

## La arquitectura regional a la luz de la crisis

*POR JOSÉ ANTONIO OCAMPO\**

La arquitectura financiera regional con la que cuenta América Latina y el Caribe es quizás la más extensa del mundo en desarrollo. Con pocas excepciones, su historia está íntimamente vinculada a los acuerdos de integración comercial, área en la cual la región cuenta con una experiencia de medio siglo, no siempre exitosa. Las instituciones existentes incluyen cuatro bancos de desarrollo, un fondo de reservas y un acuerdo de pagos de vieja data. A ellas se han agregado en épocas recientes un nuevo banco de desarrollo, que entrará pronto en funcionamiento, varios acuerdos de pagos de alcance más limitado y algunas iniciativas que se vienen discutiendo en el marco de la Unión de Naciones Suramericanas (UNASUR). Existen tres casos de fracasos que tuvieron lugar durante la crisis de la deuda de los años ochenta del siglo pasado: el de un fondo centroamericano para el financiamiento de la balanza de pagos y el de los sistemas de pagos centroamericano y caribeño.

Estas instituciones constituyen ejemplos notorios de la complementariedad entre las instituciones globales y regionales. Sus principales ventajas son el fuerte sentido de pertenencia en las instituciones correspondientes, su capacidad de adaptarse a las demandas de sus miembros y la condición de acreedor preferente que poseen. Esta última se refleja en la baja o nula morosidad en sus obligaciones y, en algunos casos, en el hecho de que los miembros continuaron sirviendo sus obligaciones aún cuando se encontraban en moratorias temporales con acreedores privados e incluso con otros organismos multilaterales. De hecho, la mayoría de estas instituciones han funcionado bien en las crisis que ha experimentado la región y dos de ellas, FLAR y CAF, han logrado cumplir un papel anticíclico.

El bajo riesgo se refleja, a su vez, en las excelentes calificaciones crediticias. La del Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR) es la mejor de América Latina, y las del Banco de Desarrollo de América Latina (CAF) y el Banco Centroamericano de Integración Económica (BCIE) superiores a las de todos sus miembros y solo inferior, en el caso de

\* Profesor de la Escuela de Asuntos Internacionales y Públicos y Miembro del Comité de Asuntos Globales de la Universidad de Columbia. Previamente Secretario General Adjunto de las Naciones Unidas para Asuntos Económicos y Sociales, Secretario Ejecutivo de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) y Ministro de Hacienda de Colombia. Este ensayo hace parte de un documento más amplio preparado para la CEPAL y fue presentado en la Conferencia sobre "Regionalismo financiero y estabilidad macroeconómica" organizado por el Fondo Latinoamericano de Reservas en Cartagena el 6 y 7 de julio de 2012.

algunas de las agencias calificadoras, a la de Chile. Esto les permite, además, acceder a los mercados en condiciones privilegiadas, que a su vez les permite otorgar préstamos a los miembros en condiciones muchas veces más ventajosas que las que éstos podrían obtener en los mercados privados de crédito.

Por el lado negativo, debe señalarse que el grueso de los países que han participado activamente son países medianos y pequeños; por el contrario, algunos de los países más grandes, entre ellos Brasil y México, han sido menos activos, aunque el primero ha comenzado a participar crecientemente en los acuerdos regionales. A ello deben agregarse los ya mencionados fracasos de los acuerdos de pago centroamericano y caribeño de los años 1980 y el alcance muy limitado de los acuerdos de la ALADI y los que han sido creados recientemente. Además, pese a las funciones anticíclicas que han desempeñado algunas de estas instituciones, las de alcance mundial (el FMI y el Banco Mundial) son las que siguen desempeñando prioritariamente dicho papel.

Debe destacarse, además, que un elemento muy importante de este éxito ha sido su capacidad para distanciarse de las diferencias políticas entre sus miembros. Esto es particularmente notorio en el caso centroamericano, donde las tensiones políticas han sido importantes en el pasado. Una excepción en esta materia fue la dificultad que tuvo el FLAR para nombrar Presidente Ejecutivo durante un período, debido a las diferencias de orientaciones políticas de sus miembros. Esto significa un gran reto para las iniciativas de la Alianza Bolivariana para los Pueblos de Nuestra América (ALBA), que deberán mostrar su capacidad para crear entidades estrictamente técnicas que sean capaces de incorporar nuevos miembros independientemente de sus inclinaciones políticas.

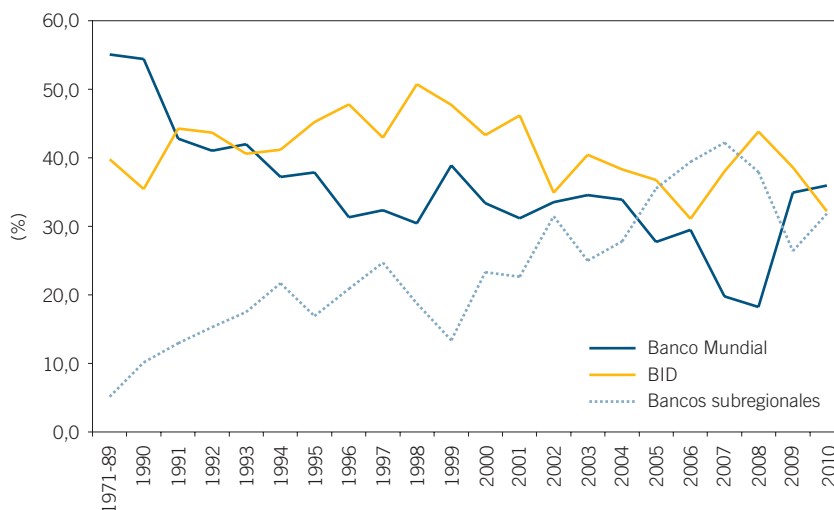
### **I. Los bancos de desarrollo**

La experiencia regional más amplia es, sin duda, la de los bancos de desarrollo. La región cuenta en este sentido con tres bancos que tienen su origen en procesos subregionales de integración: la CAF, el BCIE y el Banco de Desarrollo del Caribe (BDC). De ellos, el primero, aunque nacido de la integración andina (en términos estrictos, un año antes que el Acuerdo de Cartagena) ha ampliado su membresía a lo largo de las últimas décadas hasta contar con catorce miembros latinoamericanos, dos caribeños y dos europeos con lazos históricos con América Latina (España y Portugal), con lo cual ha llegado a ser un banco virtualmente regional, un hecho que se refleja en su nuevo nombre, Banco de Desarrollo de América Latina. Tiene, además, la característica casi única entre los bancos multilaterales de desarrollo de no tener una división entre prestatarios y no prestatarios, sino en

ser una verdadera cooperativa multilateral de crédito en la cual todos los miembros (incluyendo los dos europeos) son prestatarios potenciales. Por otra parte, en el caso del BCIE y el BDC algunos de los países no prestatarios son de otras partes de la región (Argentina, Colombia y México, en el primer caso, y Colombia, México y Venezuela en el segundo). A estos tres organismos se agrega uno de menor alcance, el Fondo Financiero para el Desarrollo de la Cuenca del Plata (FONPLATA), que tiene unos propósitos más limitados, los del desarrollo económico e integración física de dicha cuenca. Debido a esto, el análisis que sigue no incluye esta institución.

