



# HACIA UN FLAR DE ALCANCE REGIONAL

---

INFORME DEL GRUPO DE TRABAJO SOBRE  
ESTABILIDAD FINANCIERA REGIONAL

Octubre | 2019

## **Autores**

Vittorio Corbo | Augusto de la Torre | Enrique García  
Pablo Guidotti | Carlos Geraldo Langoni  
Eduardo Levy-Yeyati | Guillermo Ortiz | Guillermo Perry  
Liliana Rojas-Suárez | Andrés Velasco

## **Coordinador**

Guillermo Perry | (Q.E.P.D.)



## MIEMBROS DEL GRUPO DE TRABAJO DE LA RED DE SEGURIDAD FINANCIERA REGIONAL



VITTORIO CORBO

Es Presidente de Vittorio Corbo y Asociados. Fue Presidente del Banco Central de Chile, Profesor de Economía en Canadá, EE.UU y Chile, ejecutivo del Banco Mundial, Consultor del Banco Interamericano de Desarrollo, del Fondo Monetario Internacional y de las agencias de desarrollo de varios países. En el ámbito privado, entre otros directorios, fue Director del Banco Santander SA en Madrid, España.



AUGUSTO DE LA TORRE

Es Profesor de la Universidad de Columbia en Nueva York y Director del Centro de Investigaciones Económicas de la Universidad de las Américas en Quito, Ecuador. Fue Economista Jefe para América Latina y el Caribe del Banco Mundial. Fue presidente del Banco Central del Ecuador y Economista del FMI.



ENRIQUE GARCÍA

Es consultor y asesor internacional, miembro de consejos directivos y catedrático visitante a nivel internacional. Fue Presidente Ejecutivo de CAF- Banco de Desarrollo de América Latina durante 25 años y funcionario del BID durante 17 años, donde fue su Tesorero. En Bolivia fue Ministro de Planeamiento y Coordinación y Jefe del Gabinete Económico y Social (1989-1991). Con anterioridad, fue Subsecretario del Ministerio de Planeamiento y Coordinación y miembro de la Junta Directiva del Banco Central de Bolivia.



PABLO GUIDOTTI

Es Profesor Plenario de la Escuela de Gobierno de la Universidad Torcuato Di Tella, miembro fundador del Comité Latinoamericano de Asuntos Financieros, y Académico Titular de la Academia Nacional de Ciencias Económicas de Argentina. Fue Viceministro de Economía de la Argentina, Vicepresidente 2º y Director en el Banco Central de la República de Argentina.



CARLOS GERALDO LANGONI

Es PhD en Economía en la Universidad de Chicago. Ex-presidente del Banco Central de Brasil (1980-1983). Actualmente, CEO y partner del Proyecto de Consultoría Económica y Director del Centro de Economía Mundial de la Fundación Getulio Vargas.



EDUARDO  
LEVY-YEYATI

Es Decano de la Escuela de Gobierno de la Universidad Torcuato Di Tella y Profesor Visitante de la Universidad de Harvard. Fue Jefe de Investigación para América Latina y de Estrategia de Mercados Emergentes de Barclays Capital, Asesor Financiero del Banco Mundial para América Latina, y Economista Jefe del Banco Central de la República Argentina.



GUILLERMO ORTIZ

Actualmente es socio y consejero de BTG Pactual, Presidente de la Fundación Per Jacobsson, miembro del Grupo de los 30 y de otros organismos internacionales. Fue Secretario de Hacienda y Crédito Público en México y Gobernador del Banco de México. También fue Presidente del Consejo del Banco de Pagos Internacionales.



GUILLERMO PERRY  
(COORDINADOR)

Fue Ministro de Hacienda y Crédito Público, Ministro de Minas y Energía y Director de Fedesarrollo, en Colombia. Profesor Distinguido de la Facultad de Economía de la Universidad de los Andes y Non Resident Fellow del Centre for Global Development. Además, fue Economista Jefe para América Latina y el Caribe del Banco Mundial entre 1996 y 2007 y profesor visitante en las universidades de Oxford, Harvard (Kennedy School) y Firenze.



LILIANA  
ROJAS-SUÁREZ

Liliana Rojas-Suárez es Directora de la Iniciativa Latinoamericana e Investigadora Principal del Centro para el Desarrollo Global. También es Presidenta del Comité Latinoamericano de Asuntos Financieros (CLAAF) y profesora en la Universidad de Columbia. Fue Directora Gerente y Economista Jefe para América Latina del Deutsche Bank y ocupó altos cargos en el Fondo Monetario Internacional y en el Banco Interamericano de Desarrollo.



ANDRÉS VELASCO

Es Decano de la Escuela de Políticas Públicas del London School of Economics. Se ha desempeñado como profesor en las universidades de Harvard, Columbia y Nueva York. Fue Ministro de Hacienda de Chile.



## IN MEMORIAM GUILLERMO PERRY RUBIO

Desde el momento en el que el Fondo Latinoamericano de Reservas decidió convocar a un grupo de expertos para analizar formas de robustecer la estabilidad financiera en América Latina, fue claro que la delicada función de coordinarlo tendría que estar a cargo de un economista de cualidades académicas y personales excepcionales. Por fortuna para nosotros, Guillermo Perry aceptó el reto y se dedicó a sacar adelante el proyecto con la entrega y el rigor que siempre lo caracterizaron.

El exitoso paso de Perry por diversas entidades del estado colombiano, la banca multilateral y la academia llevó a que sus pares, tanto en su país como internacionalmente, reconocieran sus vastos conocimientos, su habilidad como diseñador de políticas, y sus múltiples dotes intelectuales y humanas. Todo ello se confirmó, como era del todo esperable, en sus labores como coordinador del grupo convocado por el FLAR.

El informe que ahora difunde el FLAR lo revisó Guillermo dos días antes de su inesperada desaparición. Junto con los miembros del Grupo de Trabajo, deseo expresar el más sentido reconocimiento a este brillante economista latinoamericano, así como destacar la excelencia profesional de su colaboración con nosotros.

José Darío Uribe  
Presidente Ejecutivo  
Fondo Latinoamericano de Reservas



# PREFACIO

El presente informe fue elaborado por un Grupo de Trabajo convocado por el FLAR para revisar los problemas estructurales y coyunturales de la estabilidad financiera en América Latina y, en particular, para analizar hasta qué punto un acuerdo financiero regional sólido podría contribuir a fortalecer la Red de Seguridad Financiera de la región.

El Grupo de Trabajo procedió a examinar el tema revisando y utilizando los documentos académicos y de política pública disponibles al respecto<sup>1</sup>. El equipo técnico del FLAR apoyó las deliberaciones con información y documentos sobre temas específicos<sup>2</sup>.

Convinimos con la dirección del FLAR en que no se trataría solamente de producir un informe de expertos, sino de promover un proceso de reflexión sobre el tema por parte de las autoridades y la opinión pública de la región. Para ese propósito, fue particularmente útil la invitación de Alejandro Werner, director del Departamento del Hemisferio Occidental del Fondo Monetario Internacional, al Presidente Ejecutivo del FLAR para que presentara un avance de las conclusiones tentativas del grupo en el desayuno oficial con los gobernadores de América del Sur y México el día 13 de abril de 2019. Esta presentación tuvo lugar en el marco de las reuniones de primavera de esa institución. La oportunidad se aprovechó también para recabar opiniones y sugerencias sobre el tema y, en particular, las reacciones a las propuestas iniciales del grupo.

Con los mismos propósitos, el Presidente Ejecutivo del FLAR y miembros del grupo llevaron a cabo consultas bilaterales preliminares con autoridades de la región, especialmente de los países que hoy no son miembros del FLAR, durante las reuniones de primavera del FMI y el Banco Mundial y la reunión de la Asamblea del CEMLA en Cartagena, Colombia, en abril de 2019. Asimismo, miembros del grupo y el Presidente Ejecutivo del FLAR sostuvieron conversaciones sobre el tema con los presidentes y otros altos funcionarios del Banco de Desarrollo de América Latina - CAF y el BID.

Las reflexiones y sugerencias de las autoridades regionales enriquecieron enormemente las deliberaciones del grupo y el contenido de este informe, que esperamos sea de utilidad para propiciar decisiones colectivas conducentes a la estabilidad financiera de América Latina.

---

<sup>1</sup> En particular los comunicados del G20, las publicaciones del Fondo Monetario Internacional y de los Acuerdos Financieros Regionales existentes, el Informe del Grupo de Personas Eminentes del G20 (octubre de 2018), la declaración de CLAAF (diciembre de 2012) y la colección de artículos del libro *Hacia un Fondo Monetario Regional*, publicado con ocasión del Aniversario 35 del FLAR (diciembre de 2014).

<sup>2</sup> Queremos dejar expresa constancia de la diligencia y competencia con las que este equipo respondió a nuestras solicitudes, sin lo cual hubiese sido imposible llevar a buen término la tarea encomendada.

