

Un fondo de reservas regional para América Latina

Daniel Titelman, Cecilia Vera, Pablo Carvallo y Esteban Pérez-Caldentey

RESUMEN

En este documento se analiza la viabilidad, las implicancias y los desafíos de ampliar el Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR) a la Argentina, el Brasil, Chile, México y el Paraguay. Se argumenta que un fondo regional de reservas debe concebirse como parte de una red amplia de mecanismos aportados por la arquitectura financiera internacional, para enfrentar problemas de balanza de pagos. Se plantea que un fondo de entre 9.000 y 10.000 millones de dólares permitiría cubrir las necesidades potenciales de financiamiento de sus miembros bajo escenarios de mayor posibilidad de ocurrencia, sin que necesariamente debiera actuar como prestamista de última instancia para todos los países integrantes. Respecto de escenarios más extremos, el fondo debería poder “ampliar sus espaldas” mediante otras instancias de la arquitectura financiera. Los mayores desafíos de aumentar la cantidad de sus miembros se plantean en términos de la gobernanza que tendría este fondo regional de reservas.

CLASIFICACIÓN JEL

F41, O54, F33

PALABRAS CLAVE

Reservas monetarias, política monetaria, movimientos de capital, balanza de pagos, Argentina, Brasil, Chile, México, Paraguay, América Latina

AUTORES

Daniel Titelman es director de la División de Financiamiento para el Desarrollo de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL). daniel.titelman@cepal.org

Cecilia Vera es oficial de asuntos económicos de la División de Financiamiento para el Desarrollo de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL). cecilia.vera@cepal.org

Pablo Carvallo es asistente de investigación de la División de Financiamiento para el Desarrollo de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL). pablo.carvallo@cepal.org

Esteban Pérez-Caldentey es oficial de asuntos económicos de la División de Financiamiento para el Desarrollo de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL). esteban.perez@cepal.org

I

Introducción

El fortalecimiento del Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR), mediante la expansión de su tamaño y cobertura para incluir a un mayor número de países de la región, sería un importante aporte a la provisión de un bien público regional y global, como lo es la estabilidad financiera¹. En este trabajo se procura 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 la perspectiva de los autores de este estudio, los fondos regionales de reserva constituyen uno de los variados mecanismos que contribuyen a densificar el entramado de la arquitectura financiera internacional, y que potencian sus capacidades de proveer estabilidad de las finanzas a nivel global. Una más intensa densificación significa no solo que se dispone de un volumen más grande de instrumentos, sino también que existe una mayor conectividad entre las distintas instituciones que integran 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 a otras instancias existentes de apoyo a la balanza de pagos. Deben considerarse como un complemento de la institucionalidad financiera mundial, pero dentro de una estructura de cooperación en varios niveles que responda a principios de subsidiariedad. Además, los recursos de que disponen los fondos regionales no están limitados por los aportes de sus países miembros, sino que tienen la capacidad de potenciarlos mediante interacciones con otras instancias de la red financiera global.

Lo anterior tiene dos implicaciones fundamentales a la hora de determinar el tamaño que debe tener un Fondo regional.

En primer lugar, el Fondo debe dimensionarse teniendo en cuenta que existen otras instancias a las que 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 tal sentido, el eventual FLAR ampliado debiera ser concebido como un Fondo capaz de servir esencialmente a los países que tienen un acceso relativamente 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 Fondo debe dimensionarse de forma de poder cubrir los escenarios de mayor posibilidad de ocurrencia (según los resultados empíricos de este trabajo, escenarios donde solo una fracción de los 12 países presenta problemas simultáneos de balanza de pagos). Para los escenarios más extremos, el Fondo debiera contar con la capacidad de “ampliar sus espaldas”, ya sea apalancando su capital a fin de movilizar un monto más abultado de recursos o presentando acciones en conjunto con otras instancias de la arquitectura financiera. De lo anterior se desprende que el FLAR ampliado podría tener un tamaño muy inferior al de uno que tuviera que cubrir escenarios de riesgo extremo (*tail risk*) y al que todos los países acuden de manera simultánea.

En el artículo se plantea que, por ejemplo, en un escenario donde los aportes de capital de los nuevos miembros siguieran la lógica que rige actualmente al FLAR, el Fondo ampliado alcanzaría un tamaño total de casi 9.000 millones de dólares, equivalentes al 1,4% del acervo total de reservas internacionales de los 12 países considerados.

Con un Fondo de ese tamaño, y sin ningún grado de apalancamiento, se alcanzarían a cubrir de manera simultánea las potenciales demandas del grupo completo de países pequeños, junto con la mitad de las necesidades del grupo de 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 disponibles para préstamos 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, excepto las de los dos miembros más grandes, que fueron estimadas en 15.300 millones de dólares.

Más allá de la factibilidad y de los potenciales beneficios de un eventual Fondo ampliado como mecanismo de seguro compartido, avanzar hacia la incorporación de los nuevos miembros implica grandes desafíos en términos de su gobernanza, incluidos los

¹ Para una descripción del FLAR, así como de otros fondos de reservas regionales, véase el anexo 1.

temas relativos a procedimientos de votación y poder de decisión, criterios para la asignación del crédito y mecanismos de supervisión.

El FLAR ha demostrado que posee varios atributos positivos, tales como la rapidez y oportunidad de respuesta, el acentuado sentido de pertenencia por parte de los países miembros —expresado en una clara posición de acreedor preferente por parte del Fondo—, y la baja condicionalidad en el otorgamiento de recursos que contribuye a que el hecho de 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 el de 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.

El artículo se divide en cuatro secciones. Luego de la Introducción, en la sección II se presentan distintos ejercicios empíricos cuyo objetivo es evaluar el grado de simultaneidad con que los 12 países bajo análisis experimentan problemas de balanza de pagos. La sección III se centra en dimensionar el tamaño que debiera tener el FLAR ampliado y en ella se plantean dos distintos escenarios de aportes de capital por parte de los países, que son consistentes con ese dimensionamiento. En la sección IV se discute la serie de desafíos en términos de gobernanza que traería aparejada la ampliación del FLAR y, por último, en la sección V se exponen las reflexiones finales.

II

Elementos para evaluar la viabilidad financiera de un FLAR ampliado

Un requisito importante para evaluar la sostenibilidad y viabilidad de un fondo de reservas consiste en que los problemas de balanza de pagos y las crisis que enfrentan sus países miembros no tengan un carácter simultáneo.

Una de las opciones más corrientes para evaluar el grado de simultaneidad en los problemas de balanza de pagos ha sido tomar variables como las variaciones de los términos de intercambio, las variaciones en el acervo de reservas internacionales y los flujos netos de capitales y calcular entre ellas coeficientes de correlación simples².

Coefficientes positivos y estadísticamente significativos debilitan los argumentos en favor de un Fondo, en tanto que estarían implicando que efectivamente las perturbaciones (*shocks*) afectan de forma simultánea a los países. Por el contrario, correlaciones negativas reforzarían los argumentos en favor del Fondo como mecanismo de seguro compartido. Asimismo, correlaciones positivas, pero no significativas, también apuntan en la dirección de la factibilidad del Fondo en la medida en que implican que los *shocks* afectan con distinta intensidad a los países y, por ende, siempre

existirán algunos menos afectados que tendrán una menor necesidad de recurrir al Fondo³.

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

² Véanse por ejemplo Agosin (2001); Machinea y Titelman (2007); Agosin y Heresi (2011).

³ La razón para utilizar estas tres variables, en lugar de analizar únicamente las correlaciones en las 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 una parte de los efectos de un *shock* a la cuenta de capitales son absorbidos por variaciones en el tipo de cambio de los países, entonces la repercusión en las reservas internacionales será menor. De igual forma, *shocks* negativos/positivos de términos de intercambio podrán ir acompañados de pérdida/acumulación de reservas, dependiendo de si los bancos centrales hacen uso de estas para amortiguar la depreciación/apreciación del tipo de cambio resultante del *shock*. En efecto, Aizenman, Edwards y Riera-Crichton (2011) identifican, con relación a los países de América Latina, un papel 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.