El gran dinamismo de los tres primeros se refleja en el aumento en su participación en el total de créditos otorgados por bancos multilaterales de desarrollo a la región. De hecho, como lo indica el Gráfico 1, estas instituciones eran relativamente marginales en los años 1970 y 1980, cuando el Banco Mundial dominaba todavía el panorama crediticio multilateral, seguido por el Banco Interamericano de Desarrollo (BID). Con posterioridad se expandieron en forma dinámica, tanto en 1990-97 como, especialmente, en 2000-07 hasta lograr superar en algunos años tanto al Banco Mundial como al BID en términos de financiamiento a la región (39.4% y 42.2% del total de préstamos multilaterales a la región en 2006 y 2007, respectivamente). Esto fue acompañado por una reducción sustancial de largo plazo en la participación del Banco Mundial en los préstamos a la región y, desde la primera década del siglo XXI, también del BID.

GRÁFICO 1 PARTICIPACIÓN DE LOS BANCOS MULTILATERALES DE DESARROLLO AL FINANCIAMIENTO DE AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE



Fuente: Informes Anuales de los diferentes bancos.

Como lo refleja el origen de estos procesos en acuerdos subregionales de integración y la estructura de los miembros, su contribución al financiamiento de las distintas subregiones es muy diferente. Este hecho se refleja en el Cuadro 1, que muestra que en la región andina y centroamericana, las instituciones correspondientes alcanzaron o superaron el monto de los préstamos otorgados conjuntamente por el Banco Mundial y el BID durante la primera década del siglo XXI. El alcance es algo menor en el caso del BDC. Además, tanto este último como el BCIE tuvieron una participación mucho más baja en los préstamos subregionales durante los años más agudos de la crisis financiera reciente, 2008-09, reflejando su carácter procíclico (véase más adelante), por lo cual sus participaciones en el financiamiento de sus respectivas subregiones son mayores cuando se excluyen estos años.

CUADRO 1\_ CONTRIBUCIÓN DE LOS BANCOS SUBREGIONALES AL FINANCIAMIENTO DE SU RESPECTIVA SUBREGIÓN, 2000-2009 (MILLONES DE DÓLARES)

	Comunidad Andina	Centro América	Caribe
Banco Mundial + BID	30.908	12.184	2.951
Banco subregional	37.131	12.168	1.789
Participación del banco subregional	54,6%	50,0%	37,7%
(Excluyendo 2008-09)	54,5%	56,7%	42,7%

*Fuente:* Informes Anuales de los diferentes bancos.

Una característica notable de estas instituciones ha sido su adaptación a las demandas de sus miembros (Titelman, 2006). A ello se puede agregar la mayor flexibilidad para trabajar con el sector privado, lo que hace innecesario crear instituciones adicionales con este propósito. La CAF destina más de dos terceras partes de su portafolio a la infraestructura de energía, agua, transporte y comunicaciones, un área que no ha sido bien servida por el Banco Mundial y el BID en décadas recientes, aunque en ambos casos (y especialmente el del BID) ha recibido atención creciente en los últimos años. Por su parte, el BCIE define sus tres ejes estratégicos como el desarrollo social, la competitividad y la integración regional, y como temas transversales la sostenibilidad ambiental y la equidad de género, pero más de tres quintas partes de su cartera se destinan a infraestructura física. El BDC define sus objetivos como la reducción de la pobreza en un marco de desarrollo económico y social sostenible y cuenta con un amplio programa organizado en términos de tres fondos: uno de desarrollo (que incluye el manejo de riesgos naturales, muy importante en esta subregión), uno de necesidades básicas insatisfechas y otro para proyectos dirigidos a la juventud. En la práctica, este banco y, en menor medida el BCIE, destinan muchos más recursos a

programas multisectoriales y al sector financiero. Desafortunadamente, la clasificación muy diferente de los objetivos sectoriales de los préstamos hace muy difícil una comparación precisa de los portafolios de las distintas instituciones de desarrollo multilaterales.

Un hecho que se puede destacar es que, aunque la integración regional figura claramente en los objetivos de estas instituciones subregionales, el apoyo a la infraestructura de la integración regional ha sido mucho menos prominente en todas estas instituciones que en el caso del Banco Europeo de Inversiones, aunque ha avanzado gracias a las iniciativas de integración física regional mesoamericana y sudamericana que se pusieron en marcha hace algo más de una década. Esto refleja, por lo demás, la menor atención que se ha otorgado en el pasado a esta dimensión de la integración regional, quizás con la excepción de la integración energética centroamericana, que es de más antigua data. Además, a diferencia del Banco Mundial y, en menor medida del BID, los préstamos por programa figuran de manera menos clara en su portafolio; en la práctica, estos préstamos pueden ser considerados como financiamiento presupuestal general (o incluso, en coyunturas críticas, como préstamos de balanza de pagos). Esta es una de las áreas donde las entidades subregionales pueden ampliar sus actividades.

Por otra parte, como ya se ha mencionado, todas estas instituciones cuentan con una calificación crediticia superior a la de sus miembros. Esto les permite beneficiarse colectivamente del acceso a los mercados de capitales internacionales, al cual no tienen acceso de hecho algunos de sus miembros, o lo tienen solo en condiciones muy desventajosas en términos de costo y/o plazo. Todas ellas se caracterizan por un fuerte sentido de pertenencia, lo cual se refleja además en una baja o nula morosidad de la cartera.

La principal desventaja es la limitada capacidad de las distintas instituciones de desempeñar un papel anticíclico. Gracias a la garantía implícita que otorgan los Estados Unidos y otros países industrializados, el Banco Mundial y el BID están mejor capacitados para ejercer la función de aumentar el financiamiento durante los años de crisis. Así lo indica el Cuadro 2, donde se reproduce la evolución de los montos anuales de financiamiento de todas las instituciones durante el auge de 2003-07 y la crisis financiera internacional reciente. En efecto, ambas instituciones fueron capaces de aumentar su financiamiento a la región en forma rápida y sustancial, superando en 2009 los niveles promedio de 2003-07 en 162% y 124%, respectivamente. Debe anotarse que algo similar aconteció durante la crisis de fines del siglo XX. Por este motivo, dentro de la tendencia descendente de largo plazo, la participación de Banco Mundial en el financiamiento a la región ha tendido a aumentarse durante las crisis internacionales (Gráfico 1).

La CAF ha jugado también un papel anticíclico claro, especialmente durante la crisis reciente, un papel que ya había reconocido explícitamente dentro de sus objetivos como banco de desarrollo antes de la crisis. Sin embargo, el aumento de su financiamiento ha sido algo menos marcado que en los casos del Banco Mundial y el BID. Lo contrario aconteció en el BCIE, que redujo sustancialmente sus préstamos durante los años de crisis, mostrando de esta manera un comportamiento claramente procíclico. En menor escala esto mismo aconteció con el BDC, cuya tendencia ascendente se interrumpió.

Cabe agregar que otra novedad que han desarrollado los bancos de desarrollo y, en particular, el BID y la CAF, ha sido la emisión de bonos denominados en monedas de los países latinoamericanos miembros. Desde que esta innovación fue introducida en 2004, estas emisiones han constituido una alta proporción del total de emisiones de la CAF (Ocampo y Titelman, 2009-10, Cuadro 2). La base de los inversionistas ha sido tanto local como internacional. Estos bonos tienen la característica de que permiten separar el riesgo de monedas del riesgo de crédito y de esta manera agregan valor para los inversionistas correspondientes.