## I. Introducción

En los últimos cuarenta años, las naciones de América Latina han experimentado un gran número de crisis financieras y cambiarias, que han retrasado su desarrollo económico y han causado considerables sufrimientos a sus ciudadanos, especialmente a los más pobres y vulnerables. En otras partes del mundo se han presentado situaciones parecidas, pero la frecuencia y el impacto económico y social de estos acontecimientos han sido particularmente elevados en nuestra región<sup>3</sup>.

El alto costo de las crisis ha llevado a los países, tanto desarrollados como en desarrollo, a adoptar y reforzar instituciones y políticas para reducir y mitigar las vulnerabilidades macrofinancieras de sus economías<sup>4</sup>. Sin embargo, aun países que han fortalecido considerablemente sus instituciones y su economía, y que mostraban índices de solvencia razonablemente sólidos, han sido severamente afectados por disturbios en los mercados financieros internacionales o por las crisis de sus vecinos y socios comerciales. Esta evidencia ha llevado a la comunidad internacional a enfocarse en los riesgos sistémicos y de contagio financiero que ocasionan crisis simultáneas en varios países, para diseñar y fortalecer redes de seguridad financiera que reduzcan la probabilidad, profundidad y persistencia de estos eventos y, por lo tanto, sus elevados costos económicos y sociales.

En particular, desde la llamada Crisis Financiera Global reciente (2007/2009), la comunidad internacional halle-

gado a un consenso sobre la necesidad de fortalecer los tres componentes principales de la Red de Seguridad Financiera: la global, centrada en el Fondo Monetario Internacional; la regional, representada por acuerdos financieros como el FLAR; y la nacional, basada en la acumulación de reservas internacionales. Asimismo, ha subrayado la urgencia de mejorar la coordinación entre estos tres elementos y las políticas macrofinancieras domésticas (incluyendo las llamadas macroprudenciales), con el propósito de lograr mayor efectividad en las tareas de prevención y mitigación de las crisis<sup>5</sup>.

El presente informe concluye que es necesario, conveniente y urgente establecer un acuerdo financiero sólido de alcance regional en América Latina. Específicamente, un fondo de reservas regional que complemente de manera efectiva tanto el acceso de los países a recursos del Fondo Monetario Internacional, como las políticas individuales de acumulación y utilización de reservas internacionales y, por supuesto, la puesta en práctica de políticas macrofinancieras y prudenciales apropiadas por parte de cada país miembro.

El informe señala cómo un fondo de esta naturaleza sería de gran utilidad, tanto para las economías pequeñas y medianas de la región como para las más grandes. En efecto, un FLAR fortalecido de alcance regional, al constituir una fuente adicional de liquidez y de rápido acceso para cada uno de sus miembros (lo que resulta de especial impor-

<sup>3</sup> Sobre los costos de las crisis, véase, entre otros, Stiglitz (2000). What I learned at the world economic crisis; Cerra y Saxena (2008). Growth Dynamics: The Myth of Economic Recovery; Reinhart y Rogoff (2010). From Financial Crash to Debt Crisis; Reinhart y Kaminsky (1999) The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems.

<sup>4</sup> Que pueden incluir las provisiones o requisitos de capital financiero contracíclicos y otras medidas para limitar los booms de crédito, la consideración de los desbalances cambiarios descubiertos de los tomadores de crédito en la calificación de riesgo de los créditos, limitaciones a los balances cambiarios descubiertos de los bancos y otras instituciones financieras y la adopción temporal de controles de capital sobre las entradas de capitales de corto plazo, entre otras.

<sup>5</sup> Véase, por ejemplo, el informe del Grupo de Personas Eminentes nominadas por el G20, que contiene recomendaciones en este mismo sentido. Ver <https://www.globalfinancialgovernance.org>



tancia en las primeras etapas de una crisis), contribuiría a una mayor estabilidad financiera en toda la región, con el consiguiente beneficio para el normal desarrollo de los flujos de comercio y de migración entre sus miembros. De esta manera, al complementar una arquitectura financiera que ya ha alcanzado mucho con el fortalecimiento y creciente relevancia de dos bancos de desarrollo de alcance regional (el BID y la CAF), contribuiría a avanzar en el logro de los objetivos de integración y cooperación económica que desde hace décadas persiguen nuestros países.

América Latina está muy atrasada en comparación con Europa y Asia en esta importante tarea. Pero, como señala el informe, tiene la capacidad de avanzar con rapidez porque cuenta con el FLAR, una institución cuya eficacia, aun con un alcance limitado en el número de miembros y en los recursos disponibles, ya ha demostrado su utilidad para sus miembros y goza de una alta calificación de riesgo y de amplio respeto en los mercados financieros y la comunidad internacional.

Por todas estas razones, el Grupo de Trabajo recomienda a las autoridades del FLAR proceder a invitar a otros países de la región, en particular a los más grandes y avanzados, a ingresar a esta institución, ojalá simultáneamente; también a construir sobre la buena experiencia de este organismo, en conjunto con sus actuales miembros y la administración de la entidad, un FLAR fortalecido de alcance regional que pueda contribuir de la manera más efectiva y eficiente a consolidar la estabilidad financiera regional.

## II. Necesidad y urgencia de contar con un FLAR de alcance regional

### 1. Necesidad: razones básicas de carácter estructural

Las autoridades de la región están muy conscientes de la importancia que tiene, para el bienestar de sus ciudadanos y el progreso de sus naciones, mitigar los impactos de las

crisis financieras globales o regionales sobre sus economías y evitar la ocurrencia de crisis domésticas o, al menos, amornar los enormes costos económicos y sociales que ellas han acarreado en el pasado. Por esa razón, muchos países de la región han puesto en práctica políticas monetarias, cambiarias, fiscales y financieras que reducen la probabilidad de ocurrencia de crisis o que permiten amortiguar sus efectos, incluyendo las políticas macroprudenciales a las que hemos hecho referencia.

Sin embargo, pese a los avances registrados, todavía falta camino por recorrer. El Grupo de Trabajo considera que es indispensable hacer un mayor esfuerzo por mejorar la calidad de las instituciones y políticas macrofinancieras, en particular en aquellos países con niveles muy altos de inflación, déficits fiscales o en cuenta corriente insostenibles, deuda pública o externa excesivas, o en donde parte significativa del sector financiero no está sujeta a regulación prudencial o supervisión adecuadas.

Dicho lo anterior, y tal como fue evidente a fines del año 2008, la aplicación de políticas macroeconómicas y financieras prudentes es una condición necesaria pero no suficiente para sortear crisis financieras y de liquidez externa que, desatendidas y dejadas a su suerte, pueden conducir a evitables episodios de insolvencia.

Ello se debe a que las crisis muchas veces se originan (o se refuerzan) por fallas de información o coordinación, o por la presencia de externalidades importantes en los mercados financieros internacionales, genéricamente denominadas fallas de mercado. Dichas fallas se manifiestan en la amplificación socialmente ineficiente de fluctuaciones financieras, incluyendo la excesiva volatilidad y el comportamiento procíclico de los flujos de capitales, tanto brutos como netos; también en comportamientos de “manada” y “estampidas” de inversionistas y prestamistas, particularmente en momentos de cambios súbitos y masivos en el sentimiento de los mercados (del optimismo exuberante al



pánico y salida de capitales). De allí la ocurrencia de “paros súbitos” en las entradas de capital a un país, de fugas masivas de capitales y de situaciones de contagio financiero que pueden afectar incluso a economías solventes y bien manejadas<sup>6</sup>. (Gráficos 1 a 4, y Tabla 1).

Por todo esto, se ha llegado a un consenso entre quienes formulan políticas con respecto a que para reducir los riesgos de crisis y salvaguardar la estabilidad macroeconómica y financiera, es necesario complementar las buenas instituciones y políticas macro financieras domésticas con una Red de Seguridad Financiera efectiva, que ofrezca mecanismos adecuados y oportunos de prevención y mitigación de crisis.

A la fecha, la RSF ha dependido principalmente del acceso a recursos del Fondo Monetario Internacional (FMI) y de las reservas internacionales acumuladas por cada país. (Gráfico 5).

Sin embargo, los recursos y facilidades disponibles en el FMI son considerados insuficientes ante algunas crisis sistémicas, pese al insistente llamado de académicos y ejecutores de política a convertirlo en un verdadero prestamista de última instancia que cumpla a nivel internacional un papel similar al que desempeñan en sus economías los bancos centrales que gozan de credibilidad y mantienen monedas

sanas<sup>7</sup>. En adición, la utilización de sus recursos puede involucrar negociaciones dispendiosas, excepto para aquellos países con acceso a líneas de crédito contingente, así como desembolsos graduales. Por demás, hay gobiernos que, por razones ideológicas, de estigma o de señalización negativa se abstienen de acudir oportunamente al apoyo del FMI.

