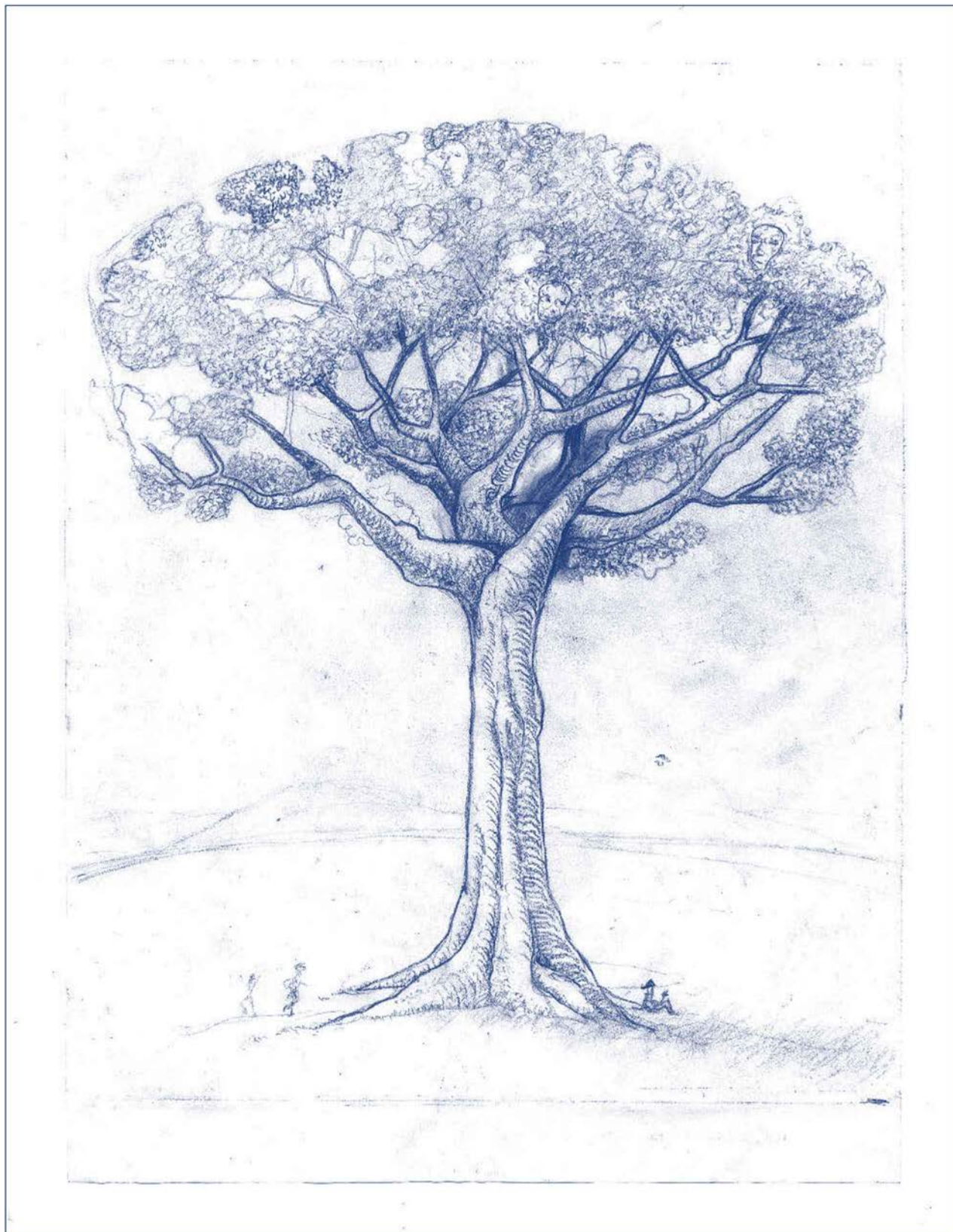


**CONSTRUYENDO  
UN FONDO LATINOAMERICANO  
DE RESERVAS**

---

LOS 35 AÑOS DEL FLAR







**CONSTRUYENDO  
UN FONDO LATINOAMERICANO  
DE RESERVAS**

---

LOS 35 AÑOS DEL FLAR

**CONSTRUYENDO  
UN FONDO LATINOAMERICANO  
DE RESERVAS**

LOS 35 AÑOS DEL FLAR





**CONSTRUYENDO  
UN FONDO LATINOAMERICANO  
DE RESERVAS**

---

LOS 35 AÑOS DEL FLAR

**GUILLERMO PERRY**  
EDITOR





# CONSTRUYENDO UN FONDO LATINOAMERICANO DE RESERVAS

---

LOS 35 AÑOS DEL FLAR

## AUTORES

JULIO MARÍA SANGUINETTI ■ CÉSAR GAVIRIA  
L. ENRIQUE GARCÍA ■ ROBERTO JUNGUITO  
ERNESTO TALVI ■ GUILLERMO CALVO  
ENRIQUE V. IGLESIAS ■ LILIANA ROJAS-SUÁREZ  
BARRY EICHENGREEN ■ JULIO VELARDE  
JOSÉ ANTONIO OCAMPO ■ GUILLERMO PERRY  
MIGUEL URRUTIA ■ ANA MARÍA CARRASQUILLA  
EDUARDO MORÓN ■ JUAN ANTONIO MORALES  
MARCELO ZABALAGA ■ DIEGO MARTÍNEZ  
FRANCISCO DE PAULA GUTIÉRREZ ■ RODRIGO BOLAÑOS  
ALBERTO GRAÑA ■ JORGE CORVALÁN  
JOSÉ DARÍO URIBE



© FONDO LATINOAMERICANO DE RESERVAS  
Avenida 82 N° 12-18 piso 7, Bogotá Colombia  
Teléfonos +571.634.4360, +571.635.0102, +571.530.3484  
Fax 571.634.4384 · info@flar.net

EQUIPO DIRECTIVO  
Ana María Carrasquilla  
*Presidenta ejecutiva*  
Lucía Elizalde  
*Secretaria general*

Juan Carlos Alfaro  
*Director  
de riesgos*

Iker Zubizarreta  
*Director  
financiero*

Eduardo A. Morón P.  
*Director de estudios  
económicos*

Javier Bonza  
*Director de investigación  
y desarrollo*

EDITOR  
Guillermo Perry Rubio

CONSEJO EDITORIAL  
Ana María Carrasquilla, Eduardo A. Morón P., Catalina Peña Posada,  
Guillermo Perry Rubio, Diego Amaral Ceballos