Este desarrollo tiene varias implicaciones positivas, tanto para los bancos como para los países. En primer término, se beneficia del desarrollo de los mercados locales de bonos, pero a su vez retroalimenta dicho desarrollo con la participación de agentes altamente confiables para los inversionistas. En segundo lugar, contribuye a reducir la dependencia del financiamiento internacional, que continúa siendo procíclico para los países de la re-

CUADRO 2\_CRÉDITOS OTORGADOS POR LOS BANCOS MULTILATERALES DE DESARROLLO A AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE (MILLONES DE DÓLARES)

	<b>Banco Mundial</b>	<b>BID</b>	<b>CAF</b>	<b>BCIE</b>	<b>BDC</b>
2003	5.821	6.810	3.304	682	219
2004	5.320	6.020	3.504	750	114
2005	5.166	6.858	4.746	1.722	153
2006	5.911	6.239	5.521	2.241	137
2007	4.553	8.735	6.607	2.892	211
2008	4.660	11.226	7.947	1.416	348
2009	14.031	15.507	9.170	1.258	174
2010	13.907	12.464	10.533	1.503	301
2011	9.629	10.911	10.066	1.629	
2009 vs. promedio 2003-07	162,1%	123,7%	93,6%	-24,1%	4,3%

Fuente: Informes Anuales de los diferentes bancos.

gión. Además, permiten a los bancos multilaterales ampliar sus fuentes de financiamiento, al tiempo que reducen sus riesgos como prestamistas, al disminuir el riesgo cambiario asociado a los proyectos que financian y que no generan ingresos en divisas. Por último, reducen el riesgo de los países asociado a su exposición a deudas denominadas en monedas extranjeras, cuyo valor se incrementa durante las crisis cuando se deprecian las monedas nacionales.

Conviene agregar que en julio de 2012 comenzará a operar el Banco del Sur. Su gestación ha sido larga, ya que se inició con el lanzamiento de la propuesta en 2007 y la firma del convenio constitutivo en 2009. Su capital potencial es de US\$7.000, una vez se adhieran los siete miembros potenciales<sup>1</sup>. Su gran reto es establecer desde el comienzo un manejo profesional sólido, para garantizar un acceso en condiciones preferenciales (es decir, mejor que la de sus miembros individuales) a los mercados financieros internacionales y eventualmente lograr, como la CAF, el acceso regular a dichos mercados, que es lo que le permite cumplir una función anticíclica.

## II. El financiamiento de balanza de pagos

La región ha creado a lo largo de la historia dos mecanismos de financiamiento de la balanza de pagos: el Fondo Centroamericano de Estabilización Monetaria (FOCEM) y el Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR, originalmente Andino, FAR), en 1969 y 1978, respectivamente. El primero fue un mecanismo de alcance limitado que colapsó durante la crisis de la deuda de los años 1980. El segundo ha sido, por el contrario, una institución exitosa y, de hecho, única en el mundo en desarrollo, que ha prosperado por más de tres décadas.

El FOCEM fue un mecanismo de cooperación diseñado en el contexto del Consejo Monetario Centroamericano, creado en 1964 con el propósito eventual de converger hacia una unión monetaria, objetivo que fue eventualmente abandonado. Proporcionaba líneas de crédito de liquidez (hasta de un año) y de estabilización (5 y 8 años) con base en las reservas de los países miembros y de algunas líneas de crédito con la que contaban para este propósito. Su alcance fue muy limitado. Fue usado por primera vez en 1975, pero el financiamiento que otorgó a los países miembros durante el auge de 1975-79 fue apenas de US\$34 millones, equivalente apenas al 5% de los déficit en cuenta corriente de la sub-

<sup>1</sup> Argentina, Brasil y Venezuela aportarán US\$2.000 cada uno, Uruguay y Ecuador US\$400 millones y Bolivia y Paraguay US\$100 millones. Sin embargo, falta la ratificación de Brasil y Paraguay. Pese al aporte diferencial, funcionará con base en el principio de un país un voto.

región durante esos años. En 1980-84 más que duplicó dicho financiamiento, a US\$88 millones, pero estos recursos apenas representaron poco menos del 6% de los déficit en cuenta corriente (González del Valle, 1990, Anexo A.1) y una fracción del financiamiento otorgado por el FMI, que alcanzó al equivalente a US\$646 millones en 1983 y que se había acumulado en su mayoría desde 1979. Durante los años siguientes, el FOCEM esencialmente rotó las obligaciones existentes. Fue eliminado finalmente en 1996.

En abierto contraste con esta experiencia, el FLAR comenzó a prosperar en la propia década perdida, cuando facilitó financiamiento a todos sus miembros<sup>2</sup>. Después de transformarse de fondo andino en latinoamericano en 1991, logró la adhesión de Costa Rica en 1999 y Uruguay en 2008. De acuerdo con sus estatutos, tiene tres funciones básicas: (i) proporcionar apoyos de balanza de pagos a través de préstamos o garantías; (ii) mejorar las condiciones de inversión de reservas de los países miembros; y (iii) contribuir a armonizar las políticas cambiarias, monetarias y financieras de dichos países. La primera ha sido en la práctica la función más importante y a ella me referiré con detalle. La segunda función ha aumentado en años recientes, contribuyendo a manejar los portafolios no solo de reservas de los países sino de otras instituciones públicas y proporcionando asesoría y entrenamiento en ese campo. Ello se ha reflejado en un crecimiento de los depósitos en la institución, que ha sido particularmente marcado desde 2006 (US\$2.297 millones a finales de 2011 vs. un promedio de US\$359 millones en la década previa a 2006). La tercera función ha sido relativamente marginal: ha comprendido la participación en diálogos macroeconómicos regionales, que han sido muy limitados en sus objetivos, y en la organización de conferencias anuales de alto nivel.

De las cinco líneas crediticias con que cuenta la institución, la más utilizada ha sido la de balanza de pagos, que provee financiamiento de hasta tres años (con uno de gracia para amortizaciones) por el equivalente a 2.5 veces el capital pagado<sup>3</sup>. Le sigue de cerca la línea de liquidez, que proporciona recursos por un año y hasta por el capital pagado. La línea de reestructuración de deuda, que tiene condiciones similares a la de balanza de pagos pero se limita a 1.5 veces el capital pagado, ha sido usada en dos ocasiones: por Ecuador en 1995 y por Costa Rica en 2003. La línea de contingencia, que se facilita por 6 meses renovables hasta por 2 veces el capital pagado, ha sido utilizada solo por Colombia en 1999 pero no fue desembolsada. En tres casos adicionales, los créditos de balanza de pagos o de liquidez

<sup>2</sup> Véase un análisis más detallado de la historia del FLAR en FLAR (2011b) y Ocampo y Titelman (2012).