Por su parte, la acumulación de reservas internacionales en grandes cuantías tiene un alto costo financiero y, si bien es un mecanismo de protección que funciona como factor disuasivo, puede ser menos efectivo cuando se desatan crisis de liquidez. De hecho, hay una reticencia natural a utilizar reservas en cuantías importantes en medio de condiciones adversas, por cuanto ello puede conllevar una señal que desencadene o agudice una reversión súbita del flujo neto de capitales. No obstante, ante la insuficiencia de mecanismos colectivos de protección más eficientes de carácter global o regional, las autoridades de muchos países en desarrollo consideran que no tienen alternativa distinta de acumular grandes cantidades de reservas internacionales a fin de prevenir o mitigar el impacto de choques de liquidez de origen interno o externo. Simultáneamente, otros países en desarrollo no han podido acumular reservas en cuantías importantes, o sus autoridades han optado por no hacerlo. Como consecuencia, en las circunstancias actuales las reservas internacionales están desigualmente distribuidas:

<sup>6</sup> Estos fenómenos han sido ampliamente analizados y documentados por la academia y las entidades multilaterales y regionales. Véase, entre otros, Velasco y Chang (1999). *Liquidity Crises in Emerging Markets: Theory and Policy*. NBER; Calvo, Reinhart y Leiderman, (1993), University Library of Munich: *Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America: The Role of External Factors*; Reinhardt y Rogoff (2010), NBER: *From Financial Crash to Debt Crisis*; Broner et al. (2011), Universidad de Barcelona: *Gross Capital Flows, Dynamics and Crises*; Dornbusch, Goldfajn y Valdés (1995). *Currency crises and Collapses*. *Brooking papers*; Calvo, Izquierdo y Mejía (2008): *Systemic Sudden Stops: The Relevance of Balance-Sheet Effects and Financial Integration*; Calvo y Talvi (2005): *Sudden Stop, Financial Factors and Economic Collapse in Latin America: Learning from Argentina and Chile*; Pagliari y Hannan (2017), IMF: *The Volatility of Capital Flows in Emerging Markets: Measures and Determinants*; European Central Bank (2016): *Dealing with large and volatile capital flows and the role of the IMF*; Alberola, et al. (2015), BIS: *International reserves and gross capital flow dynamics (en necesidad RFSG y papel reservas)*; Ilhyock Shim y Kwanho Shin (2018), BIS: *Financial stress in lender countries and capital outflows from emerging market economies*; Izquierdo, Alejandro (2018), BID: *¿Qué tan vulnerables son las economías de América Latina y el Caribe ante una parada súbita de los flujos de capital?*. El Anexo a este documento reproduce evidencia que confirma la existencia de estos fenómenos.

<sup>7</sup> Véase Fischer, S. (1999): *On the Need for an International Lender of Last Resort*. *The Journal of Economic Perspectives*, 13(4), 85-104; Mishkin, F. (2000): *The international lender of last resort: what are the issues?* Prepared for the Conference: *The World's New Financial Landscape: Challenges for Economic Policy*. Kiel Institute of World Economics. *International Financial*; y Truman, E. (2010): *The G-20 and International Financial Institution Governance*. Peterson Institute for International Economics Working Paper 10-13.



son abundantes en algunos países, pero muy insuficientes en otros. Este es el caso, en particular, en América Latina.

En respuesta a estas limitaciones, a partir de la reciente Crisis Financiera Global las líneas de swap entre bancos centrales y los Acuerdos Financieros Regionales (AFR) crecieron con fuerza. No obstante, las líneas de swap se limitan a pocos países y su disponibilidad futura es incierta. Los AFR, por su parte, tuvieron un crecimiento fuerte en la Eurozona<sup>8</sup> (Mecanismo Europeo de Estabilidad - MEDE) y un crecimiento más moderado en Asia (la Iniciativa Multilateralizada de Chiang Mai) (Gráfico 6). En contraste, en América Latina (potencialmente expuesta a una mayor volatilidad porque, a diferencia de esas regiones no cuenta con una moneda de reserva), las debilidades de otros elementos de la Red de Seguridad Financiera no han sido mitigadas por el crecimiento del FLAR, entidad que en la actualidad tiene un capital limitado y cubre solo ocho países de la región.

Como consecuencia de lo anterior hay consenso sobre el hecho de que, pese al fortalecimiento de las instituciones y políticas macrofinancieras en buena parte de la región, América Latina sigue muy expuesta a riesgos de liquidez externa y depende excesivamente de la acumulación individual de reservas internacionales para evitarlos o mitigarlos. Vale decir, su RSF es particularmente débil, lo cual es especialmente preocupante, considerando que la mayoría de los países de la región mantienen cuentas de capitales abiertas y muestran un alto grado de integración financiera internacional.

El ingreso al FLAR de una masa crítica de nuevos miembros, en particular de los países de mayor tamaño, lo convertiría en un acuerdo financiero de alcance regional que complementaría de manera natural y efectiva a los otros elementos de la Red de Seguridad Financiera. En la Sección 3 exami-

namos en mayor detalle los aportes que un FLAR sólido de alcance regional podría hacer a la RSF de América Latina, y cómo este podría aprovechar sus complementariedades potenciales con el FMI y con la acumulación individual de reservas internacionales.

## 2. Urgencia: consideraciones adicionales

Además de necesario y conveniente, resulta urgente fortalecer la Red de Seguridad Financiera de América Latina porque hoy se advierten riesgos altos y crecientes para la región, provenientes de varios factores de origen externo e interno. En el momento de escribir este informe, tales riesgos parecen más susceptibles de agravarse que de disminuir y pueden extenderse por un período considerable. No sorprende entonces el mensaje central de la Directora Gerente del FMI, Christine Lagarde, al final de la reunión de primavera de 2019, en cuanto a la enorme urgencia de reforzar la Red Global de Seguridad Financiera.

Dichos riesgos pueden agruparse en cuatro categorías y están fuertemente interrelacionados, como se expone a continuación:

- Estamos entrando en un período de bajo crecimiento de la economía global (véase Gráfico 7) en medio de una situación de excesivo endeudamiento en muchos países industrializados y en desarrollo (Gráfico 8). En particular, el impacto de las políticas expansivas en los EE. UU. se está moderando, el necesario proceso de desapalancamiento de China está en curso pero aún no se ha completado, existen complejas tensiones comerciales y de liderazgo tecnológico entre estos dos países y, tanto la incertidumbre sobre las futuras relaciones entre la Unión Europea y el Reino Unido como riesgos

<sup>8</sup> El European Stability Mechanism -ESM- establecido en el año 2012 en reemplazo de la European Financial Stability Facility - EFSF, la cual había sido establecida en el año 2010.



de economía política en diversas zonas, ensombrecen el panorama de crecimiento mundial.

- La alta volatilidad que han mostrado recientemente los mercados financieros internacionales (Gráfico 9), que puede fácilmente acentuarse en el ambiente actual de menor crecimiento global, niveles altos de endeudamiento y baja capacidad de respuesta fiscal y monetaria en América Latina. La volatilidad también podría agravarse como consecuencia de los riesgos asociados a la normalización financiera en EE. UU., la zona Euro y Japón, si bien estos han disminuido en la actualidad en la medida en que han aumentado los asociados con la mayor desaceleración en la economía global.

Una mayor volatilidad financiera, a su turno, reforzaría los riesgos de desaceleración de la economía global a través de sus efectos sobre la inversión y el consumo privado. En ese ambiente, la significativa participación de inversionistas extranjeros en los mercados de algunos activos locales puede acelerar y agravar una eventual restricción abrupta de flujos financieros.

- La mayor vulnerabilidad en que se encuentran los países de América Latina desde el fin del superciclo de precios altos de los productos básicos (Gráficos 10 y 11). La historia económica de América Latina muestra que la mayoría de las crisis externas, fiscales y financieras han ocurrido durante períodos de precios bajos de los productos básicos, los cuales pesan considerablemente en las cuentas externas y fiscales de muchos países de la región, en particular de los de América del Sur. Es precisamente en esos períodos cuando las vulnerabilidades macrofinancieras subyacentes se hacen más evidentes y un mayor número de países de la región ha tenido que acudir al FMI y al FLAR por apoyos de liquidez a su balanza de pagos. Si bien podría haber sorpresas al alza, una desaceleración pronunciada de la economía global

conduciría a reducciones adicionales en los precios de los productos básicos o, cuando menos, a mantenerlos en los niveles actuales por un tiempo prolongado.

En esta ocasión las vulnerabilidades se han acentuado en aquellos países de la región que mantuvieron políticas expansivas por un período de tiempo mayor al que resultaba aconsejable después de la Crisis Financiera Global del 2008 y 2009, o a partir del 2013 - 2014 cuando se produjo una reducción considerable en los precios de los productos básicos que exportan (Gráfico 12). Por esa y otras razones, algunos países de la región tienen hoy niveles altos de déficits fiscales o externos (en cuenta corriente), o del nivel de endeudamiento público y/o privado, que pueden resultar difíciles de financiar o refinanciar en una situación de alta volatilidad o alza abrupta de tasas de interés en los mercados financieros internacionales. En los casos de estas economías se hace imprescindible introducir, cuanto antes, ajustes en la políticas macroeconómicas o financieras.