AUTORES  
Rodrigo Bolaños, Guillermo Calvo, Ana María Carrasquilla, Jorge Corvalán, Barry Eichengreen, Enrique García,  
César Gaviria, Alberto Graña, Francisco de Paula Gutiérrez, Enrique Iglesias, Roberto Junguito,  
Diego Martínez, Juan Antonio Morales, Eduardo Morón, José A. Ocampo, Guillermo Perry, Liliana Rojas-Suárez,  
Julio María Sanguinetti, Ernesto Talvi, José Darío Uribe, Miguel Urrutia, Julio Velarde, Marcelo Zabalaga

|                                                                        |                                                                                                                                                                                                                                                           |
|------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| DISEÑO EDITORIAL<br>Amaral Editores SAS                                | ISBN: 978-958-58648-0-1                                                                                                                                                                                                                                   |
| PAGINACIÓN Y PRODUCCIÓN GRÁFICA<br>Amaral Diseño SAS                   | Primera edición: diciembre de 2014                                                                                                                                                                                                                        |
| REVISIÓN DE CONTENIDOS Y CORRECCIÓN DE TEXTOS<br>Angélica Cantor Ortiz | Impreso en Colombia / <i>Printed in Colombia</i>                                                                                                                                                                                                          |
| IMPRESIÓN<br>Panamericana Formas e Impresos S.A.                       | Queda prohibida la reproducción total o parcial<br>de este libro, por cualquier proceso reprográfico o<br>fónico, especialmente por fotocopia, microfilme,<br>offset o mimeógrafo, que no sea autorizada<br>por el editor: Ley 23 de 1982, Ley 44 de 1993 |

Construyendo un Fondo Latinoamericano de Reservas : los 35 años del FLAR /  
Guillermo Perry y otros ; prologuista Guillermo Perry ; compiladores Ana  
María Carrasquilla, Eduardo Morón. -- Bogotá : Fondo Latinoamericano de  
Reservas, 2014.  
300 páginas ; 22 x 28 cm.  
Incluye índice onomástico  
ISBN 978-958-58648-0-1  
1. Fondo Latinoamericano de Reservas - Historia 2. Economía - América Latina  
3. Integración regional - América Latina 4. Integración financiera - América Latina  
5. Crecimiento económico - América Latina 6. América Latina - Política económica  
I. Perry Rubio, Guillermo Eduardo, 1945- , II. Sanguinetti, Julio María, 1936- ,  
III. Gaviria Trujillo, César, 1947- , IV. García, L. Enrique V. Junguito Bonnet, Roberto, 1943- ,  
VI. Talvi, Ernesto VII. Calvo, Guillermo A., 1941- , VIII. Iglesias, Enrique V., 1930- ,  
IX. Rojas-Suárez, Liliana, 1954- , X. Eichengreen, Barry XI. Velarde, Julio, 1952- ,  
XII. Ocampo, José Antonio, 1952- , XIII. Urrutia Montoya, Miguel, 1939- ,  
XIV. Carrasquilla, Ana María XV. Morón, Eduardo XVI. Morales, Juan Antonio, 1943- ,  
XVII. Zabalaga, Marcelo, 1953- , XVIII. Martínez, Diego, 1978- , XIX. Gutiérrez, Francisco  
de Paula XX. Bolaños, Rodrigo, 1951- , XXI. Graña, Alberto, 1954- , XXII. Corvalán, Jorge,  
1970- , XXIII. Uribe Escobar, José Darío, 1958- ,  
980 cd 21 ed.  
A1463650

CEP-Banco de la República-Biblioteca Luis Ángel Arango

## CONTENIDO

|                                                                                                                             |        |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------|
| Presentación: Los 35 años del FLAR                                                                                          |        |
| ANA MARÍA CARRASQUILLA                                                                                                      | 13     |
| Introducción                                                                                                                |        |
| GUILLERMO PERRY                                                                                                             | 15     |
| <br>CAPÍTULO I. <i>La integración latinoamericana<br/>y el rol de las instituciones financieras regionales</i>              | <br>29 |
| La integración como visión de civilización                                                                                  |        |
| JULIO MARÍA SANGUINETTI                                                                                                     | 31     |
| Notas sobre la integración latinoamericana                                                                                  |        |
| CÉSAR GAVIRIA                                                                                                               | 37     |
| Instituciones financieras para la integración regional:<br>la contribución de CAF                                           |        |
| L. ENRIQUE GARCÍA                                                                                                           | 47     |
| <br>CAPÍTULO II. <i>Lecciones de las crisis financieras<br/>y la necesidad de un prestamista global de última instancia</i> | <br>61 |
| Lecciones de las crisis financieras desde la Independencia                                                                  |        |
| ROBERTO JUNGUITO                                                                                                            | 63     |
| Treinta y cinco años de crisis financieras recurrentes<br>en América Latina: ¿hacia un nuevo (y mejor) paradigma?           |        |
| ERNESTO TALVI                                                                                                               | 79     |
| Volatilidad de los flujos crediticios: un problema que no cesa                                                              |        |
| GUILLERMO CALVO                                                                                                             | 91     |

|                                                                                                                    |     |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| Los mandatos de los bancos centrales a la luz<br>de las lecciones de la última crisis financiera global            |     |
| ENRIQUE V. IGLESIAS                                                                                                | 103 |
| Crisis financieras en América Latina:<br>lecciones aprendidas y retos pendientes                                   |     |
| LILIANA ROJAS-SUÁREZ                                                                                               | 117 |
| <b>CAPÍTULO III. <i>Los fondos monetarios regionales<br/>en la nueva arquitectura financiera internacional</i></b> | 129 |
| Instituciones financieras regionales y el FMI:<br>¿qué hemos aprendido de Europa?                                  |     |
| BARRY EICHENGREEN                                                                                                  | 131 |
| Las crisis financieras y los mecanismos<br>de protección, perspectivas del FLAR                                    |     |
| JULIO VELARDE                                                                                                      | 141 |
| El FLAR y su papel en la arquitectura financiera<br>regional e internacional                                       |     |
| JOSÉ ANTONIO OCAMPO                                                                                                | 153 |
| El futuro del FLAR: ¿un fondo monetario latinoamericano<br>como prestamista de primera instancia?                  |     |
| GUILLERMO PERRY                                                                                                    | 173 |
| <b>CAPÍTULO IV. <i>Los logros y desafíos del FLAR</i></b>                                                          | 193 |
| Breve historia del FLAR                                                                                            |     |
| MIGUEL URRUTIA                                                                                                     | 195 |
| Los últimos diez años y el futuro del FLAR                                                                         |     |
| ANA MARÍA CARRASQUILLA                                                                                             | 203 |
| El FLAR como herramienta para la estabilidad<br>macroeconómica de la región                                        |     |
| EDUARDO A. MORÓN P.                                                                                                | 215 |
| Bolivia en la historia del FLAR                                                                                    |     |
| JUAN ANTONIO MORALES                                                                                               | 223 |