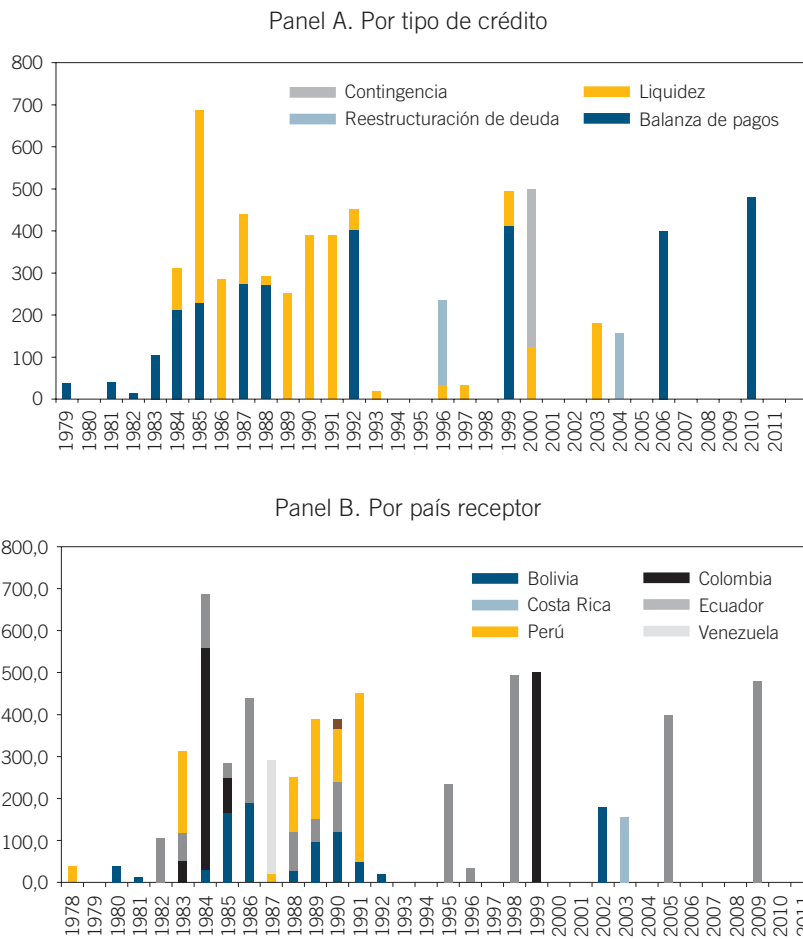
<sup>3</sup> En este caso, como el de las demás líneas de crédito, Bolivia y Ecuador tienen un cupo adicional de 0.1 veces el capital pagado.



no fueron desembolsados y por ello podrían considerarse implícitamente como créditos de contingencia<sup>4</sup>. No se ha hecho uso de la una quinta línea de crédito, la de Tesorería.

El Gráfico 2 resume la evolución anual de los créditos otorgados por el FLAR tanto por línea de crédito (panel A) como por país beneficiario (panel B). Como se puede apreciar, los créditos han sido otorgados fundamentalmente durante períodos de crisis: durante la

GRÁFICO 2\_CR DITOS DEL FLAR  
(MILLONES DE DÓLARES)



Fuente: FLAR.

<sup>4</sup> El crédito de balanza de pagos otorgado a Perú en 1991, uno de liquidez otorgado a Colombia en 1999 (por encima del de contingencia) y uno de liquidez a Bolivia en 2002.

crisis de la deuda de los años 1980 (hasta 1991), 1989-89 y 2009, con la mayor concentración en el primer período. Lo que es igualmente interesante, todos los países miembros (con excepción de Uruguay, que solo se adhirió en 2008) han usado sus facilidades crediticias. Esto indica que aún si una crisis golpea a todos los países, como fue cierto de la de los años 1980 (que también afectó a Colombia, pese a su menor endeudamiento externo), todos los miembros se pueden beneficiar porque las necesidades no coinciden exactamente en el tiempo, es decir porque las necesidades de financiamiento son en la práctica secuenciales y no simultáneas.

Los principales beneficiarios han sido, sin embargo, los países más pequeños de la comunidad andina, Bolivia y Ecuador. También es cierto, como veremos, que un fondo del tamaño actual no podría satisfacer demandas sustanciales por parte de los miembros de mayor tamaño. Estos dos hechos indican que el FLAR no solo ha operado sino que necesita hacerlo con reglas implícitamente redistributivas. Los países más grandes dentro del acuerdo se beneficiarán de todas maneras de estos créditos a los más pequeños en la medida en que ello contribuya a evitar una contracción severa en el los flujos intrarregionales de comercio.

El Cuadro 3 resume, por otra parte, la manera como los distintos países han utilizado las facilidades crediticias existentes. En términos absolutos, Ecuador ha sido el usuario más importante, ya que se ha beneficiado de dos quintas partes de los créditos otorgados por el FLAR a lo largo de su historia y de cerca de la mitad de los desembolsados. Colombia, Perú y Bolivia le siguen, en ese orden, con cerca de una quinta parte de los créditos otorgados cada uno (o 15% si nos enfocamos en los desembolsos). Venezuela y Costa Rica (este último miembro más reciente) han usado las líneas en menores montos. En términos de utilización de las distintas facilidades, Bolivia y Colombia han preferido usar las líneas de liquidez, en tanto que Perú y, en particular, Ecuador, han hecho un uso más activo de las líneas de balanza de pagos; este último ha usado, de hecho, más de la mitad de los recursos que se han desembolsado a través de esta línea en la historia del FLAR.

Por su parte, el Cuadro 4 compara la historia de los préstamos desembolsados por el FMI con aquellos otorgados y desembolsados por el FLAR a sus países miembros. El FLAR ha superado a la institución global en varios períodos, incluyendo los años críticos de la crisis de la deuda, la crisis de las economías emergentes de fines de los años 1990 y comienzos de los 2000s, y la crisis financiera global reciente. De hecho, para el período en que ha existido, la FLAR ha superado al FMI, si excluimos a Venezuela de las estimaciones. En varias ocasiones, los países han preferido usar al fondo regional sobre el mundial,

CUADRO 3\_FLAR vs. IMF: CRÉDITOS A LOS PAÍSES MIEMBROS, 1978-2011  
(MILLONES DE DÓLARES)

	Liquidez	Balanza de pagos	Reestructuración de deuda	Contingencia	Total FLAR	(%)	Desembolsos FLAR	Desembolsos FMI	FLAR/FMI
<b>Viejos miembros</b>									
Bolivia	779	153	0	0	931	15,1	750	998	0,75
Colombia	560	229	0	375	1.164	18,8	664	0	
Ecuador	700	1.588	200	0	2.488	40,2	2.488	1.159	2,15
Perú	519	636	0	0	1.154	18,7	746	2.213	0,34
Venezuela	23	271	0	0	294	4,7	294	3.642	0,08
<b>Nuevos miembros</b>									
Costa Rica	0	0	156	0	156	2,5	156	0	
Uruguay	0	0	0	0	0	0,0	0	0	
Total	2.579	2.876	356	375	6.186	100,0	5.098	8.011	0,64
(%)	41,7	46,5	5,8	6,1	100,0				

*Nota:* En los casos de Costa Rica y Uruguay, el financiamiento del FLAR y el FMI se refiere al período desde cuando el país es miembro.