- El debilitamiento del multilateralismo y el retorno a políticas comerciales y de otra índole de carácter estrictamente unilateral o bilateral. Esta nueva situación hace poco probable que, ante una eventual crisis global, los países desarrollados actúen en la forma decidida en que lo hicieron en el año 2009 para fortalecer al Fondo Monetario Internacional y apoyar directamente a las economías emergentes y en desarrollo de importancia sistémica. Esta circunstancia es particularmente grave para nuestra región, cuya seguridad financiera ha dependido principalmente de la acumulación de reservas internacionales y del acceso al FMI y, en los casos de países de importancia sistémica, a líneas de crédito del FED o la Tesorería de los Estados Unidos.

Por todas estas razones, resulta no solamente conveniente y necesario, sino también urgente, corregir excesos y laxitudes en las políticas macrofinancieras



domésticas, así como reforzar la Red de Seguridad Financiera de la región y, en particular, superar las limitaciones de sus acuerdos financieros regionales, que contrastan con la mayor fortaleza de los AFR de que disponen Europa y Asia.

### III. Beneficios de un FLAR de alcance regional

#### 1. Provisión de liquidez

Un FLAR fortalecido de alcance regional constituiría una fuente importante y ágil de liquidez externa para los países de América Latina, en especial para los de tamaño mediano y pequeño, complementando eficazmente la ofrecida por los otros elementos de la Red de Seguridad Financiera Regional, por las siguientes razones:

- Los aportes de reservas en el FLAR pueden apalancarse en forma significativa. Los miembros actuales pueden acceder a recursos superiores a sus aportes: hasta 2.5 veces en el caso de préstamos de apoyo a la balanza de pagos (2.6 en el caso de Bolivia y Ecuador). Este múltiplo podría elevarse en la medida en que se diversifique la base accionaria.

Esta posibilidad se debe a la baja probabilidad de que todos ellos necesiten recursos de apoyo externo a un mismo tiempo, debido a diferencias estructurales o de las situaciones coyunturales por las que atraviesan las economías de los países de la región, aún durante episodios de crisis global o regional, como lo sugiere la evidencia del pasado (Gráficos 13 y 14 y Tabla 2).

- El cupo por país podría ser aún mayor en la medida que el FLAR apalanque su capital en el mercado de capitales

y mediante líneas de crédito, en cuantías en las que no ponga en peligro su calificación crediticia.

De hecho, el FLAR puede hoy apalancarse mediante emisión de bonos de manera más eficiente que cualquiera de sus miembros actuales, gracias a que mantiene mejores calificaciones de riesgo (Tabla 3)<sup>9</sup>. Quizás más importante aún, el FLAR podría cumplir una función de aglomeración y acceder a líneas de crédito contingente otorgadas por entidades multilaterales o algunos bancos centrales, con mayor facilidad y mejores condiciones de plazo, costo y condicionalidad que aquellas al alcance de la mayoría de sus países miembros. En ambos casos, América Latina podría aprovechar mejor las fuentes genuinas de reducción del costo financiero soberano, al actuar colectivamente a través de un FLAR fortalecido de alcance regional.

Conviene explorar, en particular, la posibilidad de establecer líneas contingentes con el BID y la CAF. Un FLAR de alcance regional no solo completaría la arquitectura financiera regional, que ya posee dos eficaces bancos regionales de desarrollo, sino que permitiría especializar mejor las funciones de las entidades que la componen, mejorando la eficiencia de sus operaciones. Hoy en día el BID y la CAF participan con frecuencia en cuantiosas operaciones de liquidez de emergencia con países miembros en crisis, para lo que no están bien preparados ni organizados, en forma tal que causa traumatismos inconvenientes e innecesarios a su tarea fundamental de promoción y apoyo del desarrollo económico, social e institucional a mediano y largo plazo.

- Un FLAR fortalecido de alcance regional podría actuar con mayor rapidez y de modo más oportuno que el Fondo

<sup>9</sup> Actualmente, el FLAR posee mejor calificación que los países miembros (AA/Aa2). En 2003 y 2006, el FLAR emitió bonos por US\$150 y US\$250 millones, respectivamente. El bono de 2003 fue calificado por Latinfinance como el mejor bono multilateral de latinoamericana de ese año.

Monetario Internacional para mitigar las crisis mediante la provisión de liquidez externa, por dos razones:

Por una parte, porque al atender un número reducido de países, considerablemente homogéneo desde el punto de vista de su estructura económica, sus instituciones y su cultura política, podría desarrollar un conocimiento profundo de las características económicas e institucionales específicas de sus miembros. Esas circunstancias también le permitirían monitorear de manera continua y detallada la evolución de sus vulnerabilidades y los cambios de sentimiento de los mercados financieros con respecto a la región o a países individuales, lo que le facilitaría responder con rapidez a la emergencia de problemas de liquidez. Estas tareas requerirían un fortalecimiento de la capacidad técnica del FLAR que tendría que ser aprobada por la membresía expandida.

De otra parte, porque hay gobiernos de la región que, por razones ideológicas, de estigma o de señalización (signaling) se abstienen de acudir oportunamente al FMI. No ha ocurrido lo mismo con el FLAR.

- Su mayor rapidez de respuesta le permitiría, además, servir a los países como “puente de financiamiento” mientras acuerdan y obtienen desembolsos a partir de un programa con el Fondo Monetario Internacional, en un momento particularmente crítico: al inicio de las crisis, cuando la restricción de liquidez puede ser más severa. La experiencia del FLAR atestigua la materialización de esta ventaja potencial en varias instancias, inclusive para sus miembros actuales de mayor tamaño económico.
- En adición, el otorgamiento de garantías parciales de crédito por parte del FLAR podría constituirse en un apoyo particularmente útil para que aquellos miembros

que hayan avanzado en sus procesos de ajuste puedan regresar con rapidez al mercado financiero internacional, después de enfrentar crisis de liquidez o solvencia y aplicar medidas correctivas.

Al constituirse en una fuente complementaria de liquidez externa con las características anotadas, un FLAR de alcance regional contribuiría tanto a mitigar las crisis de carácter idiosincrático, como a evitar o suavizar los episodios de contagio financiero en la región.

## 2. Prevención

Énfasis especial merece la potencial contribución de un FLAR de alcance regional a la prevención de crisis, por tres razones:

- El acceso a otra fuente rápida de liquidez puede ayudar a evitar los “paros súbitos” de entradas de capital, así como las salidas masivas de capital. En efecto, la literatura técnica ha demostrado que, en períodos de nerviosismo en los mercados y mayor aversión al riesgo, es menos probable que los inversionistas y prestamistas salgan de los países que disponen de acceso rápido a fuentes más amplias de liquidez externa<sup>10</sup>.
- Las razones que explican por qué algunos países acuden con mayor prontitud a un acuerdo financiero regional por recursos de liquidez externa que al Fondo Monetario Internacional, y por qué el primero puede estar preparado para atender más rápidamente sus necesidades de liquidez, también son válidas para las acciones de prevención.

En efecto, el conocimiento profundo que puede desarrollar el FLAR de las economías e instituciones de sus miembros, el seguimiento y diálogo continuo con ellos

<sup>10</sup> Scheubel, B, L Stracca and C Tille (2019). Taming the global financial cycle: What role for the global financial safety net?

sobre la evolución de sus vulnerabilidades y políticas macrofinancieras, así como su monitoreo permanente de cambios de sentimiento de los mercados internacionales que pueden afectarlos, podrían resultar de enorme utilidad para aconsejar oportuna y eficazmente ajustes preventivos.

Al mismo tiempo, el hecho de que algunos gobiernos estén más dispuestos a buscar su consejo o a escucharlo, debido a la menor desconfianza o cautela frente a las que puedan tener con respecto al FMI, podría conducir a que adopten oportunamente las medidas de prevención requeridas.

- Un FLAR de alcance regional también podría contribuir a este propósito al promover mecanismos de coordinación y diálogo continuo sobre políticas macroeconómicas y financieras prudentes entre todos los miembros o subgrupos de ellos, en conjunto con los bancos de desarrollo regionales. El aprendizaje mutuo y la persuasión de grupo (peer pressure) con frecuencia actúan efectivamente entre países que comparten problemas similares, rasgos culturales afines y lazos históricos comunes.

### 3. Externalidades sobre los flujos comerciales y migratorios

Cuando un país entra en problemas de liquidez tiende, con frecuencia, a recortar las importaciones de sus socios comerciales, aún en casos en los que hay acuerdos bilaterales o multilaterales de por medio, ya sea utilizando cláusulas de escape permitidas por la OMC y por dichos acuerdos, o bien incumpliendo abiertamente sus compromisos. Estas conductas han sido observadas habitualmente en la región. Por ello, en la medida en que un FLAR sólido de alcance regional contribuya efectivamente a preservar la estabilidad macroeconómica y financiera de sus miembros, facilitaría y estimularía un desarrollo más profundo y estable de los flujos de comercio intrarregional.

Mas aún, las normas vigentes del FLAR exigen el compromiso de que el país receptor de un crédito de la institución no puede afectar las importaciones procedentes de países miembros. Esta condición debe mantenerse en un FLAR con membresía ampliada. La evidencia muestra que jugó un papel muy importante en las primeras etapas del FLAR para evitar estas prácticas entre los países del Grupo Andino, que antes eran consuetudinarias, y facilitó un crecimiento constante y considerable del comercio intrarregional en esa agrupación.