Se trabajó entonces con dos grupos de países ordenados según el tamaño de sus economías: el de los países grandes y medianos, que incluye al Brasil, México, la Argentina, Colombia, Venezuela (República Bolivariana de), el Perú y Chile, y el de los países pequeños que comprende a el Ecuador, Costa Rica, el Uruguay, Bolivia (Estado Plurinacional de) y el Paraguay⁴.

Los resultados obtenidos en esta sección indican que, en general, no constituye la regla el surgimiento simultáneo de problemas de balanza de pagos. A su vez, el análisis a nivel de grupos denota que, de existir alguna simultaneidad en cuanto a los problemas de balanza de pagos, esta se produciría más bien entre los países de menor tamaño. Esto aporta mayor evidencia en favor de la viabilidad financiera del FLAR ampliado, ya que las

necesidades de financiación que pudieran presentar los países de menor tamaño son naturalmente de magnitudes más manejables para el Fondo.

1. Términos de intercambio

Del ejercicio de correlación realizado para los 12 países, se obtiene un total de 66 pares de coeficientes de correlación⁵. De estos, solo 16 (24%) resultan significativos y de signo positivo, mientras que 7 (11%) resultan significativos y de signo negativo (véase el cuadro 1).

Estos resultados son esperables en tanto la evolución de los términos de 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.

⁴ Para el ordenamiento por tamaño se utilizó el último dato disponible del producto interno bruto (PIB) a paridad de poder adquisitivo. Si para ordenar a los países se utiliza 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 para los efectos de este análisis, queda intacto.

⁵ El ejercicio se realizó considerando correlaciones contemporáneas.

CUADRO 1

Coefficientes 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 |

Porcentaje de coeficientes de correlación simple entre variaciones de los términos de intercambio que resultaron significativos y de signo positivo (En porcentajes del total según grupos de países)

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

Fuente: elaboración propia sobre la base de datos de Banco Mundial, Indicadores del Desarrollo 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%.

Este es el caso, por ejemplo, de las correlaciones de Venezuela (República Bolivariana de) con Costa Rica y con el Uruguay, así como de las correlaciones del Ecuador con los dos mismos países.

Por el contrario, las correlaciones entre pares de países en que ambos son grandes exportadores netos de energía —como Venezuela (República Bolivariana de) y el Ecuador; Venezuela (República Bolivariana de) y México; Colombia y el Ecuador y Colombia y Venezuela (República Bolivariana de)— resultan positivas y significativas, además de ser en general elevadas.

A partir del análisis sobre pares de países, pueden obtenerse algunos resultados generales a nivel de grupos de países. Por ejemplo, como se muestra en el cuadro 1, al considerar las correlaciones de las variaciones en los términos de intercambio entre los países pertenecientes al grupo de países medianos y grandes, se observa que solo en cuatro ocasiones (19%) son positivas y significativas. Asimismo, en nueve ocasiones (25,7%) las correlaciones entre los países medianos y grandes y los países pequeños resultaron ser positivas y significativas, mientras que en tres oportunidades (30%) lo fueron

entre países dentro de ese último grupo. Es decir, que la ocurrencia de correlaciones positivas y significativas es baja, tanto si se estudia en general como en el interior de un determinado grupo de países.

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.

2. Reservas internacionales

Para el caso de variaciones en el acervo de reservas internacionales, solo 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 (véase el cuadro 2).

El análisis a nivel de grupos de países 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

CUADRO 2

Coefficientes de correlación simple entre variaciones del acervo 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 | | | | | | | | |
| Colombia | 0,54 | 0,08 | 0,21 | -0,04 | 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 |

Porcentaje de coeficientes de correlación simple entre variaciones de reservas internacionales que resultaron significativos y positivos
(En porcentajes del total según grupos de países)

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

Fuente: elaboración propia sobre la base de datos oficiales de los países y Fondo Monetario Internacional, Estadísticas Financieras Internacionales.

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%.

son positivas y significativas en un menor porcentaje de casos (33,3%).

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

3. Flujos de capitales

En cuanto a los flujos netos de capital, solo 17 de 66 coeficientes resultaron significativos y de signo positivo, lo que equivale a un 26% del total (véase el cuadro 3). Esto es una primera evidencia de que los *shocks* a la cuenta de capitales no son simultáneos entre los países. Es decir, los *shocks* de naturaleza sistémica, el contagio financiero generalizado o ambos, que implicarían salidas netas de capital de los países simultáneamente, no son la regla.

El análisis por grupos de países revela bajas proporciones de correlaciones positivas y significativas en todos los casos. Por otra parte, en el grupo de

países grandes y medianos aparecen algunos casos de correlaciones significativas, pero negativas, lo que evidencia precisamente que los flujos de capitales, en esos casos, no presentan movimiento, sino que —por el contrario— evolucionan de forma inversa.

4. Análisis de simultaneidad de las reversiones súbitas (*sudden stops*) en los flujos de capitales

El análisis de las secciones anteriores se completó con un estudio de simultaneidad en los *sudden stops* de los flujos de capitales. Este análisis permite obtener una medida objetiva respecto del grado de coincidencia temporal de los *sudden stops* en los flujos netos de capitales hacia los 12 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 a la viabilidad financiera del Fondo. En segundo lugar, tampoco consideran el efecto “riesgo de correlación”, vale decir, el hecho de que las correlaciones en períodos “normales”

CUADRO 3

Coefficientes de correlación simple entre flujos de capitales

(Cuenta financiera neta en dólares, datos trimestrales de 2000 a 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 |

Porcentajes de coeficientes de correlación simple entre flujos de capitales que resultaron significativos y positivos

(En porcentajes del total según grupos de países)

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

Fuente: elaboración propia sobre la base de datos del Fondo Monetario Internacional, Estadísticas Financieras Internacionales.

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

pueden ser bajas, pero aumentar justamente en períodos de crisis restando viabilidad financiera al Fondo (véase, por ejemplo, Levy-Yeyati, Castro y Cohan, 2012).

Mediante la metodología de Calvo, Izquierdo y Mejía (2004 y 2008) se detectaron los episodios de *sudden stops* en los flujos netos de capitales respecto de cada uno de los 12 países bajo análisis, utilizando datos mensuales para el período comprendido entre enero de 1990 y diciembre de 2011. Al considerar que los flujos de capitales que se registran en las estadísticas de balanza de pagos son de frecuencia trimestral en la mayoría de los países, se utilizó una variable sustitutiva (*proxy*) mensual para estos flujos, tal como la empleada por esos autores (véase el anexo 2 para una explicación de la metodología empleada).

Los resultados se presentan en el gráfico 1, centrando el análisis en los siguientes períodos críticos: crisis del tequila (1994-1995); crisis asiática-rusa-brasileña (1997-1999); crisis argentina (2001-2002), y crisis global (2008-2009). Las celdas sombreadas representan los períodos en que los países experimentaron *sudden stops*. Tal como se observa, con la metodología se logra capturar muchos de los episodios de *sudden stops* notorios en la literatura, tales como el sufrido por México en 1994-1995, por el Brasil en 1998-1999, y por la Argentina en 2001-2002, entre otros.

Otros eventos conocidos, como por ejemplo las salidas de capital de corto plazo desde la Argentina en 1999, no se detectan mediante esta metodología, ya que

en ese caso el egreso de flujos financieros de corto plazo se vio compensado por procesos de privatización, los que se reflejaron en grandes volúmenes de inversión extranjera directa (IED) que ingresaron al país. 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.