*Fuentes:* FLAR y Banco Mundial, Indicadores sobre desarrollo mundial.

incluyendo a Perú en medio de la crisis severa que enfrentaba en 1988. Colombia también prefirió usar al FLAR sobre el FMI durante las dos últimas décadas del siglo XX, y lo mismo es cierto de Costa Rica desde cuando es miembro del fondo regional y de Ecuador en años recientes.

CUADRO 4\_PRÉSTAMOS DEL FLAR Y EL FMI A PAÍSES MIEMBROS DEL FLAR  
(MILLONES DE DÓLARES)

Subperíodo	FLAR		FMI	FLAR/FMI
	Aprobado	Desembolsado	Desembolsado	Desembolsado
1978-1982	195	190	984	0,19
1983-1988	2.263	2.263	1.089	2,08
1989-1993	1.250	847	4.279	0,20
1994-1997	267	267	1.012	0,26
1998-2002	1.174	494	403	1,22
2003-2007	556	556	244	2,28
2008-2011	480	480	0	
Total	6.186	5.098	8.011	0,64
Excluyendo Venezuela	5.893	4.804	4.370	1,10

*Nota:* Préstamos acumulados por subperíodos. En los casos de Costa Rica y Uruguay, los préstamos del FMI se refiere únicamente a los años en los cuales estos países eran miembros del FLAR

*Fuentes:* FLAR y Banco Mundial, Indicadores sobre desarrollo mundial.

El principal período en el cual el FMI superó al FLAR fue en 1989-93, cuando Venezuela usó en gran escala los recursos del FMI, a lo que se agregó un crédito de Perú en 1993. Este caso, al igual que el uso de los créditos contingentes del FMI que ha usado Colombia desde 2009 (sin desembolso alguno) indica que el FLAR no puede satisfacer demandas sustanciales de sus miembros de mayor tamaño. Este patrón es similar al que observamos en el caso de los bancos de desarrollo donde, pese al avance logrado por los bancos subregionales, y especialmente de la CAF, el Banco Mundial está en capacidad de responder a demandas anticíclicas de financiamiento en gran escala por parte de los países de la región.

Por otra parte, la historia de uso de las líneas de ambos fondos por parte de los países miembros del FLAR indica que una de las grandes ventajas de un fondo regional es que facilita que los países adopten estrategias diferentes de uso de sus potenciales facilidades crediticias a las cuales tienen acceso. Bolivia y Ecuador han tendido a utilizar las líneas del FLAR y el FMI en forma complementaria. Otros países han preferido utilizar el fondo

regional en períodos específicos: Colombia durante los años 1980 y 1990, Perú en la segunda mitad de la década de 1980 y Costa Rica y Ecuador en épocas recientes. El FMI ha predominado, por el contrario, cuando hay grandes necesidades de financiamiento de los países de mayor tamaño: Venezuela en 1989-91, Perú en 1993 y las líneas contingentes que ha usado Colombia recientemente.

### III. Los acuerdos de pagos

El mecanismo más antiguo de cooperación financiera regional, pero también donde se han dado los principales fracasos, son los acuerdos de pagos asociados al comercio intrarregional. El más antiguo fue el centroamericano, creado en 1961 por tres países y al cual se habían adherido todos los miembros del Mercado Común Centroamericano dos años más tarde. A ellos se agregó el Convenio de Pagos y Créditos Recíprocos de la ALADI, creado en 1965 y reformado en 1982, y la Facilidad de Compensación Multilateral (*Multilateral Clearing Facility*) de CARICOM de 1977. Todos ellos prosperaron hasta los años 1970, beneficiándose del auge del comercio intrarregional que tuvo lugar durante las dos décadas anteriores a la crisis de la deuda, pero también retroalimentando el auge del comercio recíproco. Sin embargo, el primero y el tercero fueron víctimas de la crisis de la deuda de los años 1980, en tanto que el de la ALADI sobrevivió e incluso prosperó durante esos años. En años recientes se han lanzado, además, nuevas iniciativas en este campo, cuyo desarrollo es todavía limitado.

El primero de estos acuerdos funcionó muy bien por casi dos décadas. Entre 1962 canalizó US\$8.194 millones, equivalentes al 92% del comercio intrasubregional y logrando un grado de compensación del 87%. Gracias a su éxito, a partir de 1976 se permitió que otras transacciones corrientes se canalizaran a través del acuerdo. Más aún, este éxito se dio pese a las tensiones políticas de entonces (en particular, la guerra entre El Salvador y Honduras en 1969) y las económicas generadas por los programas macroeconómicos de ajuste de Costa Rica de fines de los 1960 y comienzos de los 1970. Sin embargo, el sistema colapsó a comienzos de la crisis de la deuda. El principal problema fueron los cuantiosos déficit de Nicaragua y las deudas que acumuló con Costa Rica y Guatemala debido a su incapacidad de cumplir la obligación de cubrirlas en divisas en los cortes semestrales de cuentas. A su vez, como vimos, el mecanismo de financiamiento de balanza de pagos, FOCEM, era muy pequeño para financiar dichas obligaciones. Las deudas acumuladas, por cerca de US\$700 millones, llevaron al uso decreciente del mecanismo a lo largo de la década de 1980. Los intentos de revivirlo a fines de dicha década con apoyo de la Unión Europea, así la iniciativa previa para crear un mecanismo de pagos novedosos (el Derecho

de Importación Centroamericano), fracasaron por la no participación de países claves. El sistema fue formalmente suspendido en 1992 (Guerra Borges, 1996).

A su vez, el sistema de compensación del CARICOM multilateralizó un sistema de pagos basado en acuerdos bilaterales creado en 1969 y que promovía el uso de monedas locales en el comercio intrasubregional. El sistema exigía inicialmente compensaciones trimestrales, pero a partir de 1978 se convirtieron en compensaciones semestrales, aunque autorizando a los países deficitarios a diferir hasta la mitad de sus obligaciones. El sistema canalizó US\$436 millones, lo cual representó una proporción baja de las transacciones intrarregionales, entre otras cosas porque las de petróleo y fertilizantes solo se incluyeron en 1980 y muchas se siguieron pagando por fuera del acuerdo con posterioridad. El mecanismo colapsó, sin embargo, muy pronto, en 1983, debido a déficit de algunos de sus miembros, especialmente Guyana, que no pudo ser financiado por los dos principales países superavitarios, Barbados y Trinidad y Tobago<sup>5</sup>, cuando estos enfrentaron sus propias dificultades de balanza de pagos a comienzos de los años 1980. Para el final del acuerdo, las deudas de Guyana sumaban casi el cupo máximo de US\$100 millones, más de la mitad de las cuales correspondían a obligaciones acumuladas en períodos previos (Bulmer-Thomas, 2012, pp. 397-98; Miller, 1993).

A diferencia de estos mecanismos, el Convenio de Pagos y Créditos Recíprocos de la ALADI no solo superó sino que incluso prosperó durante la década perdida de los años 1980. El mecanismo venía creciendo, en forma paralela al comercio intrarregional, desde su puesta en funcionamiento a mediados de los 1960 y había logrado una creciente cobertura del comercio intrarregional y un alto grado de compensación, de un 70-80% (Gráfico 3). Esto último fue, sin duda, lo que logró que este acuerdo sobreviviera los años 1980, a diferencia de los acuerdos centroamericano y caribeño. Aunque el monto de las transacciones canalizadas se redujo a comienzos de los años 1980, esto fue esencialmente el resultado del colapso del comercio intrarregional, ya que el grado de canalización del comercio intrarregional a través del Convenio siguió creciendo, hasta alcanzar un 90% en el segundo lustro de dicha década, manteniendo, además, su alto grado de compensación.

