentar el porcentaje de créditos disponibles sin acuerdo previo con el FMI (véase nota al pie 26). Asimismo se decidió aumentar el plazo de los swaps a 1 año (con dos posibles renovaciones por igual período totalizando hasta tres años) en el caso de la porción del crédito que no necesita acuerdo con el FMI. Para el resto del crédito el plazo se aumentará desde 90 días a 6 meses con 3 posibles renovaciones por un total de hasta 2 años.

Anexo 2

Detección de episodios de Sudden Stops en los flujos de capital

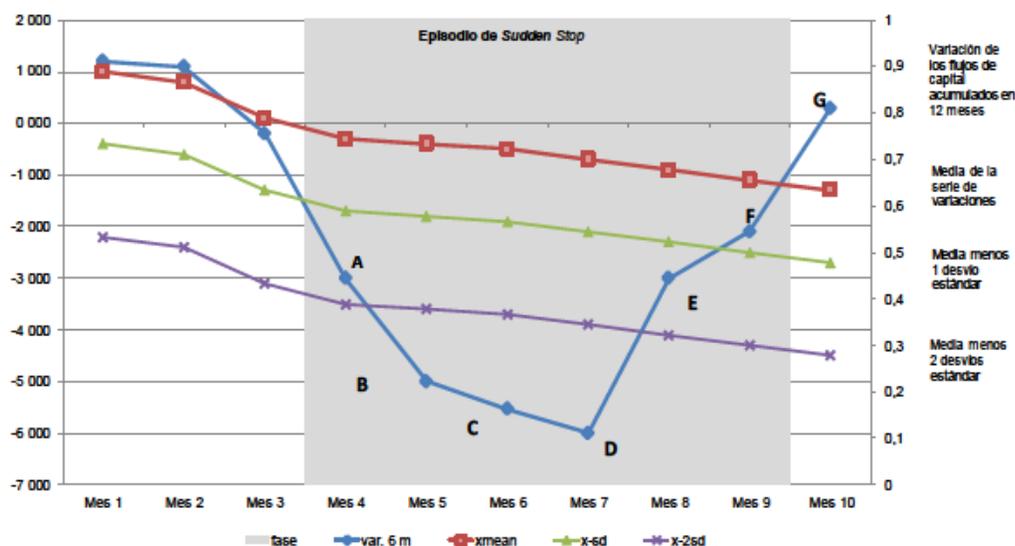
Para determinar lo que se considera un episodio de Sudden Stop se siguió la metodología propuesta por Calvo, Izquierdo y Mejía (2004, 2008). Esta metodología busca detectar períodos en que haya habido grandes e inesperadas caídas en los flujos netos de capital y por lo tanto utiliza la serie de variaciones de los flujos netos de capitales. Así, un episodio de Sudden Stop es aquel que cumple las siguientes condiciones:

- Contiene por lo menos una observación en la cual la variación de los flujos netos de capital se sitúa al menos dos desvíos estándar por debajo de la media de la serie de variaciones.
- Habiéndose encontrado una observación que cumpla la condición (a), se determina luego el comienzo del episodio en aquella observación en la cual por primera vez la variación de los flujos netos de capital se situó al menos un desvío estándar por debajo de la media.
- El episodio continúa hasta tanto la variación de los flujos netos de capital no se sitúe por encima de la media menos un desvío estándar.

El ejemplo del gráfico A.1 permite clarificar la metodología. La variación de los flujos netos de capital es positiva en los dos primeros meses, y se hace negativa a partir del mes 3. De acuerdo con la metodología utilizada, el Sudden Stop comienza en el mes 4 (punto A), cuando la variación de los flujos de capital se ubica por primera vez al menos un desvío estándar por debajo de la media de la serie de variaciones.

El episodio continúa en la medida que la variación de los flujos netos de capital sea inferior a la media menos dos desvíos estándar (puntos B, C y D) o que esté entre la media menos uno y dos desvíos (punto E). En este ejemplo el último punto del episodio es justamente el punto E, ya que el siguiente punto (F) se ubica por encima de la media, menos un desvío estándar.

GRÁFICO A.1
EJEMPLO DE LA METODOLOGÍA DE DETECCIÓN DE SUDDEN STOPS
EN LOS FLUJOS NETOS DE CAPITALES



Fuente: Elaboración propia.

Se determinaron mediante esta metodología los episodios de Sudden Stops en los flujos netos de capital para cada uno de los doce países bajo análisis utilizando datos mensuales para el período comprendido entre enero de 1990 y diciembre de 2011.

Dado que los flujos de capital que se registran en las estadísticas de Balanza de Pagos son en la mayoría de los países de frecuencia trimestral, se utilizó un proxy mensual para estos flujos, tal como el utilizado por Calvo, Izquierdo y Mejía (2004, 2008).