|                                                   |     |
|---------------------------------------------------|-----|
| Bolivia en el FLAR                                |     |
| MARCELO ZABALAGA                                  | 233 |
| Ecuador en el FLAR                                |     |
| DIEGO MARTÍNEZ                                    | 237 |
| El FLAR: una buena decisión para Costa Rica       |     |
| FRANCISCO DE PAULA GUTIÉRREZ                      | 241 |
| El Fondo Latinoamericano de Reservas y Costa Rica |     |
| RODRIGO BOLAÑOS                                   | 251 |
| Uruguay en el FLAR                                |     |
| ALBERTO GRAÑA                                     | 257 |
| Paraguay en el FLAR                               |     |
| JORGE CORVALÁN                                    | 263 |
| Hacia un fortalecimiento del FLAR                 |     |
| JOSÉ DARÍO URIBE                                  | 277 |
| Índice                                            | 283 |







1



regionales; (ii) Lecciones de las crisis financieras y la necesidad de un prestamista global de última instancia; (iii) Los fondos monetarios regionales en la nueva arquitectura financiera internacional y; (iv) Los logros y desafíos del FLAR.

La primera sección presenta una visión crítica de los esfuerzos por la integración regional, lo logrado y los pasos que faltan dar en un proceso marcado por la multiplicidad de estrategias. Además, se discute el papel de las instituciones financieras regionales y subregionales en estos esfuerzos. Esta sección cuenta con la participación de Julio María Sanguinetti, César Gaviria y Enrique García.

En la segunda sección, se analizan las lecciones de las profundas crisis económicas y financieras que hemos experimentado en la región y el mundo, remontándose hasta la independencia. Esta sección cuenta con la participación de Roberto Junguito, Ernesto Talvi, Guillermo Calvo, Enrique Iglesias y Liliana Rojas-Suárez.

En la tercera sección del libro se describen los distintos organismos existentes para asegurar la estabilidad financiera global, destacando el papel de cada uno de ellos, con énfasis en la crisis financiera del 2008. Esta sección cuenta con la participación de Barry Eichengreen, Julio Velarde, José Antonio Ocampo y Guillermo Perry.

En la cuarta y última sección del libro, se habla sobre los logros y retos del FLAR hacia el futuro, como mecanismo para la estabilidad macroeconómica de la región. Esta sección cuenta con la participación de Miguel Urrutia, Eduardo Morón, Juan Antonio Morales, Marcelo Zabalaga, Diego Martínez, Francisco de Paula Gutiérrez, Rodrigo Bolaños, Alberto Graña, Jorge Corvalán, José Darío Uribe, y la suscrita.

Por último, quiero agradecer a Guillermo Perry, por crear y organizar los temas de discusión del libro en sus distintos capítulos, realizar el prólogo, escribir un interesante ensayo sobre el futuro del FLAR, escoger los colaboradores y sugerir mejoras al contenido y orden de los escritos. Sin duda, su trabajo de edición hizo posible este libro y su coherencia temática.

En segundo lugar, agradezco a Eduardo Morón, quien se desempeñó como coordinador del proyecto, por sus ideas y valiosos aportes a lo largo de toda su realización. Por último, a Celmira Rojas y Ximena Rivera, por su invaluable apoyo logístico.

Espero que los lectores encuentren interesantes las reflexiones, discusiones y las visiones sobre la región y el FLAR contenidas en el presente libro. ■



## ▪ INTRODUCCIÓN

▪  
▪  
▪  
▪  
▪  
▪  
▪  
▪

GUILLERMO PERRY

### LA INTEGRACIÓN ECONÓMICA LATINOAMERICANA Y EL ROL DE LAS ENTIDADES FINANCIERAS REGIONALES

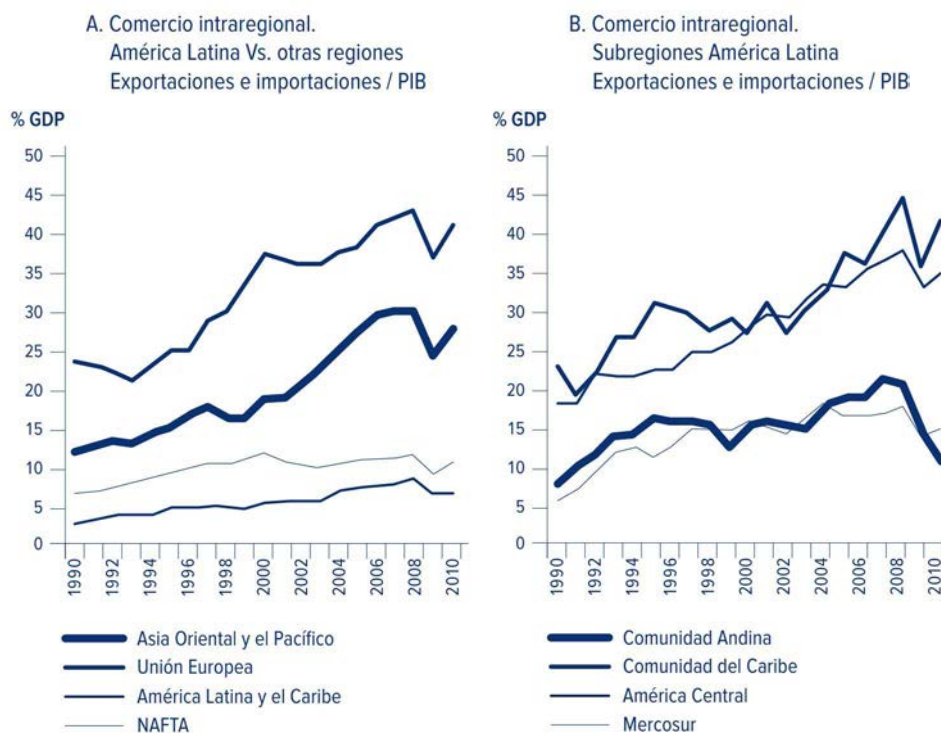
La integración económica regional ha pasado por períodos de grandes sueños, algunas realizaciones y muchas frustraciones, como lo ilustran bien los artículos de los expresidentes Julio María Sanguinetti, y César Gaviria en la sección 1 de este libro. En particular, a pesar de todos los esfuerzos de desgravación arancelaria en el marco de los acuerdos regionales (ALALC y ALADI) y subregionales (Mercosur, Comunidad Andina, Mercado Común Centroamericano, Caricom), los flujos de comercio intrarregional siguen siendo muy modestos en comparación con lo que sucede en otras regiones del mundo. A nivel subregional, solamente en Centroamérica y el Caribe se han consolidado flujos de comercio subregional significativos (ver Gráfica 1). Y falta ver el impacto de la reciente Alianza del Pacífico, que ha iniciado un proceso pragmático y promisorio de integración y cooperación que cubre, por ahora, a los cuatro países más grandes de la cuenca del Pacífico.<sup>1</sup>