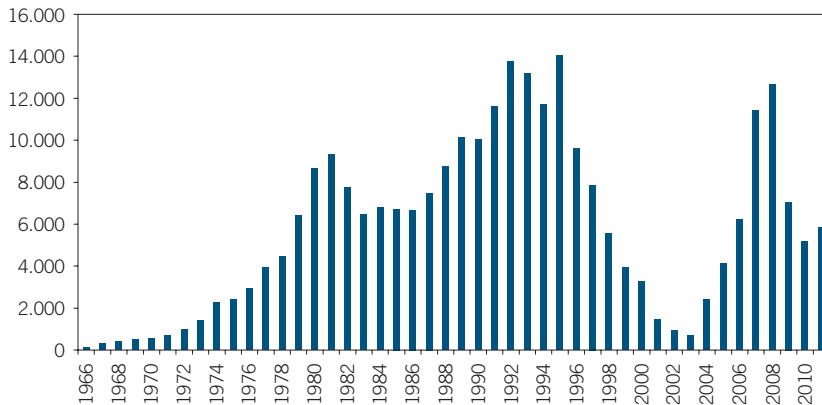
Sin embargo, después de alcanzar su nivel más alto a mediados de la década de 1990 (US\$14.020 millones en 1995), el mecanismo entró en desuso. La razón básica fue, sin

<sup>5</sup> Barbados fue desde 1982 el principal país superavitario dentro del acuerdo de pagos. Trinidad y Tobago lo fue previamente y continuó siendo el principal país superavitario en el comercio intrasubregional y de hecho el principal exportador a los países del CARICOM, pero muchas de sus exportaciones de petróleo se siguieron pagando por fuera del acuerdo.

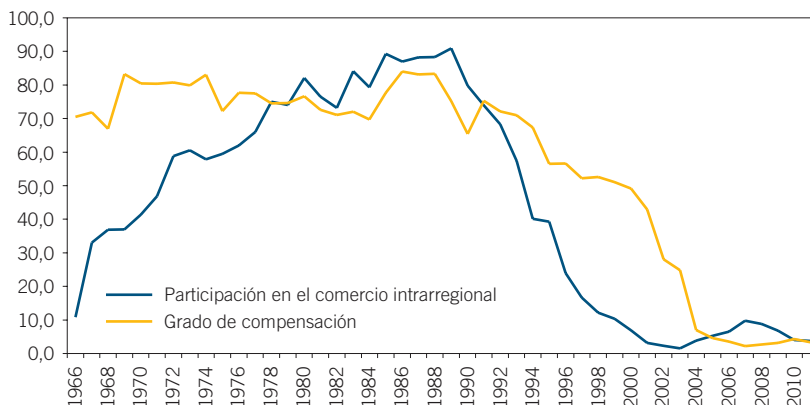
duda, la liberalización creciente de las transacciones en divisas que hizo que para las empresas resultara más útil emplear las facilidades en dólares de entidades crediticias privadas, que proporcionaban no solo un sistema de pagos muy eficiente sino también crédito en moneda extranjera y acceso a mercados de derivados para protegerse contra la volatilidad del tipo de cambio, una demanda que se hizo creciente debido al uso cada vez más frecuente de tipos de cambio flexibles. A su vez, el Convenio acumuló algunas desventajas. En particular la tasa de interés que cobra para las deudas acumuladas, de Libor más 100 puntos, tiende a ser inferior al rendimiento de las reservas internacionales, por lo cual los bancos centrales prefieren pagar sus obligaciones en forma anticipada.

GRÁFICO 3\_ACUERDOS DE PAGOS Y CRÉDITOS RECÍPROCOS DE LA ALADI  
(MILLONES DE DÓLARES)

Panel A. Montos canalizados



Panel B. Cobertura del comercio y grado de compensación



Fuente: ALADI.

Por este motivo, el grado de compensación se redujo considerablemente. Así las cosas, el éxito del Convenio resultó altamente dependiente de las restricciones a los mercados de divisas que existían en el pasado y no se pudo adaptar bien a un ambiente libre de dichas restricciones.

El acuerdo revivió a partir de 2004, alcanzando nuevamente un monto de US\$12.657 millones en 2008. Sin embargo, ese monto representa ahora menos de una décima parte del comercio intrarregional. Su uso creciente depende nuevamente de las restricciones cambiarias impuestas por Venezuela. Como este país tiene un déficit comercial con respecto a casi todos los miembros de Convenio, el grado de compensación es, además, muy limitado. Ha habido algunas iniciativas para reformar el Convenio con el fin de revitalizarlo, pero hasta ahora no se han adoptado.

Desde mediados de la década pasada ha habido dos iniciativas adicionales en el área de pagos intrarregionales. La primera fue el lanzamiento en 2006 de un acuerdo entre Argentina y Brasil para pagos en monedas locales, que comenzó a funcionar en 2008, con la expectativa de que sería ampliado con posterioridad a otros miembros del MERCOSUR. El acuerdo permite el pago en monedas de los dos países para transacciones hasta por 360 días, con la característica novedosa de que las compensaciones son muy frecuentes, por lo cual los bancos centrales minimizan el riesgo cambiario en el cual incurren. El mecanismo ha resultado útil para empresas medianas y pequeñas que no tienen acceso a los instrumentos en divisas que ofrecen los bancos comerciales. Ha sido utilizado fundamentalmente por importadores argentinos de productos brasileños, pero su cobertura del comercio bilateral ha sido muy baja: 1,1% en 2009, 2,2% en 2010 y 2,5% en 2011.

A su vez, cuatro miembros del ALBA (Bolivia, Cuba, Ecuador y Venezuela, con la expectativa de que Nicaragua se adherirá al acuerdo) lanzaron en 2009 su propio mecanismo de compensación, el Sistema Unificado de Compensación Regional de Pagos, SUCRE. El uso de una unidad de cuenta común, el sucre, basado en las tasas de cambio de los países miembros, implica que los bancos centrales incurren en un riesgo cambiario potencialmente importante, una característica que está ausente en el resto de los acuerdos. El mecanismo ha sido utilizado principalmente en las transacciones entre Ecuador y Venezuela, y especialmente por importadores ecuatorianos, pero ha sido también limitado: US\$12,0 millones en 2010 y US\$172,8 millones en 2011, que representa también una baja proporción del comercio bilateral correspondiente (0,2% en 2010, el único año para el cual puede ser estimado). Existe en principio el compromiso de complementar este acuerdo con un fondo de reservas común, pero no se han dado pasos firmes en tal dirección.