A partir de estos resultados, se calculó qué porcentaje de países experimentaron un episodio de *sudden stops* de manera simultánea en cada período (véase el gráfico 2). 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 experimentó en el segundo semestre del mismo año, se considera que ambos episodios son simultáneos⁶ en lo que concierne a los cálculos efectuados en este artículo. Esto tiene sentido en la medida en que si dos países enfrentan problemas de balanza de pagos de manera levemente desfasada en el tiempo, para los efectos de un Fondo de reservas es como si los experimentaran simultáneamente, ya que los recursos desembolsados para el primero no podrían estar disponibles para un segundo país que solicitara apoyo poco después.

⁶ Los episodios que hubieran comenzado en un año y se prolongaron hasta el siguiente, se imputaron a este último año (por ejemplo, algunos de los *sudden stops* comenzados a finales de 2008 y que se prolongaron a 2009, se imputaron a este último año).

GRÁFICO 1

Episodios de *sudden stops* en los flujos netos de capitales

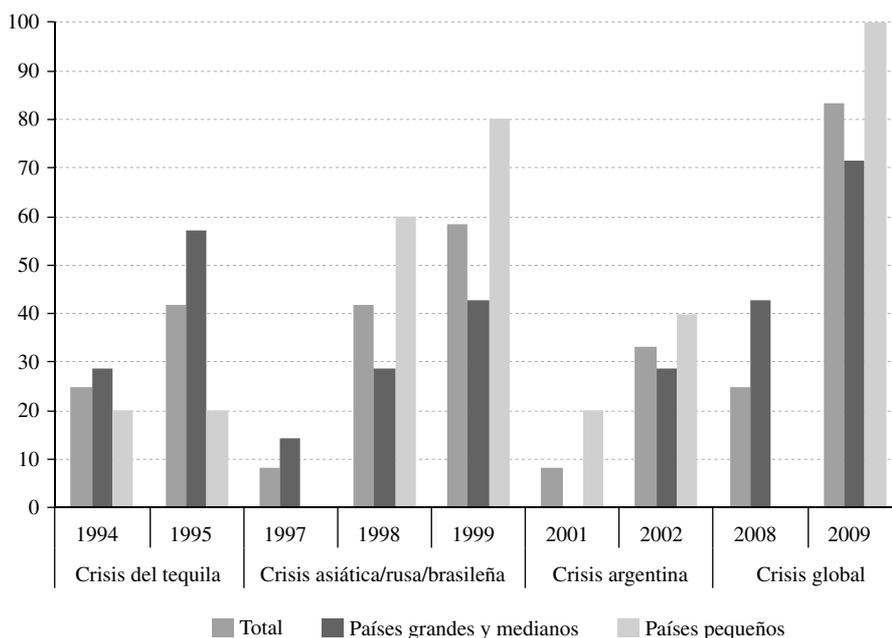
| | Crisis del tequila (1994-1995) | Crisis asiática/rusa/brasileña (1997-1999) | Crisis argentina (2001-2002) | Crisis global (2008-2009) |
|-----------------|-----------------------------------|---|---------------------------------|------------------------------|
| Brasil | | | | |
| México | | | | |
| Argentina | | | | |
| Venezuela | | | | |
| (Rep. Bol. de) | | | | |
| Colombia | | | | |
| Perú | | | | |
| Chile | | | | |
| Ecuador | | | | |
| Costa Rica | | | | |
| Uruguay | | | | |
| Bolivia | | | | |
| (Est. Plur. de) | | | | |
| Paraguay | | | | |

Fuente: elaboración propia.

Nota: en sombreado, episodios de *sudden stops* en los flujos netos de capitales.

GRÁFICO 2

Porcentaje de países que experimentan episodios de *sudden stops* de manera simultánea, 1994-2009
(Porcentajes sobre el total de países de cada grupo)



Fuente: elaboración propia.

Tal como puede observarse, solo en los años 1999 y 2009 hubo simultaneidad en una mayoría —más del 50% del total— de países. Sin embargo, en ambos casos 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 global” del año 2009 fue de tal envergadura que, como su nombre lo indica, afectó básicamente al mundo en su conjunto por una u otra vía. En este sentido, se puede decir que dicha 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 que se obtuvieron a partir del análisis de las correlaciones, y aportan mayor evidencia respecto de la viabilidad financiera de ampliar el FLAR a este conjunto de 12 países.

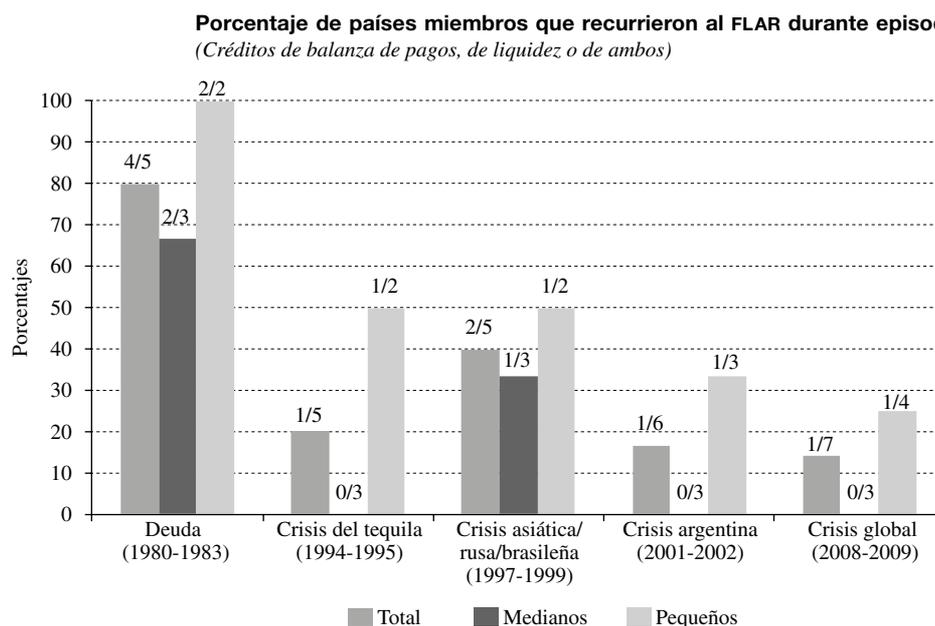
Se observa que las crisis de tipo sistémico y el contagio generalizado no son la “moda”, sino que, por el contrario, los *sudden stops* afectan en general de manera simultánea a cierto porcentaje de países, pero no a su totalidad. Además, en los dos años en que el porcentaje de simultaneidad resultó más elevado, se trató de episodios de *sudden stops* sufridos por los países

pequeños; en los países de tamaño grande y mediano la simultaneidad es menos frecuente.

Los resultados obtenidos aquí se condicen con las características que ha tenido el uso histórico de las facilidades del FLAR por parte de sus miembros. Las líneas de crédito del FLAR han sido utilizadas sobre todo en períodos de crisis y en particular durante la crisis de la deuda externa de comienzos de los años ochenta, cuando el FLAR otorgó créditos a la casi totalidad de sus miembros. Sin embargo, en todas las crisis posteriores a aquella, solo una minoría del total de países miembros ha solicitado apoyo de liquidez simultáneo (véase el gráfico 3). Esto puede responder precisamente al hecho de que las necesidades de balanza de pagos no son simultáneas entre los países, pero también denota el hecho de 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 apoyo⁷.

⁷ Colombia, por ejemplo, durante la crisis global (en 2009) optó por solicitar un préstamo de carácter precautorio —la llamada línea de crédito flexible— por cerca de 10.500 millones de dólares al Fondo Monetario Internacional (FMI), a pesar de ser miembro del FLAR.