Este proxy se obtiene de restar al balance comercial el cambio en las reservas internacionales, ambas variables de registro mensual. Si bien en esta aproximación se incorpora implícitamente la parte de la cuenta corriente que corresponde al pago neto de factores y transferencias corrientes, el eventual problema que esto podría causar es menor, en términos de que para este tipo de ejercicio lo relevante no es tanto el nivel de las respectivas cuentas, sino su volatilidad.

Como de hecho esas partidas incluyen principalmente elementos poco volátiles tales como el pago de intereses de deuda de largo plazo entonces no debieran introducir volatilidad espuria al proxy (Calvo et al, 2008). Los flujos de capital se consideraron acumulados en 12 meses y la variación de estos fue calculada con base semestral para evitar la excesiva volatilidad de las variaciones mensuales.



NACIONES UNIDAS

Serie

C E P A L

Financiamiento para el Desarrollo

Números publicados

Un listado completo así como los archivos pdf están disponibles en

www.cepal.org/publicaciones

- 244. Hacia una cobertura regional más amplia de un fondo de reservas (LC/L.3703), 2013.
- 243. Weak expansions: A distinctive feature of the business cycle in Latin America and the Caribbean (LC/L.3656) 2013.
- 242. Dos décadas de cambios en la equidad en el sistema de salud colombiano: 1990–2010 (LC/L.3512), 2012.
- 241. Conglomerados de desarrollo en América Latina y el Caribe: una aplicación al análisis de la distribución de la Ayuda Oficial al Desarrollo (LC/L.3507), 2012.
- 240. Reforma al sistema de pensiones chileno (LC/L.3422), 2011.
- 239. Equidad y solvencia del sistema de salud de cara al envejecimiento: El caso de Costa Rica (LC/L.3370), 2011.
- 238. La protección social en Chile, El Plan AUGÉ: Avances y desafíos (LC/L.3348), 2011.
- 237. El caso de las cajas de ahorro españolas en el período 1980–2010 (LC/L.3300-P), N° de venta S.11.II.G.21 (US\$10,00), 2011.
- 236. The European investment bank and SMEs: key lessons for Latin America and the Caribbean (LC/L.3294-P), sales N° E.11.II.G.16 (US\$10,00), 2011.
- 235. El futuro de las microfinanzas en América Latina: algunos elementos para el debate a la luz de las transformaciones experimentadas (LC/L.3263-P), N° de venta S.10.II.G.68 (US\$10,00), 2010.
- 234. Re-conceptualizing the International aid structure: recipient-donor interactions and the rudiments of a feedback mechanism (LC/L.3262-P), N° de venta S.10.II.G.67 (US\$10,00), 2010.
- 233. Financiamiento a la inversión de las pymes en Costa Rica (LC/L.3261-P), N° de venta S.10.I.G.66 (US\$10,00), 2010.
- 232. Banca de desarrollo en el Ecuador (LC/L.3260-P), N° de venta S.1.II.G.65 (US\$10,00), 2010.
- 231. Política cambiaria y crisis internacional: el rodeo innecesario (LC/L.3259-P), N° de venta S.10.II.G.64 (US\$10,00), 2010.
- 230. Desenvolvimiento financiero e crecimiento económico: teoría e evidencia (LC/L.3257-P), N° de venta S.10.II.G.62 (US\$10,00), 2010.
- 229. Financiamiento de la inversión de empresas en general y de micro, pequeñas y medianas empresas en particular: el caso de Uruguay (LC/L.3256-P), N° de venta S.10.II.G.61 (US\$10,00), 2010.
- 228. La banca de desarrollo en El Salvador (LC/L.3242-P), N° de venta S.10.II.G.47 (US\$10,00), 2010.
- 227. Acceso al financiamiento de las pymes en Argentina: estado de situación y propuestas de política (LC/L.3241-P), N° de venta S.10.II.G.46 (US\$10,00), 2010.
- 226. Financiamiento a las microempresas y las pymes en México (2000–2009) (LC/L.3238-P), N° de venta S.10.II.G.41 (US\$10,00), 2010.
- 225. Financiamiento a la inversión de las pequeñas y medianas empresas: el caso de El Salvador (LC/L.3236-P), N° de venta S.10.II.G.39 (US\$10,00), 2010.

**FINANCIAMIENTO
PARA EL
DESARROLLO**

244

**FINANCIAMIENTO
PARA EL
DESARROLLO**

FINANCIAMIENTO PARA EL DESARROLLO



COMISIÓN ECONÓMICA PARA AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE
ECONOMIC COMMISSION FOR LATIN AMERICA AND THE CARIBBEAN
www.cepal.org