Cabe anotar que el FLAR (entonces todavía FAR) creó en 1984 un instrumento que tiene algunas características similares al sucre: el peso andino. Era una unidad de cuenta creada para facilitar los pagos entre los bancos centrales autorizados (los andinos y los de Argentina y Brasil). Entonces se emitieron el equivalente a US\$80 millones a los países miembros: US\$20 millones a Colombia, Perú y Venezuela y US\$10 a Bolivia y Ecuador. Los saldos tenían que ser pagados en divisas 180 días después de haber sido utilizados, con un interés de Libor más 25 puntos base, y operaba, por lo tanto, como una línea de crédito de corto plazo carente de riesgo cambiario (su principal diferencia con el sucre). Entre 1985 y 1990 se hicieron transacciones por US\$158,3 millones en pesos andinos, pero desde entonces dejó de ser utilizado. Perú y Ecuador fueron los principales usuarios y Colombia el único país que no los usó. Eran empleados principalmente para pagar los saldos en el Convenio de Pagos de la ALADI (un 55% de las transacciones) o las obligaciones con el FLAR (FAR) mismo, en cuyo caso operaban como una extensión de 180 días de las obligaciones.

#### **IV. La cooperación financiera regional y la crisis en curso**

¿En qué medida sirve este sistema de cooperación financiera regional para enfrentar una eventual agudización de la crisis mundial en curso? En este sentido, las experiencias del pasado indican que los mecanismos con que cuenta la región pueden ser muy útiles, pero resultan insuficientes en una crisis de alcance mundial.

Entre los bancos subregionales, solo la CAF ha logrado cumplir una función claramente anticíclica, que es en cualquier caso más limitada a la que puede llevar a cabo el Banco Mundial e incluso el BID. Lo que esto indica es que los bancos subregionales también son dependientes del acceso a los mercados internacionales de capitales, que es procíclico para estas instituciones como para los países de la región. Por otra parte, la capacidad del Banco Mundial de emprender una operación anticíclica como la que llevó a cabo en 2008-09 es más limitada hoy, debido a las restricciones de capital que enfrenta la entidad y que ya la han obligado a reducir los nuevos préstamos. Esto es cierto aún si culmina la capitalización acordada durante la crisis (que tiene todavía un bajo nivel de suscripción a mediados de 2012), ya que fue insuficiente. En todo caso, una acción conjunta del Banco Mundial, el BID y de la CAF puede jugar un papel positivo en una coyuntura adversa, y los primeros podrían apoyar las acciones que en tal sentido realicen el BCIE y el BDC, sirviendo, por ejemplo, como garantes de los bonos que emitan estas instituciones. El Banco del Sur ofrece posibilidades adicionales, pero será necesario que dicha institución establezca un manejo profesional sólido para que pueda tener acceso en condiciones ventajosas a los mercados internacionales de crédito.

Una innovación importante para los bancos de desarrollo subregionales son los préstamos por programa que ya han desarrollado el Banco Mundial y el BID. Estos créditos funcionan en la práctica como préstamos presupuestales de carácter general y durante las crisis también como préstamos de balanza de pagos. La gran ventaja de estos créditos es su desembolso rápido. En todo caso, esta virtud es menos importante en el caso de los bancos subregionales, que son en general más ágiles en sus operaciones de crédito que el Banco Mundial y el BID.

Los convenios de pagos ofrecen, por su parte, posibilidades interesantes en una coyuntura crítica. Sin embargo, sus potencialidades dependen de que haya un alto grado de compensación en las transacciones intrarregionales o intrasubregionales. Por el contrario, en presencia de grandes desequilibrios, dichos acuerdos pueden colapsar, a no ser que cuenten con un sistema complementario para financiar los déficit de balanza de pagos, una función que puede eventualmente proveer un fondo de reservas al cual estén asociados (una propuesta que se presenta más adelante). También existen posibilidades interesantes de avanzar hacia un sistema multilateral de pagos en monedas locales, con cruces frecuentes de cuentas para evitar que los bancos centrales incurran en riesgos cambiarios. Como hemos visto, la principal restricción al uso de monedas locales es la ausencia de servicios similares a los que proveen los bancos en divisas y, en particular, de créditos comerciales que resulten competitivos y un mercado de futuros en las monedas locales. Las formas como se puede promover el desarrollo de dicho mercado deben ser objeto de análisis por parte de los bancos centrales. El uso de monedas de cuenta para los pagos intrarregionales también ofrece algunas potencialidades, ya sea en la modalidad del peso andino o del sucre, e incluso se pueden crear muy gradualmente las bases para el uso futuro de esa moneda como instrumento privado de pago en las transacciones intrarregionales. Las autoridades deben ponderar cuál de estas opciones (un sistema de pagos en monedas locales o la creación de una moneda de transacción intrarregional) es preferible, ya que resulta redundante poner ambas en funcionamiento.

Las mayores potencialidades las ofrece la construcción de un fondo regional de reservas de gran alcance, tanto en términos de membresía como de tamaño. Dado su excelente comportamiento histórico, la solución obvia es construir dicha institución a partir del FLAR. Los estudios existentes<sup>6</sup> han demostrado, por lo demás, que las correlaciones entre las variables macroeconómicas no son todas positivas o no son estadísticamente

<sup>6</sup> Véase una relación más detallada de estos ejercicios en Ocampo y Titelman (2012).

significativas, por lo cual un fondo regional sí es viable (Agosin y Heresi, 2011; Machinea y Titelman, 2007). Además, aún si dichas correlaciones son positivas y hay, por lo tanto, contagio, el fondo puede ser viable si la demanda de recursos del fondo es secuencial o si afecta a distintos países con intensidad diferente, como ha sido cierto en ambos casos en la historia del FAR/FLAR. Otros ejercicios han mostrado que la mezcla de acceso a un mayor volumen de reservas y variabilidad de las mismas (el llamado "coverage ratio") es benéfico para el grueso de los países (Machinea y Titelman, 2007; Rosero, 2011). Para aquellos para los cuales no lo es, una razón puede ser que el tipo de cambio absorbe los choques externos, por lo cual puede haber beneficios colaterales asociados a la mayor estabilidad de esta variable. Por último, un ejercicio retroactivo realizado por FLAR (2011b) muestra que todos los países miembros se han beneficiado de sus servicios en términos de acceso a sus líneas de crédito en relación con aquellas disponibles en los mismos momentos en los mercados. Nótese que hay beneficios adicionales que no se incluyen en estos ejercicios, en particular la contribución potencial a reducir el contagio regional, incluyendo el efecto de las crisis financieras sobre el comercio intrarregional.

Un fondo ampliado podría cubrir una proporción alta de las necesidades de financiamiento. Agosin y Heresi (2011) han estimado que con el 15% de las reservas de 2008 de los 12 países más grandes de la región (US\$70.000 millones) se podrían haber cubierto todas las salidas de capital que tuvieron lugar después de la quiebra de Lehman Brothers, excepto las de Brasil, y que hubiera cubierto el M1 de todos los países, excepto Brasil y México. Un ejercicio del FLAR (2011a) indica que un fondo sudamericano más modesto, equivalente a tres veces el capital actual, y con contribuciones de Brasil iguales al doble de los países con mayores aportes actuales, tendría una capacidad crediticia de unos US\$21.000, suficientes para cubrir en promedio el 82% de las deudas de corto plazo y el 27% del M1 de los países, si las demandas son simultáneas, pero con coberturas en general pequeñas de los países más grandes, por lo cual sería bueno aspirar a un fondo de mayor tamaño.