GRÁFICO 3



Fuente: elaboración propia sobre la base de datos del Fondo Latinoamericano de Reservas (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, el Perú y Venezuela (República Bolivariana de), mientras que el grupo de países pequeños comprende a Bolivia (Estado Plurinacional de), el Ecuador, Costa Rica (solo desde 1999) y el Uruguay (solo desde 2008). Solamente se consideraron los créditos de balanza de pagos, de liquidez o de ambos. La notación 0/3 expresa que ningún país de los 3 pertenecientes al grupo de los medianos, recurrió al FLAR.

III

Tamaño de un eventual FLAR ampliado

Dimensionar el tamaño del FLAR ampliado requiere, en primer lugar, estimar las necesidades potenciales de financiamiento por problemas de balanza de pagos de sus países miembros sobre la base de la experiencia histórica.

En segundo lugar, tal como se mencionó, se trata de dimensionar al Fondo para que sea capaz de cubrir los escenarios de mayor posibilidad de ocurrencia, es decir —según los resultados de este trabajo— aquellos en que solo un porcentaje de los países y, en general, los de menor tamaño, presentan necesidades simultáneas de financiamiento debido a problemas de balanza de pagos. Y cuando se presenten escenarios más extremos, en que su capital no resulte suficiente, pueda contar con mecanismos para potenciar sus recursos.

1. Necesidades potenciales de financiamiento

Las necesidades potenciales de financiamiento se aproximaron mediante las variaciones en los flujos

netos de capitales hacia los países (véase el cuadro 4), tal como en Agosin y Heresi (2011), centrando el análisis en los períodos de crisis considerados más representativos con respecto a la región. La razón para no tomar los flujos netos, sino sus variaciones, es que lo relevante en relación con 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 hacer un ajuste en cuenta corriente o bien perder reservas internacionales para compensar ese menor financiamiento externo.

Los resultados muestran, en primer lugar, que las necesidades de financiamiento han sido dispares y varían significativamente en las diferentes crisis. Las necesidades máximas de financiamiento que aparecen en el cuadro 4 representan una cota superior dada por

CUADRO 4

Países del FLAR ampliado: variaciones anuales de los flujos netos de capitales
(En miles de millones de dólares)

| | Crisis del tequila | | Crisis asiática/rusa/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 países medianos | -14,7 | -9,7 | 0,0 | -12,1 | -14,8 | -25,4 | -16,0 | -16,6 | -18,7 | -14,8 |
| Total países pequeños | -0,2 | -0,5 | -0,1 | -0,2 | -3,7 | -0,3 | -2,5 | -0,4 | -5,9 | -0,4 |

Fuente: elaboración propia sobre la base de datos del Fondo Monetario Internacional, Estadísticas Financieras Internacionales.

Nota: se trata de la cuenta capital y financiera de la balanza de pagos, excluyendo financiamiento excepcional e incluyendo solamente la porción de la inversión extranjera directa (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.

escenarios de necesidades extremas. En este sentido, y por los motivos antes mencionados, resulta más útil considerar la mediana estadística de los datos para dimensionar el tamaño requerido del Fondo⁸.

Así, para el grupo de los 12 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 de dólares —que a su vez pudiera “ampliar sus espaldas” para generar recursos disponibles para préstamos por algo más de 15.000 millones de dólares— proporcionaría a los países miembros un adecuado nivel de cobertura de sus necesidades de liquidez.

2. 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 a partir de las necesidades potenciales de financiamiento consignadas en la subsección anterior. El primero consiste en un escenario donde los aportes de capital siguen la lógica que rige actualmente al FLAR. En el segundo escenario los aportes de capital de los países se establecen según la lógica de determinación de cuotas aplicada por el Fondo Monetario Internacional (FMI).

3. Escenario con regla de aporte tal como en el FLAR⁹

En el primer escenario, los países que actualmente son miembros del FLAR mantienen sus aportes en los montos

⁸ Conviene 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.

⁹ A principios de julio del año 2012, en el FLAR se aprobó un aumento del 40% del capital suscrito. En este escenario se considera el capital luego de haberse completado dicho incremento. Se asume para los escenarios que todo el capital suscrito es pagado.

vigentes y los países “nuevos” aportan según su tamaño relativo dentro del grupo¹⁰.

De acuerdo con esta lógica, el capital total del Fondo alcanzaría casi a los 9.000 millones de dólares, equivalentes al 1,4% del acervo total de reservas internacionales de los 12 países considerados. Con un Fondo de este tamaño —sin ningún grado de apalancamiento— se alcanzarían a cubrir de manera simultánea las potenciales demandas del grupo completo de países pequeños, junto con la mitad de las necesidades del grupo de países medianos, por un total de 7.800 millones de dólares (véase el gráfico 4a).

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 el FLAR— se generarían recursos disponibles para préstamos por un total de 13.290 millones de dólares¹¹. 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), que se estimaron en 15.300 millones de dólares.

El Fondo, así concebido, tiene implícito el hecho de que los países grandes —notablemente el 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 el 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 FMI (véase el cuadro 5).

¹⁰ Así, por ejemplo, en su calidad de país pequeño, el Paraguay aportaría lo mismo que los miembros pequeños del FLAR: Bolivia (Estado Plurinacional de), Costa Rica, Ecuador y Uruguay, es decir, unos 328,2 millones de dólares. Por su parte, la Argentina y Chile aportarían lo mismo que los miembros medianos del FLAR: Colombia, Perú y Venezuela (República Bolivariana de), es decir, unos 656,3 millones de dólares cada uno, o sea, el doble del aporte de los países pequeños. Por último, para el 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, vale decir, unos 1.969 millones de dólares.

¹¹ Los recursos disponibles para préstamos (*RDP*) se calculan como sigue: $RDP = K + 0,1K - 0,25K + eK$, donde *K* es el capital pagado y *e* es el porcentaje de endeudamiento. Se supone que las reservas representan el 10% del capital pagado, y que un 25% del capital pagado se destina a funcionamiento (Alonso, Magali y Villa, 2012).

CUADRO 5

Comparación de los esfuerzos de aporte de los países^a
(En porcentajes)

| | 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 sobre la base de datos del Fondo Monetario Internacional (FMI) (en línea <http://www.imf.org/external/np/sec/memdir/members.aspx#1>) y Banco Mundial, Indicadores del Desarrollo Mundial.

Nota: para el acervo de reservas internacionales se consideró el dato de finales de 2010.

^a Aporte al FLAR ampliado (escenarios 1 y 2) y aporte al FMI como porcentaje de las reservas internacionales.

Por lo demás, a través de su participación en una iniciativa de este tipo, estos países estarían jugando un papel protagónico en la cooperación financiera regional, lo 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 FMI— constituiría un incentivo adicional.

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

En este escenario, los aportes de capital de los países se establecen de acuerdo con la fórmula de determinación de cuotas del 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 FMI¹².

La forma sencilla de obtener los aportes bajo esta regla es tomar los montos de las cuotas que el FMI ya ha calculado para los países y realizar un cambio de base (regla de tres), 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 $x \cdot \left(\frac{2,5}{6}\right)^{13}$.

En un escenario como este, el capital total del Fondo alcanzaría a los 10.300 millones de dólares. 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.

Si apalancara su capital mediante endeudamiento por un 65% de su capital pagado, generaría recursos

disponibles para préstamos por 15.400 millones de dólares, con lo que 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 4b) (véase la nota al pie número 10).

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

En la medida en que el Fondo regional forma 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 FMI u otras— si se dieran escenarios en que su capital no resultara suficiente para enfrentar las demandas de los países miembros¹⁴.