Los débiles flujos comerciales intrarregionales son consecuencia tanto de avances limitados en las negociaciones comerciales y en su implementación, como de la muy precaria integración física en la región. Los costos promedio de transporte terrestre, marítimo y aéreo entre nuestros países son en general muy altos en comparación con los que se observan en otras latitudes.<sup>2</sup> Asimismo, la región no ha aprovechado los enormes beneficios potenciales de una verdadera integración energética, que permitiría abaratar

1. Perry, G. (2014), The Pacific Alliance: A way forward for Latin American integration?, G, Perry, CGD, 2014.

2. Mesquita Moreira, M., Volpe, C., & Blyde, J. S. (2008). *Unclogging the Arteries*. Inter-American Development Bank.

GRÁFICA 1. COMERCIO INTRAREGIONAL



significativamente los costos de este insumo crucial para la competitividad en muchos países importadores a tiempo que traería grandes oportunidades para los países con mayores riquezas hídricas y gasíferas.<sup>3</sup>

Estas realidades contrastan con la ambición de los sueños que impulsaron la creación de la ALALC, el Mercosur y el Grupo Andino; las iniciativas en materia de infraestructura regional como las de IIRSA, el Corredor Mesoamericano (antes Plan Puebla-Panamá) o el Mercado Eléctrico Centroamericano; y las fallidas negociaciones para establecer una zona hemisférica de libre comercio a finales de los años noventa. Contrastan también con la intensidad de la retórica integracionista en nuestra región.

En medio de este panorama, en general poco alentador, hay un área de la integración regional de la que se habla poco, pero que muestra avances muy

3. Perry, G. (2013), Regional Public Goods in Finance, Trade and Infrastructure: An Agenda for Latin America, CGD.



significativos: la integración financiera. Los capitales se mueven con bastante fluidez en nuestra región y las llamadas multilaterales se están expandiendo por el continente con mucho vigor, en particular en el sector financiero. Se ha producido una notable convergencia en la regulación bancaria, como consecuencia de que todos nuestros países han ido adoptando los acuerdos de Basilea y de que hay una activa comunicación y cooperación entre los bancos centrales, los reguladores y supervisores financieros de la región. La cooperación entre reguladores y supervisores financieros es especialmente activa en la subregión de Centro América y Colombia, como respuesta a la profunda integración de facto que ha tenido lugar en sus sistemas financieros. Hay otras iniciativas notables en curso en esta área, como la integración física y la armonización regulatoria de las bolsas de valores de Chile, Colombia y Perú, a la que en breve se sumará México, en el marco de la Alianza del Pacífico. Y más directamente relacionado con el tema central de este libro, se han ido consolidando dos instituciones financieras regionales, creadas en el ámbito de la integración latinoamericana, la CAF y el FLAR. Estas entidades, a su turno, están prestando grandes servicios a la integración económica y física en la región, como lo ilustran el artículo de Enrique García, con respecto al caso de la CAF, y varios otros con respecto al del FLAR. De hecho, estas dos instituciones constituyen los únicos casos exitosos de instituciones financieras regionales creadas y manejadas exclusivamente por países en desarrollo.

Por supuesto que hay otras instituciones financieras globales como el Fondo Monetario Internacional, el Banco Mundial y la IFC, o regionales como el BID, que juegan un rol muy importante en la región y contribuyen a su integración económica y financiera. Pero el hecho de que la CAF y el FLAR no tengan socios extraregionales con poder decisorio se traduce en una estructura de gobierno muy diferente a la de esas otras instituciones. En particular, la Junta Directiva tiene un muy alto poder decisorio y deja un amplio margen de maniobra a la administración, lo que no sucede en las otras entidades multilaterales. Esa estructura de gobierno le otorga a la CAF y el FLAR una mayor flexibilidad y rapidez para responder a las necesidades de sus miembros, en comparación con sus contrapartes (el Banco Mundial y el BID en el primer caso; el Fondo Monetario Internacional en el segundo). Sus miembros, a su turno, les corresponden actuando solidariamente, aumentando con facilidad sus inversiones de capital, cuando ha sido necesario y otorgándoles de facto



un estatus de acreedor preferente, ya que ningún miembro ha incumplido sus obligaciones con ellas, así algunos hayan estado en mora con otras instituciones multilaterales. Los miembros latinoamericanos de estas instituciones, que son verdaderas cooperativas de crédito, las consideran ‘su banco’ y ‘su fondo’, como en efecto lo son. En el caso del FLAR hay la ventaja adicional de que sus dueños son los bancos centrales de la región y su directorio está compuesto exclusivamente por los presidentes de dichos bancos, lo que garantiza el carácter estrictamente técnico de sus decisiones.<sup>4</sup>

La ausencia de incumplimientos, aunada a un reconocido buen manejo financiero, ha conducido a que sus *ratings* financieros hayan ido mejorando y sus costos de endeudamiento se hayan ido reduciendo en forma continua. En consecuencia, han podido ofrecer recursos a sus miembros en condiciones financieras cada vez más competitivas con la de sus pares, los que, a diferencia suya, cuentan con el respaldo de las naciones más ricas.