Una reforma de esta naturaleza debería utilizar al fondo de reserva como la base institucional del mecanismo de pagos y créditos recíprocos de la ALADI y de los sistemas de pagos entre bancos centrales (o la creación gradual de una moneda de transacción de alcance regional), ampliados en ambos casos a todos los miembros del nuevo FLAR. La gran ventaja es que ofrecería las líneas de balanza de pagos complementarias es la liquidez de dichos acuerdos de pagos. Podría funcionar en parte con acuerdos de canje (swaps) entre los bancos centrales, como en el Acuerdo de Chiang Mai, aunque en este caso complementarios a los aportes de reservas. Un fondo de reservas ampliado segura-

mente tendría que acordar un mecanismo de voto ponderado, que podría tener en cuenta tres factores diferentes: votos básicos iguales por país, una proporción basado en las contribuciones de reservas al fondo común y votos adicionales más bajos proporcionales a las líneas de canje aportadas.

Una institución de este tipo podría ser el marco para ampliar significativamente el diálogo de políticas macroeconómicas. Este diálogo ha tenido lugar en el pasado en distintas formas pero su institucionalidad ha sido débil. Debería transformarse en un sistema formal de intercambio de información, diálogo entre las autoridades y alerta temprana. Sobre este sistema se deberá ir construyendo un mecanismo de supervisión macroeconómica, que es esencial para el funcionamiento de fondo de reservas regional de gran alcance y que serviría de base para una eventual coordinación de políticas. Estas tareas en materia de información, diálogo y supervisión deberían abarcar las variables fiscales, monetarias, crediticias y las regulaciones macro-prudenciales que adopten los países. Sin embargo, se debería evitar la tendencia a adoptar metas explícitas para ciertas variables, al estilo de las adoptadas en el pasado para replicar el Tratado de Maastricht, que fueron meramente simbólicas en la región y carecieron, por lo tanto, de credibilidad (de hecho, carecieron de credibilidad aún en el caso europeo). Por el contrario, en materia macro-prudencial podría ser conveniente adoptar principios comunes e incluso normas de alcance regional.

Un tema que ha sido objeto de debate reciente se refiere a las líneas de crédito que ofrezca este FLAR ampliado y los instrumentos en los cuales puede invertir sus recursos. En este caso, las líneas con que ya cuenta la FLAR son un buen punto de partida. De ellas, la línea de crédito de contingencia debe ser ampliada hasta dos años (como ya lo hizo el FMI con su propia línea) y se podría crear una línea de crédito compensatoria relacionada con el deterioro de los términos de intercambio, que parece factible dada las correlaciones muchas veces negativas que tienen los términos de intercambio de los países de la región (Agosin y Heresi, 2011). No parece, sin embargo, conveniente en este caso, a diferencia de los bancos de desarrollo (donde dicha función la desempeñarían los créditos de programa), evolucionar hacia préstamos presupuestales, pero una alternativa podría ser hacer algo más flexible la línea de Tesorería (extendiendo, por ejemplo, el plazo); de otra manera, esa línea debería ser eliminada.

También se ha propuesto que el fondo pueda invertir en bonos emitidos por los países de la región. Esta propuesta sería inconveniente, ya que un principio fundamental para el funcionamiento de un mecanismo de apoyo a la balanza de pagos es que sus inversiones tengan una correlación nula o negativa con las variables macroeconómicas que afectan

a sus miembros (FLAR, 2011b). La inversión en fondos regionales iría en contra de este principio y reduciría, por lo tanto, la capacidad del fondo de operar como un instrumento anticíclico. Esto es aún menos conveniente si los bonos están denominados en monedas nacionales, ya que ello agregaría un riesgo cambiario a las operaciones del fondo de reserva. Nótese nuevamente que los bancos de desarrollo sí pueden e incluso deben ser activos en los mercados de bonos en monedas locales, una actividad en la cual la CAF ya está inmersa, que ofrecen beneficios evidentes tanto a los países como al banco multilateral.

Debido a las limitaciones que tendría aún un FLAR ampliado para enfrentar coyunturas críticas de alcance mundial, una alternativa adicional es crear mecanismos de apoyo del FMI a los fondos regionales. Una modalidad puede ser un acceso a líneas específicas del FMI. Otra, mucho más ambiciosa, puede ser incluir en la fórmula de asignación de DEGs los aportes que los países hagan a los fondos regionales de reservas (Ocampo, 2002 y 2006). Por lo demás, un paso mínimo en tal dirección sería que los aportes a dichos fondos fueran considerados como reservas internacionales por parte del FMI.

## REFERENCIAS

- Agosin, Manuel y Rodrigo Heresi** (2011), "Hacia un Fondo Monetario Latinoamericano", FLAR, Papers and Proceedings of the 2010 Conference of Economic Studies, publicado en marzo 2011, pp. 69-102, disponible en: <https://www.flar.net/contenido/contenido.aspx?catID=152&conID=2592>
- Bulmer-Thomas, Victor** (2012), *The Economic History of the Caribbean since the Napoleonic Wars*, Cambridge: Cambridge University Press.
- FLAR (Fondo Latinoamericano de Reservas)** (2001a), "Un ejemplo ilustrativo de escenarios de capital para un FLAR ampliado con países de la Unasur actualmente no miembros", Documento de trabajo interno, noviembre 18.
- FLAR (Fondo Latinoamericano de Reservas)** (2001b), "El FLAR dentro de la arquitectura financiera regional: historia y desempeño en perspectiva", Documento de trabajo interno, diciembre
- González del Valle, Jorge** (1990), "Fortalecimiento del Fondo Centroamericano de Estabilización Monetaria", San Jose: Secretaría Ejecutiva del Consejo Monetario Centroamericano, Estudio preparado para el Programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo, junio..
- Guerra Borges, Alfredo** (1996), "El sistema regional de pagos en Centroamérica 1961-1992 y la cooperación financiera de la comunidad europea", en *La integración eco-*

nómica centroamericana ante el reto de la globalización, Managua: Coordinadora Regional de Investigaciones Económicas y Sociales. Disponible en: <http://www.obela.org/system/files/SistPagosMCCA1961-92.doc>

**Machinea, José Luis y Daniel Titelman, Daniel** (2007), “¿Un crecimiento menos volátil? El papel de las instituciones financieras regionales, Revista de la CEPAL, No. 91, abril, pp. 7-27.

**Ocampo, José Antonio** (2002), “Recasting the International Financial Agenda”, en John Eatwell y Lance Taylor (eds), *International Capital Markets: Systems in Transition*, Nueva York: Oxford University Press.

**Ocampo, José Antonio** (2006), “Regional Financial Cooperation: Experiences and Challenges”, en José Antonio Ocampo (ed.), *Regional Financial Cooperation*, Washington D.C.: Brookings Institution y CEPAL, capítulo 1.

**Ocampo, José Antonio y Daniel Titelman** (2009-10), “Subregional Financial Cooperation: The South American Experience”, *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 32 No. 2, invierno.

**Rosero, Luis Daniel** (2011), *Essays on International Reserve Accumulation and Cooperation in Latin America*, Tesis doctoral, Universidad de Massachusetts, Amherst.

**Titelman, Daniel** (2006), “Subregional Financial Cooperation: The Experiences of Latin America and the Caribbean”, en José Antonio Ocampo (ed.), *Regional Financial Cooperation*, Washington D.C.: Brookings Institution y CEPAL, capítulo 7.