Asimismo, cuando un país entra en crisis profundas puede producirse una intensificación abrupta de los flujos migratorios hacia países vecinos, como está ocurriendo en la actualidad en Venezuela, creando dificultades en el mercado laboral e imponiendo costos fiscales significativos, al menos en el corto plazo, en los principales países receptores. Otros episodios menos dramáticos, pero que no por ello han dejado de ser traumáticos para los vecinos, han ocurrido en Centroamérica y el Caribe. Esta consideración resulta de particular importancia hoy ante la nueva política de inmigración de los EE UU. En la medida en que un FLAR sólido de alcance regional contribuya efectivamente a preservar la estabilidad macroeconómica y financiera de sus miembros, ayudaría a evitar estos cambios súbitos en los flujos migratorios intrarregionales y con terceros países.

Para algunos países de la región, en particular para aquellos con economías de mayor tamaño y para los que han conseguido una mayor estabilidad macrofinanciera, los beneficios asociados con estas externalidades pueden ser aún más importantes que los beneficios directos derivados de su utilización eventual de recursos de liquidez de la institución. De hecho, el interés principal de los países más avanzados al aportar al Fondo Monetario Internacional, de Alemania al aportar a los acuerdos financieros europeos, y de Japón, China y Corea al aportar a la Iniciativa Multilateralizada de Chiang Mai, ha sido precisamente garantizar una mayor estabilidad financiera global o regional para mitigar las consecuencias que una crisis aguda en un país puede tener



sobre sus vecinos y, en consecuencia, sobre ellos mismos. Todo país es más fuerte cuando vive en una región fuerte.

Estas externalidades positivas del apoyo efectivo de un FLAR regional fortalecido a países individuales, así como el hecho de que el organismo constituiría un foro privilegiado para la discusión y coordinación de políticas macroeconómicas y financieras, resultarían de gran utilidad para los objetivos más generales de integración y cooperación económica regional, que los países latinoamericanos han perseguido en varios momentos de su historia, con fortuna muy variable.

#### IV. Fortalezas del actual FLAR

Como ya se observó, la región dispone de un Acuerdo Financiero Regional, en la forma del FLAR, que cubre hoy día un número limitado de países (Bolivia, Colombia, Costa Rica, Ecuador, Paraguay, Perú, Uruguay y Venezuela) y posee un capital relativamente pequeño, en contraste con lo que sucede en Europa y en Asia. Dicho esto, el Grupo de Trabajo considera que el FLAR ha desarrollado las siguientes fortalezas que podrían ser aprovechadas y potenciadas para convertirlo en un acuerdo financiero fuerte con alcance regional:

- El FLAR tiene una tradición de manejo financiero prudente, reconocido por los mercados, que ha conducido a que las agencias calificadoras de riesgo le otorguen a su deuda grado de inversión, con una calificación superior a la de todos sus países miembros, a la de la CAF y a la de las demás economías de la región (Tabla 3).
- Con excepción de Paraguay y Uruguay, los demás miembros (vale decir, Bolivia, Colombia, Costa Rica, Ecuador, Perú y Venezuela) han acudido al FLAR una o más veces en situaciones de estrechez de liquidez y han obtenido una respuesta rápida. (Gráfico 15 y Tabla 2). Esta ha sido de especial utilidad durante los períodos en los que el receptor está en proceso de acceder a recursos del FMI u otras fuentes. Asimismo, en repetidas

ocasiones los recursos del FLAR, por sí solos, han sido suficientes para superar crisis transitorias de liquidez en las economías más pequeñas de su membresía actual.

- Los aportes al FLAR han tenido, en el largo plazo, una rentabilidad superior a la de las reservas internacionales de sus miembros (Gráfico 16). Mas aún, el FLAR ha desarrollado gran competencia en el manejo de portafolios de inversión de tesorería; debido a ello varios bancos centrales, fondos y empresas públicas de la región acuden a que les preste servicios de administración de sus activos. Asimismo, varios bancos centrales, de países miembros y no miembros, suelen depositar en el FLAR parte de sus activos de reserva.
- El FLAR ha constituido un equipo técnico que, aunque pequeño, es competente para apoyar sus decisiones de préstamos y la inversión de sus reservas. Dicho equipo organiza anualmente una conferencia académica de alto nivel sobre temas macroeconómicos y de estabilidad financiera que se ha convertido en un foro privilegiado para las autoridades monetarias de la región y los expertos en estos temas, lo que ha contribuido a mejorar el conocimiento sobre temas de finanzas internacionales y las vulnerabilidades regionales.

Todas estas fortalezas podrían servir de base para una ampliación eficiente de su mandato, que incluya el desarrollo de nuevos instrumentos de apalancamiento, prevención y provisión de liquidez, así como el fortalecimiento de sus capacidades técnicas y de seguimiento de las economías de sus miembros y de los mercados internacionales, en la medida en que su membresía se extienda a toda la región y se aumente su capital.

#### V. Pasos por seguir

El tránsito entre el actual FLAR y uno de alcance regional que maneje más recursos requiere el ingreso de una masa



crítica de nuevos miembros y en particular el de las economías más grandes de la región, idealmente en forma coordinada y simultánea. Corresponde tanto a los miembros actuales como a los entrantes analizar, definir e implementar el proceso que consideren más efectivo y expedito para conseguir finalmente un FLAR sólido de alcance regional.

Cualquiera que sea el proceso que se adopte, la membresía ampliada tendrá que definir el tamaño deseado del capital del FLAR, como también si se requiere una estructura más diferenciada de aportes según categorías de miembros y algunas modificaciones a la gobernanza de la entidad. Asimismo, habrá de establecer si todos los aportes continúan teniendo la forma de capital pagado o si una parte de ellos podría efectuarse como capital garantizado, si deben cancelarse en su totalidad en monedas duras o una fracción podría girarse en monedas nacionales, lo mismo que el calendario para su aumento gradual.

De la misma manera, tendrá que acordar criterios, topes y modalidades para el apalancamiento del nuevo FLAR y autorizar a su Presidente Ejecutivo a negociar líneas de crédito con el BID, la CAF, otros organismos multilaterales y bancos centrales de las economías más grandes de la región y de otras regiones. También habrá de establecer las modalidades, usos y condiciones de las líneas de crédito y garantías que el FLAR ampliado y fortalecido ofrecería a su membresía ampliada, así como los topes hasta los cuales podría acceder cada categoría de miembro, según sus aportes.

De otra parte, se requerirán decisiones sobre el tamaño y composición del equipo técnico necesario para las labores de seguimiento de las economías de sus miembros y de los mercados financieros internacionales que les son relevantes, así como para discutir con las autoridades de los países las medidas preventivas y correctivas necesarias para recibir el apoyo del FLAR, así como para asistir al Directorio del FLAR en la aprobación de operaciones específicas, la

evaluación de las líneas de crédito y las garantías ofrecidas a los miembros.

Finalmente, se deberá convenir con el Fondo Monetario Internacional las modalidades de cooperación entre las entidades, la asistencia técnica por parte del Fondo, y otros asuntos como la contabilización de los aportes al FLAR en el balance de los bancos centrales de los países miembros.

El Grupo de Trabajo examinó con el staff actual del FLAR algunas opciones al respecto. Como resultado quedan a disposición de los miembros del FLAR ampliado memorandos técnicos, que podrían ser actualizados y profundizados en la oportunidad apropiada para servir de base para la toma de estas decisiones en el futuro.

## VI. Conclusión e invitación a las autoridades de la región

Por todo lo expuesto, al Grupo de Trabajo no le cabe duda acerca de la necesidad, conveniencia y urgencia de construir un acuerdo financiero fuerte de alcance regional, sobre la base del actual FLAR.

A nuestro juicio, esta tarea resulta indispensable para completar y fortalecer la Red de Seguridad Financiera de la región y reforzar así su estabilidad macrofinanciera en un mundo caracterizado por la volatilidad estructural de los mercados financieros internacionales, las reversas súbitas de flujos de capital y el contagio financiero entre países. Y se hace urgente acometerla de inmediato habida cuenta de los riesgos crecientes que se advierten hoy en la economía global, el debilitamiento del multilateralismo y la mayor vulnerabilidad de la región después de terminado el superciclo de precios altos de sus productos básicos de exportación.

A lo largo de este breve informe hemos consignado las razones que apoyan esta conclusión, esbozado las características deseables de un FLAR fortalecido de alcance regional y propuesto algunas opciones para lograrlo.