Por todo ello, tanto la CAF como el FLAR han ido adquiriendo un rol especial, cada vez más importante en nuestra región. Ambas instituciones fueron creadas en el ámbito del Grupo Andino, pero sus miembros tomaron luego la decisión de convertirlas en entidades regionales, con el propósito de servir a todo Latinoamérica y el Caribe. Este proceso ha avanzado más rápidamente en el caso de la CAF, hoy constituida en un auténtico banco de desarrollo latinoamericano, del cual son miembros activos todos los países de Suramérica, México y varios países centroamericanos y del Caribe. Hoy tiene un volumen de operaciones financieras en la región comparable con el del BID y el Banco Mundial, y ha ido adquiriendo un papel protagónico en la investigación y debate de los temas de desarrollo. En particular, ha adquirido el papel de líder y principal fuente de recursos internacionales para sectores tan importantes para el desarrollo económico y social de la región como el de la construcción de infraestructura pública.

El FLAR ha prestado servicios de enorme utilidad para sus miembros, tanto en materia de provisión de liquidez a los bancos centrales en períodos de emergencia, lo que constituye su función principal, así como en la gestión y asesoría en la inversión de las reservas internacionales de los bancos centrales

---

4. El artículo de Francisco de Paula Gutiérrez en este volumen resalta la importancia de esta característica de la estructura de gobierno del FLAR.

y de portafolios internacionales de gobiernos y empresas estatales de la región. Asimismo, se ha convertido en el foro regional más importante en temas macro/financieros. El apoyo financiero del FLAR en ocasiones ha sido suficiente para paliar la crisis de liquidez del país beneficiario, pero aun cuando ha sido necesario recurrir al Fondo Monetario Internacional, ha representado cuantías del mismo orden de las otorgadas por esta institución. Todos sus miembros, excepto los dos de más reciente vinculación que no han requerido apoyos de liquidez, se han beneficiado de estas funciones del FLAR y, además, han obtenido un retorno financiero por su inversión en el FLAR superior al que han logrado en la inversión de sus propias reservas. Así lo demuestran las reseñas históricas de Miguel Urrutia, Ana María Carrasquilla y Eduardo Morón, y así lo atestiguan los presidentes y expresidentes de bancos centrales de sus países miembros (José Darío Uribe de Colombia, Julio Velarde de Perú, Diego Martínez de Ecuador, José Antonio Morales de Bolivia, Rodrigo Bolaños, Francisco de Paula Gutiérrez de Costa Rica, Alberto Graña de Uruguay y Jorge Corvalán de Paraguay), en los artículos contenidos en la Sección 3 de este volumen.

En adición, el FAR (el Fondo Andino de Reservas, antecesor del actual FLAR) permitió proteger el vibrante comercio intrarregional que había por entonces en la Comunidad Andina,<sup>5</sup> un propósito central detrás de su creación como lo recuerdan Urrutia y Morales, ya que evitó que cuando uno de sus miembros incurriera en problemas de liquidez acudiera a cerrar las importaciones provenientes de sus socios del acuerdo de integración.

La membresía del FLAR se ha ido ampliando con el ingreso sucesivo de Costa Rica, Uruguay y Paraguay, pero cabe esperar que eventualmente se extienda a todos los países de la región. En efecto, los fondos monetarios regionales están llamados a jugar un papel más importante en la nueva arquitectura financiera internacional, como lo han previsto tanto el G20 como el Fondo Monetario Internacional. El FLAR ha desarrollado las bases que permitirían transformarlo en un fondo monetario latinoamericano que cumpla efectivamente una labor de prestamista regional ‘de primera instancia’ en períodos de crisis de liquidez, como complemento al rol de prestamista global de segunda instancia que debe cumplir el Fondo Monetario Internacional,

---

5. Que creció mucho hasta la salida de Venezuela y los TLC de Colombia y Perú con los Estados Unidos, como lo recuerda el expresidente Sanguinetti.



y que, desafortunadamente, aún lo hace en forma apenas parcial. Estos últimos temas se retoman al final de esta introducción.

Conviene señalar que, dada su capacidad de convocatoria, la CAF y el BID podrían jugar un papel importante en promover la conversión del FLAR en un verdadero fondo monetario regional. A su turno, este desarrollo les convendría mucho, pues aliviaría las presiones que recaen sobre ellos para ofrecer montos importantes de financiamiento de emergencia cuando los países de la región incurren en crisis de liquidez externa, para lo cual no poseen una ventaja comparativa y, de hecho, perturba considerablemente su funcionamiento como bancos de desarrollo.<sup>6</sup>

#### **LOS RIESGOS DE LA INTEGRACIÓN FINANCIERA Y LA NECESIDAD DE PRESTAMISTAS INTERNACIONALES DE ÚLTIMA INSTANCIA**

20

En las últimas décadas ha habido un impresionante desarrollo en la integración financiera internacional y los países latinoamericanos han participado activamente en ese proceso. Este desarrollo brinda grandes oportunidades: mayor acceso por parte de los gobiernos y los agentes domésticos nacionales a recursos de capital, crédito y aseguramiento contra todo tipo de riesgos. Como consecuencia, han aumentado enormemente los flujos de inversión extranjera directa, tanto hacia como proveniente de países en desarrollo, y los de inversión de portafolio, crédito externo y reaseguramiento, facilitando a muchos países y empresas acelerar su tasa de crecimiento y cubrirse contra un número mayor de riesgos.

Pero, al mismo tiempo, la creciente integración financiera internacional conlleva otros riesgos importantes, que se han traducido en la ocurrencia frecuente de crisis financieras severas, de carácter global, regional o nacional. Ejemplos notables son la reciente crisis global del 2008 y 2009, de cuyos efectos apenas ahora se están recuperando los países industrializados, así como, en los llamados países emergentes, la crisis de la deuda en los ochenta, del tequila en 1994, la asiática de 1997, la rusa de 1998 y la argentina y uruguay del 2001. América Latina sufrió el impacto de crisis financieras

6. Ver Perry, G. (2013), op.cit. Ocampo, en este volumen, sugiere que los bancos de desarrollo se deberían limitar, durante períodos de crisis, a prestar financiamiento para evitar interrupciones en el comercio exterior.

entre 1980 y el año 2002 con mayor frecuencia, duración y costo que ninguna otra región del planeta, pero ha atravesado el período reciente de crisis global y turbulencia financiera con relativo éxito.