Una primera opción sería, por ejemplo, que el Fondo tuviera firmados compromisos de créditos en dólares, ya sea con algunos de los países miembros o con países de fuera del acuerdo. Los contratos de compromiso de créditos al Fondo de reservas serían contingentes y se activarían en caso de solicitud por parte de este. En dichos contratos deberían quedar preestablecidas todas las condiciones de los créditos (plazos, tasas de interés y posibilidad de renovaciones, entre otras), de manera tal de no tener que negociarlas en el momento de la activación, sino que ya hubieran sido negociadas con antelación. Así, el Fondo podría disponer de manera muy expedita, en caso de ser necesario, de recursos adicionales a su capital. Estos compromisos de crédito serían algo muy similar a los Nuevos Acuerdos para la Obtención de Préstamos (NAB, por sus siglas en inglés), instituidos por el FMI como un modo de ampliar su capacidad crediticia en caso de necesidad. Actualmente, tres países de la región: Brasil, Chile y México, son participantes de los NAB con el FMI, los que alcanzan montos cercanos a los 13.500 millones de dólares, 2.100 millones de dólares y 7.700 millones de dólares, respectivamente.

Los países firmantes de estos acuerdos recibirían, en caso de su activación, una tasa de interés que si bien probablemente no sería elevada —por ejemplo, si se supone que se adopta un sistema parecido al de

¹² Los créditos del FMI son de 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 sobre la base de 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 a paridad de poder adquisitivo, el volumen de reservas internacionales, el grado de apertura —medido como la suma de 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>.

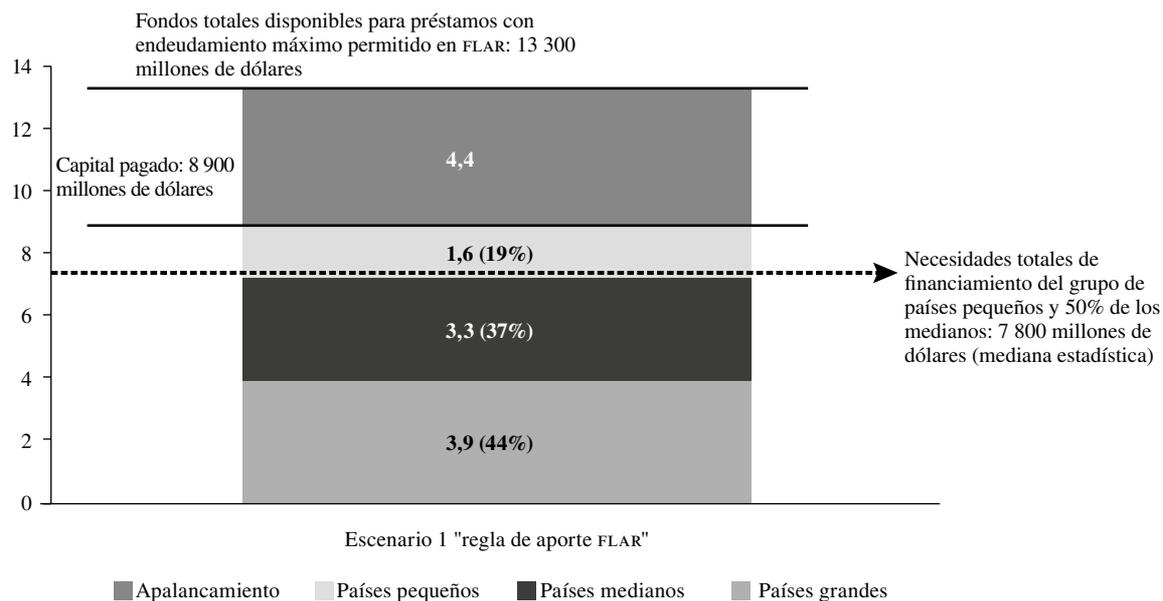
¹³ Las cuotas fueron calculadas en derechos especiales de giro (DEG), canasta de monedas del FMI integrada por el dólar estadounidense, el euro, el yen japonés y la libra esterlina y luego convertidos en dólares al tipo de cambio promedio de los meses de marzo, abril y mayo de 2012.

¹⁴ Idealmente, estas alternativas para que el Fondo pueda obtener los recursos extras en caso de necesidad debieran estar prenegociadas, a objeto de que tuvieran un carácter más expedito y menos costoso que el salir a negociarlas una vez que se presentara la necesidad.

GRÁFICO 4

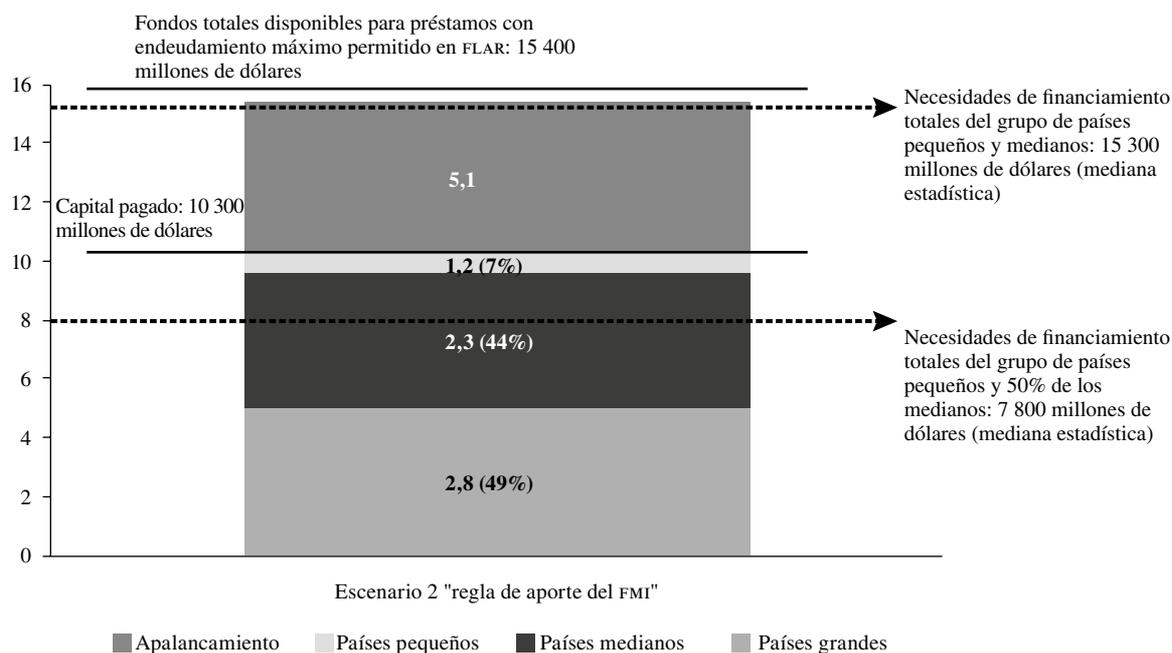
a) Dimensiones de un FLAR ampliado según "regla de aporte FLAR"

(En miles de millones de dólares)



b) Dimensiones de un FLAR ampliado según "regla de aporte FMI"

(En miles de millones de dólares)



Fuente: elaboración propia.

FMI: Fondo Monetario Internacional.

los NAB del FMI, la tasa podría ser la de los derechos especiales de giro (DEG)— tampoco debiera ser mucho más baja que la que obtienen los bancos centrales latinoamericanos por la fracción 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 hubiera prenegociado 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 FMI, que desde 2009 ha suscrito acuerdos con varios países que se comprometieron a comprar pagarés que el organismo emitirá si llegara a necesitar potenciar sus recursos disponibles para préstamos. Por ejemplo, en 2010 el 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 en la calificación crediticia de un Fondo, una tercera

opción es que en este se procurara presentar una acción en conjunto con otro acuerdo, 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 por medio de un préstamo al propio Fondo regional— ya ha sido considerada por el FMI en alguno de sus documentos, pero para ello sería necesaria la reforma de los estatutos (Convenio Constitutivo) del organismo para su Cuenta de Recursos Generales (Henning, 2011). Incluso 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 con cuánto contribuye el Fondo regional y con cuánto el FMI al paquete conjunto, siendo este último organismo quien decide las condiciones de la asistencia y quien 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).