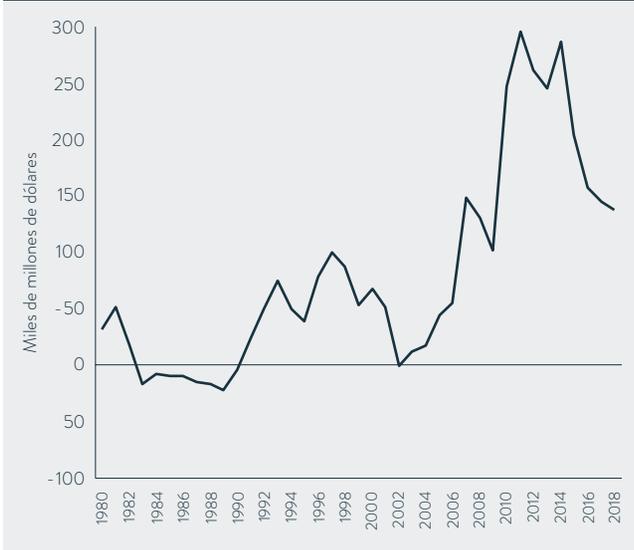


En conclusión, el Grupo de Trabajo recomienda a las autoridades actuales del FLAR proceder a invitar a otros países de la región, en particular a los más grandes y avanzados, a ingresar a esta institución y, en conjunto, construir sobre la

buen experiencia de este organismo un FLAR fortalecido de alcance regional que pueda contribuir de manera más efectiva y eficiente a fortalecer la estabilidad macroeconómica y financiera de esta parte del mundo.

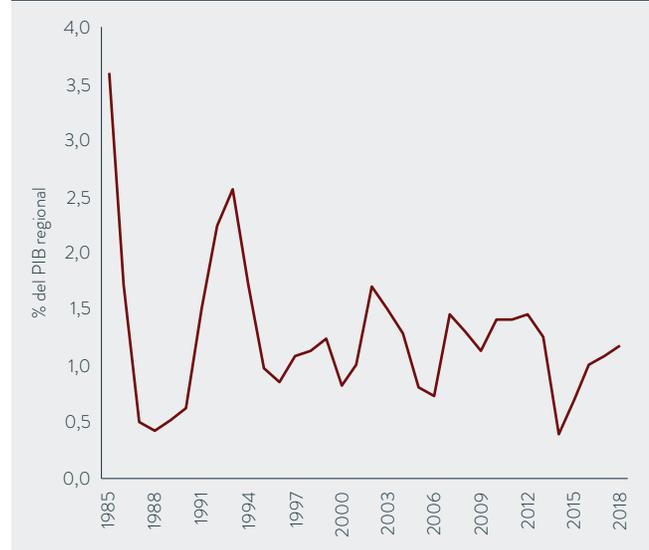
# TABLAS Y GRÁFICOS

**Gráfico 1. América Latina: flujos netos de capital<sup>1</sup>**



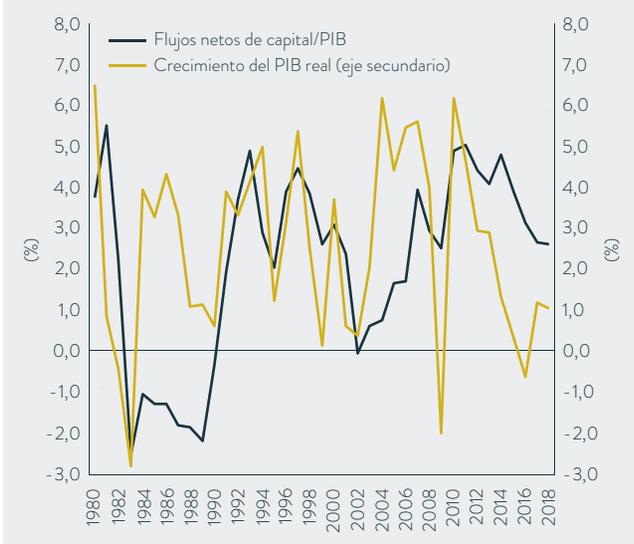
<sup>1</sup> Cuenta de capital + cuenta financiera (sin reservas) - inversión directa.  
Fuente: Cálculos propios con base en información del Fondo Monetario Internacional (FMI).

**Gráfico 2. América Latina: volatilidad de los flujos netos de capitales<sup>1</sup>**



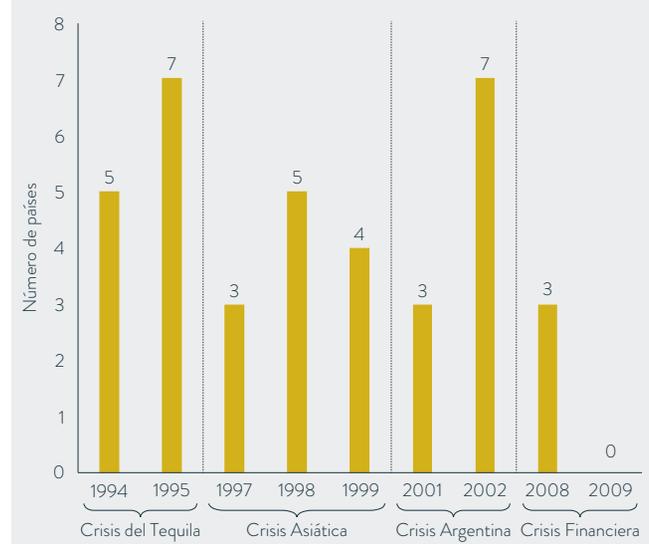
<sup>1</sup> Desviación estándar móvil de 5 años.  
Fuente: Cálculos propios con base en información del FMI.

**Gráfico 3. América Latina: prociclicidad de los flujos de capitales**



Fuente: Cálculos propios con base en información del Fondo Monetario Internacional (FMI).

**Gráfico 4. América Latina: países con tensión cambiaria durante distintos episodios de contagio**



NBER. Reinhart y Rogoff (2010). "From Financial Crash to Debt Crisis".



**Tabla 1. América Latina: episodios de salidas súbitas de capital<sup>1</sup>**  
(Variación máxima anual de los flujos netos en cada período)

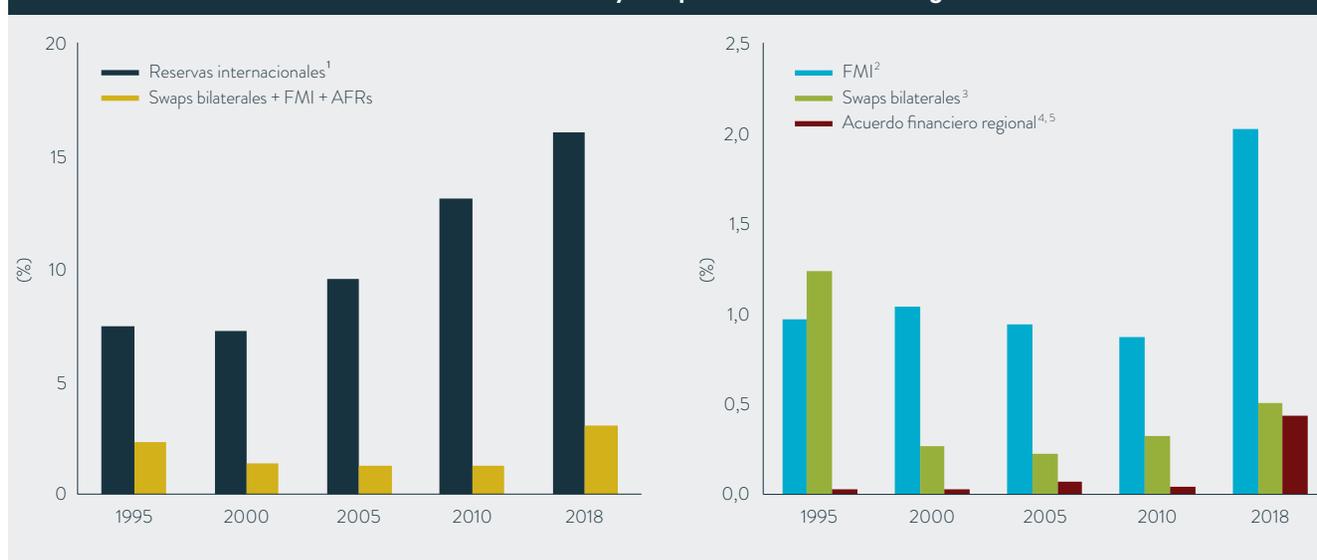
	Crisis Tequila	Crisis Asiática	Crisis Argentina y LTCM <sup>2</sup>	Crisis Financiera Global	Cáida precios de materias primas	Promedio todos los episodios
Período	1994-1995	1997-1999	2001-2002	2008-2009	2014-2015	1994-2015
Miles de millones de USD	-36	-48	-68	-47	-83	-56
Como % del PIB	-2,0%	-2,3%	-3,5%	-1,1%	-1,6%	-2,1%
Miles de millones de USD, calcula con base en el PIB de 2019	-104	-120	-182	-59	-82	-109

<sup>1</sup> Variaciones anuales de los flujos netos de capital.

<sup>2</sup> Long Term Capital Management LP.

Fuente: Cálculos propios con base en información del FMI.