Los artículos de expertos en la materia (Guillermo Calvo, Roberto Junquito, Enrique Iglesias, Ernesto Talvi y Liliana Rojas-Suárez) incluidos en la Sección 2 de este volumen, exploran las lecciones que ofrece esta historia dolorosa, así como nuestros éxitos recientes. En su conjunto, estos artículos muestran con claridad cómo se ha ido desplazado el foco inicial que privilegiaba los factores de vulnerabilidad de carácter real (tales como las caídas en términos de intercambio) y fiscal (déficits fiscales y acumulación insostenible de deuda pública), hacia los de naturaleza financiera: elevación brusca de tasas de interés, reversa súbita de flujos de capitales, efectos de balance de las depreciaciones, quiebras de bancos y suspensiones prolongadas del crédito. Asimismo, muestran como el énfasis se ha desplazado del análisis de las causas puramente domésticas (o idiosincráticas) de las crisis financieras y cambiarias, hacia el de factores externos, en particular al fenómeno de contagio financiero y el impacto doméstico de las crisis financieras regionales y globales. Esta evolución de la tipología de las crisis corre pareja con la profundización de la integración financiera internacional.

¿Qué lecciones se han obtenido del examen de los episodios recientes y, en particular, de la mayor resiliencia demostrada por nuestra región en la última década? De la lectura de estos trabajos, así como de otros previos, se desprende la identificación de cinco factores claves para reducir la vulnerabilidad de las economías frente a perturbaciones en los mercados financieros internacionales, a saber:<sup>7</sup>

(1) La importancia de contar con colchones de liquidez externa y bajas necesidades brutas y netas de financiamiento externo, con el propósito de evitar o mitigar el impacto de eventuales reversas súbitas en los flujos de capital. En efecto, si un país cuenta con altas reservas internacionales, baja deuda externa —en especial, de corto plazo— y superávits o déficits pequeños en cuenta corriente, tiene la capacidad de sobrellevar un período prolongado de interrupción de los flujos de capital sin incurrir en mora en sus obligaciones externas y sin tener que recurrir a ajustes drásticos en su balance de pagos, con sus efectos

7. Ver también, Perry, G. (2014), *The Day After the Boom in Latin America*, mimeo, CGD.



adversos sobre el crecimiento económico a corto plazo. Más aún, en estas circunstancias es menos probable que sufra una reversa súbita de los flujos de capitales, pues los inversionistas y prestamistas externos saben que el país tiene como responder bien a sus obligaciones externas presentes aún bajo condiciones adversas y, por tanto, están más dispuestos a refinanciar esas obligaciones y continuar invirtiendo. Esta fue una de las razones principales por las cuales América Latina evitó un contagio financiero significativo durante la crisis global del 2009, en comparación con lo que sucedió en otras regiones que no tenían colchones similares de liquidez externa (como fue el caso en el área de Europa central y oriental), y en contraste con nuestra propia historia anterior.

(2) Por estas mismas razones, la importancia de disponer de acceso inmediato a líneas de crédito externo, como la nueva Línea de Crédito Flexible del Fondo Monetario Internacional, a la que tenían acceso en el 2009 Colombia, México y Turquía; las que extendió la Reserva Federal a favor de Brasil, México y otras economías emergentes de importancia sistémica en ese año; y al crédito automático del FLAR, al que tienen acceso permanente sus miembros. Contar con este tipo de líneas en cuantías suficientes, vale decir, contar con uno o varios prestamistas internacionales de última instancia, constituiría sin duda una opción superior a la de la acumulación individual de reservas internacionales, pues esta resulta ser una alternativa considerablemente más costosa para cada país y por tanto menos eficiente globalmente. Los artículos de la sección cuarta de este volumen se ocupan de este tema, que retomaremos en la siguiente sección de esta introducción.

(3) La importancia de mantener sistemas financieros domésticos bien capitalizados, regulados y supervisados, para limitar las probabilidades de ocurrencia de crisis financieras domésticas y sequías prolongadas de crédito doméstico (*credit-crunches*). La adecuada capitalización, regulación y supervisión de los bancos reviste particular importancia, para evitar corridas de depósitos e interrupciones en el sistema de pagos, pero también hay que prestar atención al resto del sistema financiero, incluido el llamado *shadow banking*, ya que existen profundas interrelaciones entre todos los componentes de los sistemas financieros modernos, como lo demostró el profundo impacto de la quiebra de Lehman Brothers en octubre del año 2008, que desencadenó una crisis financiera global. Más aun, dada la creciente integración financiera a nivel global, se requiere avanzar con mayor rapidez en la armonización de la regulación y



la cooperación en la supervisión entre países. El avance considerable de nuestra región en materia de capitalización, regulación y supervisión bancaria permitió que, en medio de las quiebras y rescates de bancos generalizadas en el mundo desarrollado durante la crisis del 2009, con la consecuente sequía del crédito por varios años, no hubo una sola quiebra significativa de bancos latinoamericanos y nuestras economías o no sufrieron interrupciones del crédito doméstico o este se recuperó con rapidez después de una breve reducción.

(4) La importancia de disponer de regímenes cambiarios flexibles, descalces cambiarios limitados por parte del Gobierno y los agentes económicos, y bancos centrales autónomos y creíbles, que permitan absorber rápidamente parte del *shock* externo y aplicar políticas monetarias contracíclicas, sin incurrir en aceleraciones inflacionarias o en quiebras masivas de empresas con exposiciones cambiarias descubiertas. Al cumplir con estas condiciones, varios bancos centrales de la región dejaron devaluar las monedas sin temor y pudieron aplicar políticas monetarias contracíclicas, por primera vez ante un choque externo adverso, en el año 2009, lo que contribuyó a la rápida recuperación de las economías respectivas.

(5) La importancia de garantizar una sólida situación fiscal, sin déficits ni deudas públicas excesivas, para evitar incurrir en crisis fiscales y moratorias de pagos, y, por el contrario, poder aplicar políticas fiscales anticíclicas en períodos de crisis. La mayoría de los gobiernos de la región habían reducido su deuda pública y tenían déficits fiscales modestos en el año 2008, lo que evitó la emergencia de crisis fiscales y la aplicación de las tradicionales políticas fiscales procíclicas que en el pasado acentuaron el efecto recesivo de choques externos adversos. Más, aun, algunos países habían tenido superávits fiscales durante el *boom* y por ello estuvieron en capacidad de aplicar vigorosas políticas fiscales contracíclicas en el año 2009, como fue el caso de Chile y Perú.