IV

Los desafíos de la gobernanza en un FLAR ampliado

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, expresado en una clara posición de acreedor preferente por parte del Fondo, y la baja condicionalidad en el otorgamiento de recursos, que contribuye a que el hecho de recurrir al FLAR no constituya un estigma para los países.

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

1. Mecanismos de votación y poder de decisión

En el FLAR, el poder de voto que los países miembros tienen en el 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 organismos¹⁶. Esto, unido al hecho de que los acuerdos en ambas instancias 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

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

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, con respecto a decisiones de la Asamblea sobre temas que se consideran fundamentales el FLAR exige 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 profundo sentido de pertenencia de los países miembros en relación con la institución, que se expresa en una clara posición de acreedor preferente por parte de esta; de este modo, los países miembros han honrado siempre 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 que 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 (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 acuerdos 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 menos escuchada.

Por ejemplo, en el FMI 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. Por su parte, en la multilateralización de la Iniciativa de Chiang Mai (CMIM), China, el Japón y la República de Corea son los países que más contribuyen, concentrando un 80% de los aportes al acuerdo, en tanto que concentran más del 70% de los votos. Además,

en este caso las decisiones en el interior del órgano decisorio —el *Executive Level Decision Making Body* (ELDMB)— se deben adoptar por una mayoría de dos tercios de los votos, lo que 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 a un eventual FLAR ampliado con respecto a sus mecanismos de toma de decisiones. Cabe reflexionar si en un FLAR ampliado, con una dispersión de aportes mayor que la actual y donde países como el Brasil y México concentrarían altos porcentajes de los aportes totales, sería factible mantener el principio igualitario de “un país, un voto” o tendría que optarse por un mecanismo que involucre una mayor concentración del poder de voto.

2. Criterios para la asignación del crédito

La definición de los criterios para el otorgamiento de recursos financieros por parte de los Fondos es otro de los temas que plantean importantes desafíos.

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 con el objetivo de contrarrestar posibles problemas de riesgo moral y situaciones de impago por parte de los países.

En el FLAR no se establecen básicamente condicionalidades y esta es una de las características de su gobernanza que lo distingue del resto de los Fondos. En los demás casos existen en general condicionalidades, ya sean explícitas o implícitas, que sin embargo han actuado en varios casos en la práctica como barreras de acceso, haciendo que los países prefieran no recurrir a los acuerdos que las imponen.

En el FMI, por ejemplo, el establecimiento de condicionalidades para acceder a los acuerdos de derecho de giro (*Stand-By Arrangements*), que hasta hace poco eran los que más frecuentemente se otorgaban a países de ingreso medio que estuvieran enfrentando crisis, tendió con el correr del tiempo a generar una percepción negativa respecto de 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

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 Véase Ocampo y Titelman (2009).

¹⁹ En efecto, las propias calificadoras de riesgo consideran el 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 multilateralización de la Iniciativa de Chiang Mai (CMIM) se establece una regla distinta para las decisiones respecto de temas fundamentales, las que deben ser adoptadas por consenso.

estaba en problemas por haber aplicado 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, 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 estas condiciones no son explícitas, existe un vínculo con el FMI (llamado *FMI-link*), por el cual desembolsar más del 20% del monto disponible para un país requiere que este llegue primero a un acuerdo con este último organismo. Se cree que fue justamente este vínculo con el FMI lo que obstaculizó su utilización aun en momentos de gran necesidad por parte de los países participantes, como durante la reciente crisis global²².

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

En efecto, a partir de la crisis más reciente (2008-2009), se ha observado un reconocimiento de este atributo mediante una mayor flexibilización en las

condiciones de otorgamiento de liquidez por parte de varios acuerdos.

Por ejemplo, el FMI, en plena crisis global, reformó los acuerdos de derecho de giro “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, se 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 la CMIM ha ido en la dirección de flexibilizar las formas en que brinda asistencia financiera a sus miembros. Recientemente se decidió aumentar el porcentaje de créditos disponibles sin acuerdo previo con el FMI y se acordó también la creación de la línea de crédito precautoria (CMIM-PL), que es una línea de crédito parecida a la LCF del FMI y que operará con condiciones ex-ante en lugar de ex-post²⁶.

En el FLAR ampliado se deberá evaluar si se mantiene la forma actual de otorgar recursos sin condiciones o se introduce 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 acordar cómo supervisarán y determinarán el grado de cumplimiento de las condiciones por parte de los países.

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 el año 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 *FMI-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 la República de Corea recurrió a un *swap* bilateral con la Reserva Federal de los Estados Unidos de América por 30.000 millones de dólares, ya que sin un programa con el FMI los recursos realmente disponibles para el país eran solo de 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 (véanse 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 sí sucede en la CMIM con el *FMI-link*—, este es sin duda otro de los factores que contribuyen al mayor sentido de pertenencia por parte de los países miembros.

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 políticas muy sólidos y, por consiguiente, cumplan con estrictos criterios de calificación preestablecidos— la línea de crédito flexible (LCF) no tiene un monto máximo preestablecido y sí tiene un desembolso inmediato en lugar de ser escalonado. Se brinda flexibilidad al país, al permitirle que gire en el momento en que se aprueba la totalidad del monto, o bien utilizar este con fines precautorios. En el año 2011 se creó en el organismo la línea de precaución y liquidez (LPL), para atender de manera flexible las necesidades de liquidez de países con factores de vulnerabilidad que les impidieran usar la LCF. En la LPL se combinan criterios para la calificación de acceso ex-ante con algunas condiciones ex-post focalizadas justamente en reducir dichas vulnerabilidades.

²⁶ Véase el comunicado de la decimoquinta Reunión de Ministros de Finanzas y Gobernadores de Bancos Centrales de ASEAN+3 celebrada en mayo de 2012 <http://www.aseansec.org/Joint%20Media%20Statement%20of%20the%2015th%20ASEAN+3%20Finance%20Ministers%20and%20Central%20Bank%20Governors%20Meeting.pdf>.

3. Mecanismos de supervisión

Los mecanismos de supervisión (*surveillance*) son una tercera área en la que se plantean desafíos importantes para un FLAR ampliado. El término *surveillance* hace referencia a los procesos de monitoreo y consultas regulares con los países miembros del Fondo, que ayudan a detectar de forma temprana las posibles vulnerabilidades de estos países y, en consecuencia, 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 acuerdos 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 vecinos. A ello se agrega el hecho de que, por otra parte, no es evidente que los acuerdos regionales puedan tener las capacidades —no solo de independencia técnica, sino también en términos de los recursos económicos y humanos suficientes— para llevar adelante los procesos de supervisión necesarios.

En Asia, en el momento de la multilateralización de la Iniciativa Chiang Mai, en 2010, ya existían mecanismos de supervisión que sin embargo no habían resultado exitosos. El Diálogo sobre Políticas y Revisión Económica (ERPD por sus siglas en inglés) —cuyo cometido era facilitar los intercambios voluntarios de información entre países, así como las revisiones por pares (*peer review*)— había encontrado obstáculos dado que los países no siempre proporcionan información en el tiempo y forma adecuados, y en general había habido reticencia de estos 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 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, de modo que los informes naturalmente carecieron de objetividad y credibilidad (Ciorciari, 2011).

Debido a ello, un aspecto clave de las negociaciones con relación al establecimiento de la CMIM incluyó el tema de implementar una nueva oficina de supervisión acuciosa, que fuera capaz de llevar a cabo eficazmente la tarea. La Oficina de Investigación Macroeconómica de ASEAN+3 (AMRO por sus siglas en inglés) quedó establecida finalmente 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 se refiere justamente a los temas de cómo potenciar la AMRO y, asimismo, cómo mejorar los procesos en los demás mecanismos de supervisión, además de la coordinación y complementación entre estos.