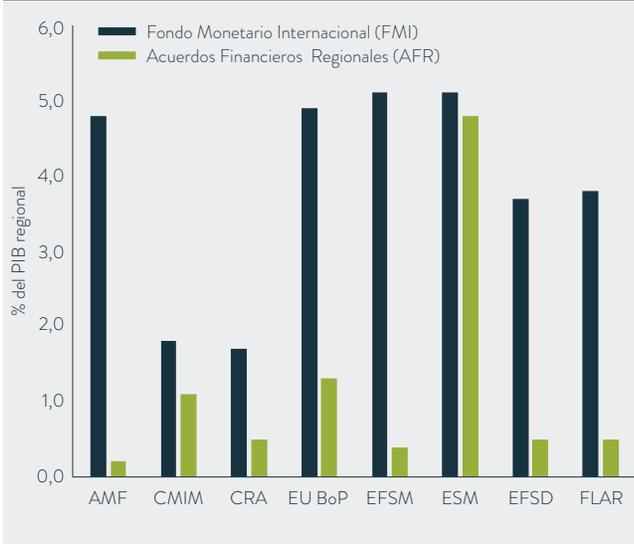
**Gráfico 5. América Latina: evolución y composición de la Red de Seguridad Financiera**



<sup>1</sup> FMI. <sup>2</sup> (participación de cada país en la cuota) x (monto máximo de recursos disponibles del FMI). <sup>3</sup> Monto máximo aprobado para cada swap. <sup>4</sup> (participación de cada país en el capital) x (monto máximo de recursos disponibles del FLAR). <sup>5</sup> En BRICS-CRA, incluye el monto máximo de acceso de Brasil.

Fuente: Cálculos propios con base en Acuerdos Financieros Regionales, Bancos Centrales, Fondo Monetaria Internacional (FMI), y la Reserva Federal.

**Gráfico 6. Acceso al FMI y a los acuerdos financieros regionales (AFR)**



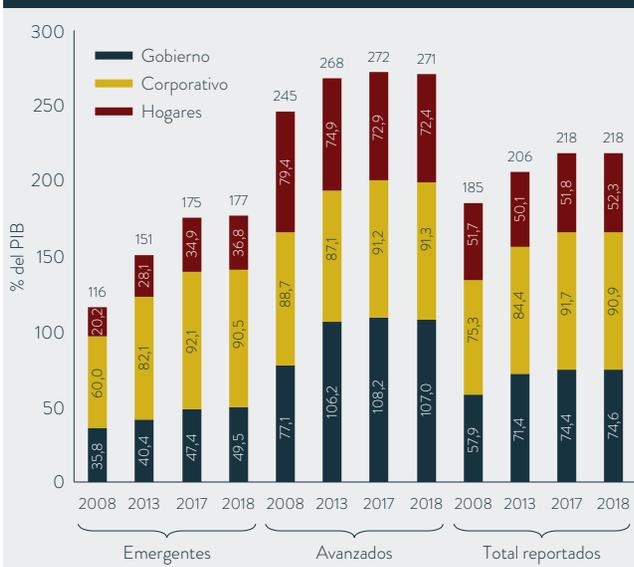
Fuente: Gallego, Sonsoles; L'Hotellerie-Fallois, Pilar; López, Fernando (2018). "The International Monetary Fund and its Role as a Guarantor of Global Financial Stability". Boletín Económico del Banco de España.

**Gráfico 7. Pronósticos de la economía global a la baja (FMI)**



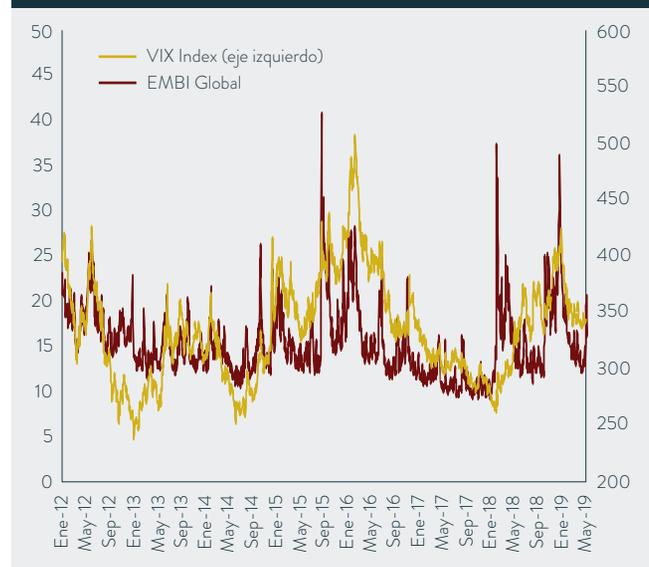
Fuente: Fondo Monetario Internacional (FMI).

**Gráfico 8. Deuda de hogares, corporaciones y gobierno**



Fuente: Banco de Pagos Internacionales.

**Gráfico 9. Índices VIX y EMBI**



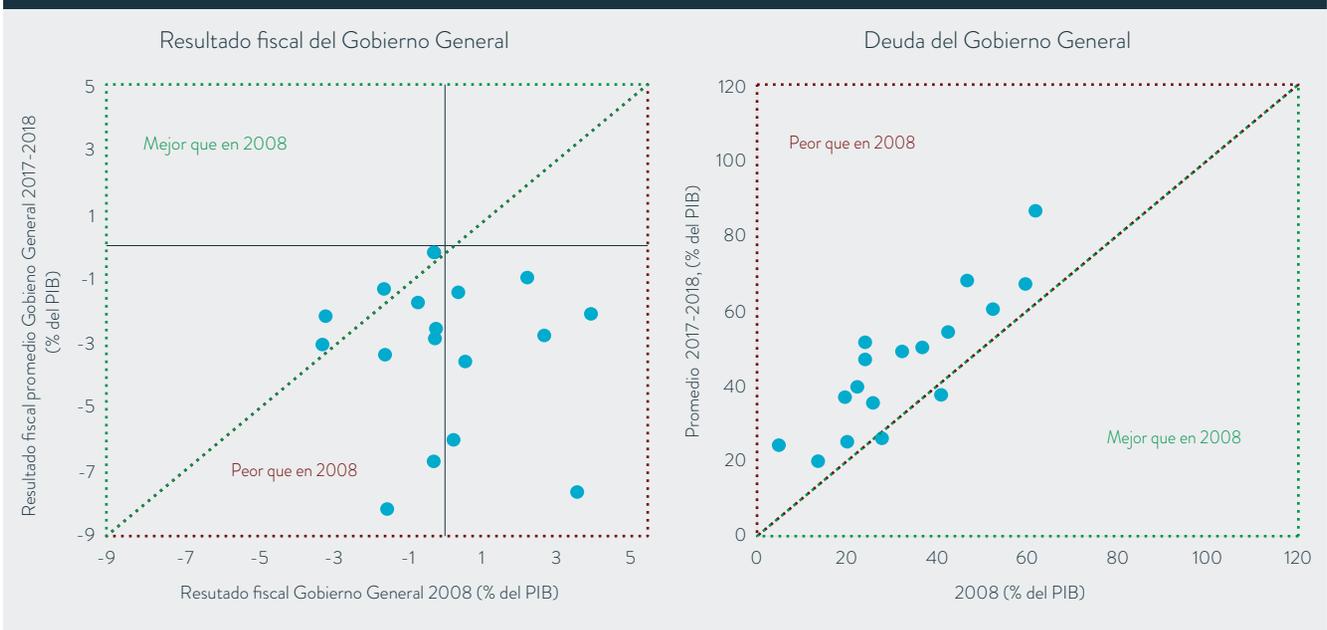
Fuente: Bloomberg.

**Gráfico 10. América Latina: vulnerabilidad externa en comparación con el 2008**



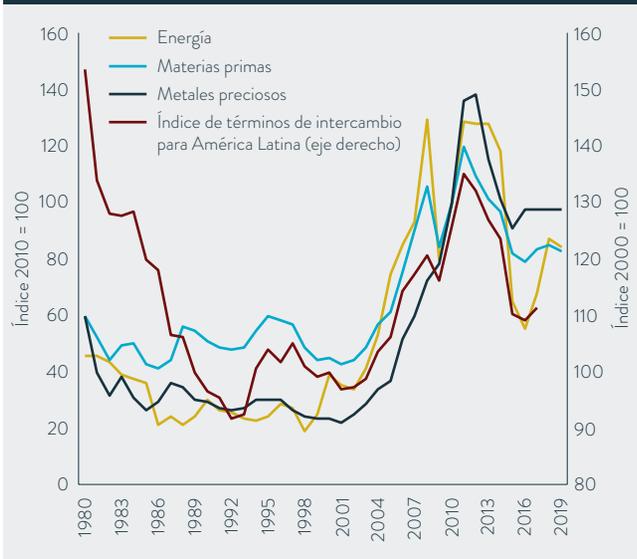
Fuente: Cálculos propios con base en información del Fondo Monetario Internacional (FMI).