## **LA ARQUITECTURA FINANCIERA INTERNACIONAL Y EL ROL DE LOS FONDOS MONETARIOS REGIONALES**

La evidencia de que la creciente integración financiera internacional ha estado acompañada por mayores riesgos de episodios de contagio financiero y de crisis financieras globales, ha llevado a un consenso técnico sobre la necesidad de establecer un prestamista global de última instancia. Su función



sería la de dotar de liquidez suficiente en monedas convertibles a los bancos centrales y, a través suyo, a los sistemas financieros domésticos, en el evento de choques externos adversos y, en particular, de reversiones súbitas de los flujos de capitales y episodios de contagio financiero.

En consecuencia, el G20 dotó al Fondo Monetario Internacional de mayores recursos y sus miembros aprobaron el establecimiento de líneas de crédito automáticas y con mayores montos, en los años 2008/2009. Gracias a ello, el Fondo pudo jugar un papel importante en la atención de necesidades de liquidez externa de un amplio número de países durante la reciente crisis financiera global. Pero aún está muy lejos de convertirse en un verdadero prestamista de última instancia.

Por esta, y otras razones, la Unión Europea creó a partir del año 2009 diversos mecanismos de provisión de liquidez a sus países miembros, cuando sufrieron *sudden stops* en sus mercados de bonos soberanos y episodios de iliquidez en sus sistemas bancarios. Estos mecanismos actuaron mancomunadamente con el Fondo Monetario Internacional para apoyar a los miembros de la Unión Europea que enfrentaron dificultades en el servicio de su deuda pública, si bien esa cooperación dejó mucho que desear.<sup>8</sup>

Asimismo, ante las limitaciones del Fondo Monetario Internacional, la Reserva Federal extendió líneas de crédito a los bancos centrales de las economías emergentes de importancia sistémica y el G20 reconoció la necesidad del fortalecimiento o establecimiento de fondos monetarios regionales, como proveedores de liquidez a nivel regional de manera complementaria al papel del Fondo, e instruyeron a esta entidad a proceder en consecuencia. Estas posiciones recientes contrastan con la férrea oposición del Fondo y los demás miembros del G7 cuando Japón propuso la creación de un fondo monetario asiático para contribuir a la superación de la crisis de liquidez que afectó a varios países de esa región en 1998. Ocampo, en este volumen, señala como este aspecto de la nueva arquitectura financiera internacional propuesta por el G20 corresponde a la visión de ‘regionalismo abierto’ que ya predomina en los arreglos comerciales (OMC y acuerdos regionales o subregionales de libre comercio) y en la banca de desarrollo (Banco Mundial y bancos regionales de desarrollo).

8. Eichengreen en este volumen.

Los artículos incluidos en el capítulo III de este volumen (por Barry Eichengreen, José Antonio Ocampo, Guillermo Perry y Julio Velarde), tratan en detalle este tema, examinando en particular la conveniencia y los retos para que el FLAR se convierta en un fondo monetario regional que cubra toda América Latina y el Caribe. De ellos, y de la literatura previa sobre el tema, se derivan varias conclusiones:

(1) Los fondos monetarios regionales son especialmente útiles cuando los choques externos adversos que padecen los países de la región no están perfectamente correlacionados, pues en esas condiciones se deriva un beneficio neto considerable de hacer *pooling* de reservas,<sup>9</sup> en contraste con su acumulación individual por parte de cada país miembro.

Esta condición se ha dado en efecto en la región durante la mayor parte del tiempo, excepto en períodos de perturbaciones significativas en los mercados financieros internacionales, cuando las correlaciones en el movimiento de las primas de los bonos soberanos (el denominado ‘riesgo país’), las variaciones en los flujos de capitales y en las reservas internacionales aumentan de manera significativa. Por demás, estas correlaciones son más bajas para la región en su conjunto que para el subconjunto de países actualmente miembros. En particular, los ciclos económicos de México, Centroamérica y el Caribe, que son importadores netos de productos básicos, no coinciden con los de los países suramericanos, que son grandes exportadores netos de esos productos. En consecuencia, resulta conveniente ampliar la membresía del FLAR a toda la región, de modo que aumente la diversificación de riesgos y se haga más eficiente el *pool* de reservas.

Esta evidencia indica, de una parte, la conveniencia de establecer un fondo monetario latinoamericano que actúe como prestamista de última instancia en la región durante períodos ‘normales’, pero que se limitaría al rol de ‘primera instancia’ en condiciones de perturbaciones significativas en los mercados financieros internacionales, cuando un número grande de países de la región podría afrontar problemas de liquidez en forma simultánea.

---

9. Este argumento supone que las contribuciones a los fondos monetarios regionales se contabilizan como parte de las reservas de cada país, como sucede con las contribuciones al Fondo Monetario Internacional. Esto no sucede en la actualidad y es una situación asimétrica y altamente inconveniente que debe ser resuelta por el Fondo Monetario Internacional.



La mayor rapidez de respuesta de los fondos monetarios regionales les permite en cualquier caso jugar un importante rol de proveedor de liquidez externa de ‘primera instancia’ mientras los países afectados logran obtener el respaldo efectivo del Fondo Monetario Internacional.<sup>10</sup> Al mismo tiempo, esta evidencia indica también que un fondo monetario latinoamericano debe jugar un rol complementario al del Fondo Monetario Internacional, a quien cabe la responsabilidad de actuar como prestamista de última instancia en períodos de crisis regionales o globales.<sup>11</sup> Debe observarse que esta propuesta no exige establecer una relación formal ex ante con el Fondo Monetario Internacional, tal y como recomienda Eichengreen en este volumen tras examinar los problemas que han surgido al respecto en los casos de Europa y Asia, pero sí una intensa cooperación informal cuando se prevea que los recursos del Fondo Monetario Regional no serán suficientes y el país debe acudir también al FMI como prestamista de última instancia.

(2) Más aún, debe reconocerse que los fondos monetarios regionales existentes no están en ningún caso en capacidad efectiva de cubrir las necesidades eventuales de liquidez externa de los países más grandes de su región.<sup>12</sup>

Esta no resulta una limitación grave desde un punto de vista global, como quiera que estos países, por su importancia sistémica, reciben atención preferente tanto por parte del Fondo Monetario Internacional como de otros proveedores potenciales de liquidez internacional, como la Reserva Federal, en caso de necesidad.