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 ausencia 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 realizan la supervisión de los países del Fondo, en particular, por ejemplo, con el FMI. Como afirma Henning (2011), para el caso de la AMOR —pero que también aplica para el eventual FLAR ampliado— la oficina de supervisión regional debiera ser capaz de: i) proveer visiones quizás contrastantes con las del FMI respecto de las vulnerabilidades de los países miembros del acuerdo; 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 en que existan créditos desembolsados a un país, la Dirección de Estudios Económicos (DEE) del FLAR, en general, realiza una evaluación de su situación de balanza de pagos, así como de su 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 al Ecuador durante la crisis global.

²⁹ Este es, en alguna medida, el caso de lo que sucede en Asia, donde el ERPD recibe como insumos para su proceso de diálogo las visiones tanto del FMI como del Banco Asiático de Desarrollo (BASD).

V

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 de este trabajo 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 de defensa de sus países miembros, sino que más bien forman parte de una red más amplia de instrumentos e instancias de apoyo con que estos cuentan para enfrentar *shocks* externos.
- En este sentido, dichos fondos contribuyen a densificar la arquitectura financiera internacional, constituyendo 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.
- Lo anterior tiene dos implicancias fundamentales a la hora de determinar el tamaño necesario que debe tener un Fondo regional.
- En primer lugar, implica que el Fondo debe dimensionarse teniendo en cuenta que existen otras instancias a las que 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, 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 para hacer frente a aquellos escenarios que tengan mayor posibilidad de ocurrencia.
- En este artículo se constata que los escenarios más probables son aquellos donde solo un cierto porcentaje de países de la región presentan problemas de balanza de pagos simultáneos. Los casos de crisis de naturaleza sistémica y el contagio generalizado no son la “moda”.
- Un Fondo diseñado para cubrir estos escenarios más benignos debería naturalmente constituirse de un tamaño mucho menor que uno que pretendiera cubrir escenarios extremos.
- Para enfrentar casos extremos —menos probables según los resultados expuestos—, como por ejemplo, una crisis de naturaleza sistémica, o un contagio generalizado e incluso escenarios intermedios en que el capital del Fondo no resulte suficiente para enfrentar las demandas de los países miembros, este debiera 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, 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 9.000 millones de dólares, equivalente al 1,4% del acervo total de reservas internacionales de los 12 países considerados.
- Con un Fondo de este tamaño —sin ningún grado de apalancamiento— se alcanzarían 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 el FLAR—, se generarían recursos disponibles para préstamos 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 países más grandes del grupo, que fueron estimadas en 15.300 millones de dólares.

- En este escenario de aportes, así como en el otro que se plantea en el documento, es muy importante el aporte del Brasil y México —los dos países más grandes de la región— al capital total del Fondo.
- Sin embargo, el costo de participación para estos dos 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 FMI.
- Por otra parte, a través de su participación en una iniciativa de esta naturaleza ambos países estarían jugando un papel protagónico en la cooperación financiera regional, lo 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 miembros pudieran contabilizarse como parte de los acervos de reservas internacionales —tal como hoy en día sucede en el FMI— 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 de los países miembros, que en la práctica se expresa 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 no constituya un estigma para los países recurrir al FLAR.
- 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.

Tres fondos de reservas regionales desde una perspectiva comparada

ANEXO I
CUADRO A.1

| 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. | Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR), 1989 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 la tasa de oferta interbancaria de Londres (Libor) de 3 meses, más 400 puntos básicos (pb). Para su aprobación se requiere un acuerdo del Directorio. 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. 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. 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. 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. | 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 que 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 (PIB), aunque la importancia del aporte de capital de cada país en términos relativos es variable. |
| 22 países de la liga árabe: Jordania, Emiratos Árabes Unidos, Bahrein, Túnez, Argelia, Djibouti, Arabia Saudita, Sudán, República Árabe Siria, Somalia, Iraq, Omán, Estado de Palestina, Qatar, Kuwait, Líbano, Libia, Egipto, Marruecos, Mauritania, Yemen y Las 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. | Fondo Monetario Árabe (FMA), 1977 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 manera que el monto total que puede pedirse prestado es del 250% de la cuota. Créditos para ajustes estructurales (<i>Structural Adjustment Facility</i> (SAF)): destinados 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 ⁸ . | 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 millones de dólares (dato a fines de 2010), lo que representa aproximadamente un 0,26% del acervo de reservas internacionales de los países miembros en promedio y un 0,14% de su producto interno bruto (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 PIB es variable. |

Cuadro A.1 (conclusión)

| Miembros | Objetivos | Tipos de crédito | Administración | Relevancia para los países miembros |
|---|--|---|---|---|
| <p>Países miembros de ASEAN+3, que corresponden a los 10 países del ASEAN (Indonesia, Malasia, Filipinas, Singapur, Tailandia, Brunei Darussalam, Viet Nam, Myanmar, República Democrática Popular Lao y Camboya), más China, Japón y República de Corea.</p> | <p>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.</p> | <p>Iniciativa Chiang Mai Multilateralizada (cmim), 2010^b</p> <p><i>Swaps</i>: la cmim provee liquidez para enfrentar problemas de balanza de pagos de los países miembros mediante <i>swaps</i> de moneda local de los países del Fondo por dólares de los Estados Unidos. Los países tienen derecho a <i>swaps</i> por un monto igual a su contribución al Fondo multiplicada por un cierto número (que es de 0.5 para China y el Japón, para República de 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 este primero llegue a un acuerdo con el fmi (el llamado <i>FMI-link</i>).</p> <p>El plazo de los <i>swaps</i> 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%.</p> <p>CMIM - Línea de crédito precautoria (CMM-PL): se decidió crearla en mayo de 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 <i>FMI-link</i> y por un año para la porción con <i>FMI-link</i>.</p> | <p>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 <i>swap</i> 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.</p> | <p>El tamaño de la red de <i>swaps</i> 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 10 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 décimoquinta reunión de Ministros de Finanzas y Gobernadores de Bancos Centrales de ASEAN+3, a principio de mayo de 2012, se decidió que se duplicará el tamaño de la CMIM a 240.000 millones de dólares.</p> |

Fuente: elaboración propia sobre la base de datos de los Fondos respectivos, Indicadores del Desarrollo Mundial 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 12 meses no pueden superar al doble del monto de su cuota. Los préstamos pendientes en cualquier período 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).

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

^c 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 stops* se siguió la metodología propuesta por Calvo, Izquierdo y Mejía (2004 y 2008). Con esta metodología se procura detectar períodos en que haya habido grandes e inesperadas caídas en los flujos netos de capitales y, por lo tanto, se utiliza la serie de variaciones de los flujos netos de capitales. Así, un episodio de *sudden stop* es aquel que cumple las siguientes condiciones:

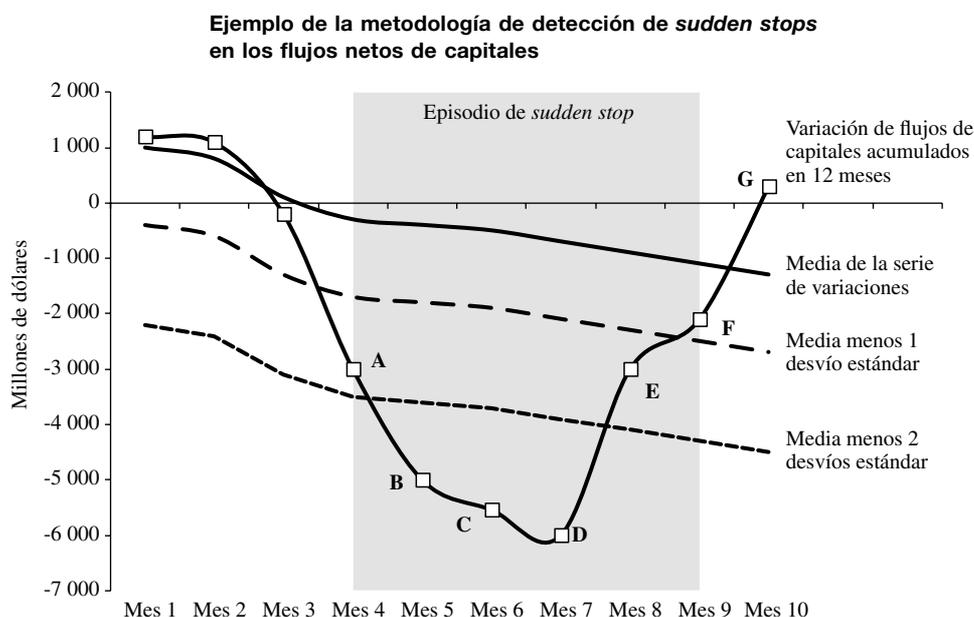
- i) Contiene por lo menos una observación en la que la variación de los flujos netos de capitales se sitúa al menos dos desvíos estándar por debajo de la media de la serie de variaciones³⁰.
- ii) Habiéndose encontrado una observación que cumpla con la condición i), se determina luego el comienzo del episodio en aquella observación en la que por primera vez la variación de los flujos netos de capitales se situó al menos un desvío estándar por debajo de la media.
- iii) El episodio continúa hasta que la variación de los flujos netos de capitales no se sitúe por sobre la media menos un desvío estándar.

³⁰ Tanto la media como el desvío estándar se calculan en cada período considerando una ventana creciente, con un inicio fijo en la primera observación, de modo de ir capturando la historia completa de la serie.

El ejemplo del gráfico A.1 permite clarificar la metodología. La variación de los flujos netos de capitales es positiva en los dos primeros meses, y se hace negativa a partir del mes número 3. De acuerdo con la metodología utilizada, el *sudden stop* comienza en el 4º mes (punto A), cuando la variación de los flujos de capitales 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 capitales 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 sobre la media menos un desvío estándar.

Mediante esta metodología se determinaron los episodios de *sudden stops* en los flujos netos de capitales para cada uno de los 12 países bajo análisis, utilizando datos mensuales respecto del período comprendido entre enero de 1990 y diciembre de 2011. Dado que los flujos de capitales que se registran en las estadísticas de balanza de pagos son en la mayoría de los países de frecuencia trimestral, se utilizó una variable sustitutiva (*proxy*) mensual para estos flujos, tal como el utilizado por Calvo, Izquierdo y Mejía (2004 y 2008). Esta *proxy* se obtiene

GRÁFICO A.1



Fuente: elaboración propia.

restando 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, no debieran introducir volatilidad espuria a la *proxy* (Calvo, Izquierdo y Mejía, 2008). Los flujos de capitales 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.

Bibliografía

- Agosin, M. (2001), "Fortalecimiento de la cooperación financiera regional", *Revista CEPAL*, N° 73 (LC/G.2130-P), Santiago de Chile.
- Agosin, M. y R. Heresi (2011), "Hacia un Fondo Monetario Latinoamericano", *Papers and Proceedings*, Bogotá, Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR) [en línea] https://www.flar.net/documentos/3383_6_Manuel_Agosin.pdf.
- Aizenman, J., S. Edwards y D. Riera-Crichton (2011), "Adjustment patterns to commodity terms of trade shocks: the role of exchange rate and international reserves policies", *NBER Working Paper*, N° 17692, Cambridge, Massachusetts, National Bureau of Economic Research.
- Alonso, G., I. Magali y M. Villa (2012), "El FLAR, una alternativa para un Fondo Regional de Unasur", *Notas Fiscales*, N° 17, Bogotá, Dirección General de Política Macroeconómica, Ministerio de Hacienda y Crédito Público de Colombia [en línea] <http://www.minhacienda.gov.co/portal/page/portal/HomeMinhacienda/politicafiscal/NotasFiscales/Notas/Boletin%2017%20Fondo%20Latinoamericano%20de%20Reserva%20FLAR.pdf>.
- Bae, K.-H., G.A. Karolyi y R. Stulz (2003), "A new approach to measuring financial contagion", *Review of Financial Studies*, vol. 16, N° 3, Oxford, Oxford University Press.
- Calvo, G., A. Izquierdo y L.F. Mejía (2008), "Systemic sudden stops: the relevance of balance-sheet effects and financial integration", *NBER Working Paper*, N° 14026, Cambridge, Massachusetts, National Bureau of Economic Research [en línea] <http://www.nber.org/papers/w14026>.
- _____ (2004), "On the empirics of sudden stops: the relevance of balance-sheet effects", *NBER Working Paper*, N° 10520, Cambridge, Massachusetts, National Bureau of Economic Research [en línea] <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, N° 5, Berkeley, University of California Press.
- De Gregorio, J. (2010), "Acumulación de reservas internacionales en economías emergentes" [en línea] https://www.flar.net/documentos/3380_3_José_de_Gregorio.pdf.
- Dixon, C. (2012), "The contradictions of the Asian Monetary Fund", *Policy Paper*, N° 21, Londres, The Global Policy Institute.
- FLAR (Fondo Latinoamericano de Reservas) (2012), "Fondo Latinoamericano de Reservas, 2012" [en línea] https://www.flar.net/documentos/2784_Fondo_Latinoamericano_de_Reservas_2012.pdf.
- _____ (2011), "Convenio Constitutivo" [en línea] https://www.flar.net/documentos/4361_ConvenioConstitutivo13.pdf.
- _____ (2010), "Memoria anual 2010" [en línea] https://www.flar.net/documentos/3418_memoriaFLAR2010.pdf.
- Henning, C.R. (2011), "Coordinating regional and multilateral financial institutions", *Working Paper Series*, N° WP11-9, Washington, D.C., Peterson Institute for International Economics.
- Levy-Yeyati, E. y L. Cohan (2011), *Latin America Economic Perspectives: Innocent Bystanders in a Brave New World*, Washington, D.C., Brookings Institution [en línea] http://www.brookings.edu/~media/research/files/reports/2011/11/economic%20perspectives/11_economic_perspectives.
- Levy-Yeyati, E., L. Castro y L. Cohan (2012), *Latin America Economic Perspectives. All Together Now: The Challenge of Regional Integration*, Washington, D.C., Brookings Institution [en línea] http://www.brookings.edu/~media/research/files/reports/2012/4/latin%20america%20perspectives/04_latina_america_economic_perspectives.
- Machinea, J.L. y D. Titelman (2007) "¿Un crecimiento menos volátil? El papel de las instituciones financieras regionales", *Revista CEPAL*, N° 91 (LC/G.2333-P), Santiago de Chile, abril.
- Moody's (2008), "Fondo Latinoamericano de Reservas" [en línea] http://www.alacrastore.com/storecontent/moodys/PBC_108748.
- Ocampo, J.A. (2012), "La arquitectura regional a la luz de la crisis" [en línea] 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*, N° 373 [en línea] http://www.adbi.org/files/2012.08.10.wp373.regional.monetary_cooperation.latin.america.pdf.
- _____ (2009), "Subregional financial cooperation: the South American experience", *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 32, N° 2, M.E. Sharpe Inc.
- Standard & Poor's (2008), "Fundamento: Fondo Latinoamericano de Reservas" [en línea] <http://www.standardandpoors.com/ratings/articles/es/la/?articleType=HTML&assetID=1245301583642>.
- Sussangkarn, C. (2010), "The Chiang Mai Initiative multilateralization: origin, development and outlook", *Documento de Trabajo*, N° 230, Asian Development Bank Institute [en línea] http://www.adbi.org/working-paper/2010/07/13/3938.chiang.mai_initiative.multilateralisation/.