**Gráfico 11. América Latina: vulnerabilidad fiscal en comparación con el 2008**



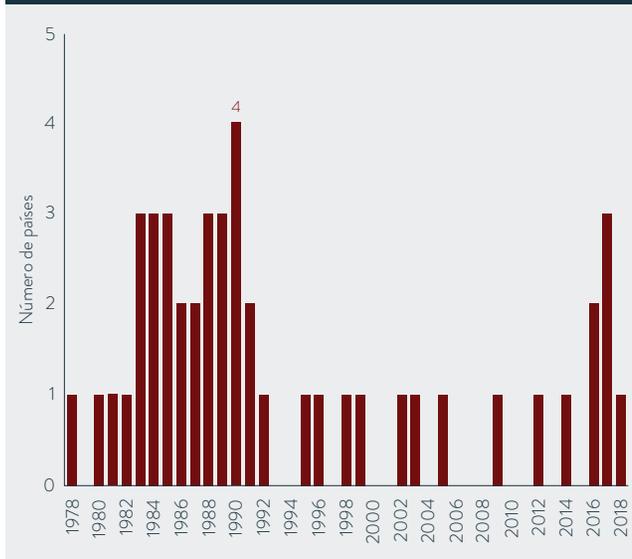
Fuente: Cálculos propios con base en información del Fondo Monetario Internacional (FMI).

**Gráfico 12. América Latina<sup>1</sup>: términos de intercambio de y precios de productos básicos**



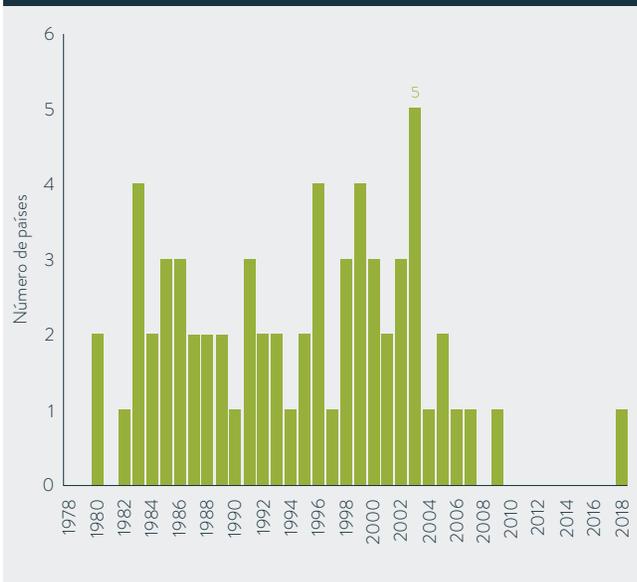
<sup>1</sup> Promedio simple de los índices de intercambio de los países.  
Fuente: Banco Mundial.

**Gráfico 13. Créditos otorgados por el Fondo Latinoamericano de Reservas**



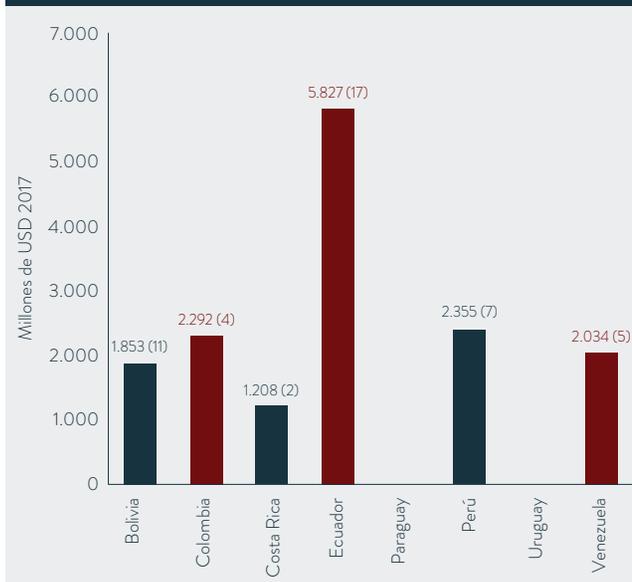
Fuente: Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR).

**Gráfico 14. América Latina: créditos otorgados por el Fondo Monetario Internacional**



Fuente: : Cálculos propios con base en Fondo Monetario Internacional (FMI).

**Gráfico 15. Monto total de créditos otorgados por el Fondo Latinoamericano de Reservas, 1978-2018**



Nota: Las cifras entre paréntesis corresponden al número de créditos otorgados.  
Fuente: Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR).


**Tabla 2. Casos en que FLAR prestó y no fueron al FMI, y casos en que FLAR prestó y fueron al FMI**

País	Acudió			Años de aprobación cuando acudio			Monto relativo FLAR/FMI	
	Solo al FLAR	Solo al FMI	Al FLAR y al FMI	Solo al FLAR	Solo al FMI	Al FLAR y al FMI	FLAR/FMI (todo el periodo)	FLAR/FMI (periodos simultaneos)
Bolivia	9	3	2	1981, 1984, 1985, 1988, 1989, 1990, 1991, 1992, 2002	1994, 1998, 2003	1980, 1986 <sup>2</sup>	1,4	1,8
Colombia	3	2	1	1983, 1984 <sup>2</sup> , 1985	2003, 2005	1999 <sup>2</sup>	0,2	0,2
Costa Rica	2	8	0	2003, 2017	1980, 1982, 1985, 1987, 1991, 1993, 1995, 2009		0,9	0,0
Ecuador	13	3	4	1982, 1984, 1989, 1990, 1995 <sup>2</sup> , 1996, 1998 <sup>2</sup> , 2005, 2009, 2012, 2014, 2016, 2017	1991, 2000, 2003, 2009	1983 <sup>2</sup> , 1985, 1986 <sup>2</sup> , 1988	3,8	1,1
Paraguay	0	2	0		2003, 2006		0,0	0,0
Perú <sup>1</sup>	7	8	0	1978, 1983, 1987, 1988, 1989, 1990, 1991	1984, 1993, 1996, 1999, 2001, 2002, 2004, 2007		0,2	0,0
Uruguay	0	10	0		-1983, 1985, 1990, 1992 1996, 1997, 1999, 2000 2002, 2005		0,0	0,0
Venezuela, RB	5	1	0	1987, 1990, 2016, 2017, 2018	1996		1,2	0,0

<sup>1</sup> A inicios de los 90's, el financiamiento del FLAR sirvió como puente para la posterior ayuda del FMI (1991: FLAR y 1993: FMI).

<sup>2</sup> En el caso del FLAR, acudieron para dos líneas de crédito en un mismo año.

Fuente: FLAR y FMI.

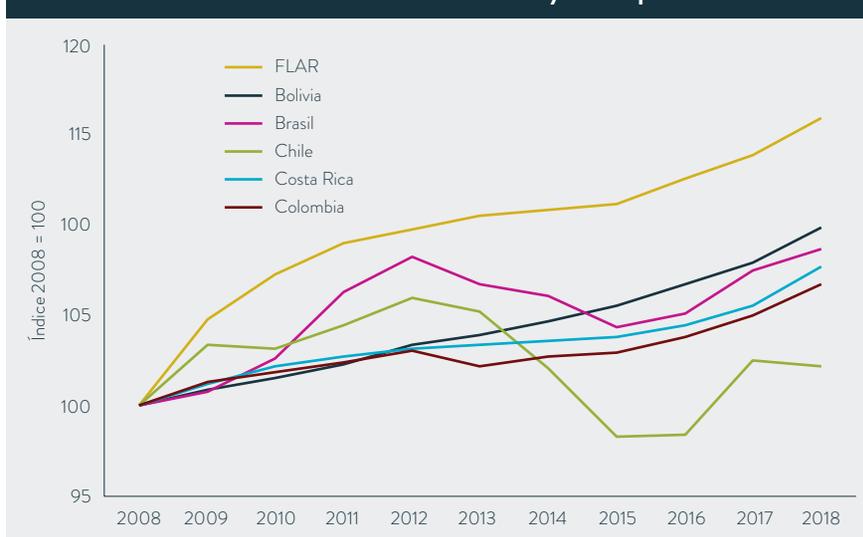


**Tabla 3. Calificaciones crediticias**

MOODY'S		S&P		FITCH	
Aaa		AAA		AAA	
Aa1		AA+		AA+	
Aa2	FLAR	AA	BCIE FLAR	AA	
Aa3	CAF	AA-		AA-	CAF
A1	BCIE <sup>1</sup> CHILE	A+	CAF CHILE	A+	BCIE
A2		A		A	CHILE
A3	MÉXICO PERÚ	A-		A-	
Baa1		BBB+	MÉXICO PERÚ	BBB+	PERÚ
Baa2	COLOMBIA URUGUAY	BBB	URUGUAY	BBB	COLOMBIA MÉXICO
Baa3		BBB-	COLOMBIA	BBB-	URUGUAY

Nota: con datos al 3 de julio de 2019. <sup>1</sup>Banco Centroamericano de Integración Económica.  
Fuente: Calificadoras de Riesgo.

**Gráfico 16. Rentabilidad acumulada del FLAR y de sus países miembros<sup>1</sup>**



<sup>1</sup> Para los países hace referencia a la rentabilidad de las reservas totales en USD, reportadas por los Bancos Centrales. Para el FLAR, hace referencia al sub-portafolio interno.

Fuente: Cálculos propios con base en información de los Bancos Centrales y FLAR.



# HACIA UN FLAR DE ALCANCE REGIONAL

INFORME DEL GRUPO DE TRABAJO SOBRE  
ESTABILIDAD FINANCIERA REGIONAL

Noviembre | 2019