(3) Como consecuencia, los fondos monetarios regionales resultan particularmente útiles para los países pequeños de la región, ya que en general están en capacidad de actuar como sus prestamistas de última instancia aun en situaciones en que todos ellos requieran apoyos de liquidez en forma simultánea.

10. Este rol sería menos importante para los países con acceso a la Línea de Crédito Flexible del Fondo.

11. No obstante lo anterior, un fondo monetario regional puede jugar un papel importante aún durante períodos de crisis regional o global, cuando sus miembros sufren choques asimétricos o escalonados en el tiempo, como sucedió durante los años ochenta entre los miembros del FAR, como indica Ocampo en su artículo en este volumen.

12. Este es el caso del CMMI y otros (Eichengreen, B. (2011), *The International Financial Architecture and the Role of Regional funds*). Venezuela, Perú y Colombia han acudido al FMI cuando no les bastaba con la cuota disponible en el FLAR. Ver Ocampo en este volumen.



Además, los países pequeños normalmente tienen dificultades mayores en acceder al Fondo Monetario Internacional o a otros proveedores de liquidez, quienes atienden a los países más grandes en forma preferente, tanto desde el punto de vista de su capacidad de monitoreo, como en términos de rapidez y flexibilidad de respuesta, habida cuenta de su importancia sistémica. Por estas razones, los países pequeños han estado dispuestos a contribuir a los fondos monetarios regionales una mayor fracción de sus reservas, o en mayor proporción con respecto a su PIB, que los países grandes, a diferencia de lo que ocurre en el Fondo Monetario internacional.

(4) Pero, por estas mismas razones, los países grandes (o más estables), que normalmente actúan como prestamistas netos en los arreglos monetarios regionales, se han mostrado más reacios a participar en ellos, o exigen tener un mayor peso en las decisiones de la institución, o la aplicación de condiciones que garanticen que sus reservas no se comprometan de manera imprudente.

Estos temores, sin embargo, no parecen tener un fundamento empírico, al menos en el caso de la experiencia del FLAR. En efecto, como lo indican varios artículos en este volumen, los países más grandes de la subregión andina se han visto beneficiados de su membrecía, tanto como usuarios eventuales (todos los miembros iniciales han acudido al FLAR en momentos de necesidad), como desde un punto de vista financiero (sus reservas han rendido más en el FLAR que en su manejo de portafolio propio), como, indirectamente, por la mayor estabilidad regional y la protección de los flujos comerciales en momentos de crisis de liquidez externa de sus socios.<sup>13</sup>

(5) Cuando la necesidad de liquidez se deriva de desajustes domésticos estructurales, que requieren la adopción de programas drásticos de ajuste y un sello de confianza que permita retornar a los mercados internacionales privados, los países, así sean pequeños, deben acudir al Fondo Monetario Internacional.

En efecto, los fondos monetarios regionales normalmente no tienen la capacidad que tiene esa institución para imponer y monitorear este tipo de

13. Conviene recordar que la protección de los flujos de comercio andino fue una motivación central en la creación del FAR. De hecho, fue la que motivó al Banco de la República de Colombia a participar, a pesar de su reticencia inicial por considerar que Colombia no necesitaría recurrir al apoyo de liquidez del FAR. Sin embargo, el apoyo del FLAR resultó crucial en 1999, ante su primera gran crisis de liquidez en treinta años, mientras establecía un programa con el Fondo Monetario Internacional.

programas, ni su aval es suficiente para recuperar la confianza de los mercados privados.<sup>14</sup> Por el contrario, su ventaja comparativa como proveedor de liquidez externa de primera instancia deriva precisamente de sus rápidos desembolsos, virtualmente exentos de condicionalidad y, por ello, en esas circunstancias pueden jugar un rol crítico de puente de liquidez mientras se negocia y se aprueba un programa con el Fondo Monetario Internacional.

Diversos artículos a lo largo de este volumen discuten los retos que tiene el FLAR para ampliar su membresía y convertirse en un auténtico fondo monetario latinoamericano. En ellos se discute la estructura futura de capital y de gobierno, en particular, la conveniencia de aumentar las contribuciones y preservar el principio de un país un voto, o de introducir un sistema de voto ponderado, al menos para los préstamos más grandes<sup>15</sup> o para un segundo tramo crediticio. Asimismo, se recomienda que los procedimientos aseguren continuar con el actual récord de rapidez y baja condicionalidad en la provisión de liquidez, al menos para un primer tramo crediticio.<sup>16</sup> Se examina también la conveniencia de desarrollar nuevos productos financieros y fuentes de fondeo, en particular el acceso ex ante a líneas de crédito contingente o de canje con los bancos centrales de países grandes a nivel global o regional, con fondos soberanos y con el propio Fondo Monetario Internacional. Asimismo, se plantean otras posibles funciones para un FLAR ampliado, tales como servir de apoyo de liquidez al funcionamiento de los convenios de pago de la ALADI<sup>17</sup> o a la recapitalización de un sistema bancario nacional en problemas.<sup>18</sup> Pero esta introducción está ya muy extensa y prefiero dejar al lector que examine las diferentes propuestas al respecto y se forme su propia opinión sobre tan importante tema para la estabilidad futura de nuestra región. ■

14. Esta situación la ilustra bien el artículo de Juan Antonio Morales sobre Bolivia y el FLAR en este volumen.

15. Ocampo, en este volumen.

16. Liliana Rojas-Suárez, en este volumen, reitera esta recomendación del CLAAF.

17. Esta y otras de las propuestas anteriores se discuten en mayor detalle en el artículo de Ocampo en este volumen.

18. Eichengreen, en este volumen, plantea esta idea con base en la experiencia europea, indicando que este tipo de préstamos de los FMR no deben tener garantía soberana, como lo requeriría el FMI. En América Latina esta función sería particularmente importante para países dolarizados de jure, o con alto grado de dolarización de facto, en los que los bancos centrales encuentran dificultades para actuar como prestamistas de última instancia a nivel doméstico.



▪ C A P Í T U L O I ▪

---

*La integración latinoamericana  
y el rol de las instituciones  
financieras regionales*





### **JULIO MARÍA SANGUINETTI**

Destacado abogado, historiador, periodista y político uruguayo. Fue presidente de la República Oriental del Uruguay de 1985-1990 y de 1995-2000. De igual modo, desempeñó varios cargos gubernamentales. En 1962, obtuvo un escaño en la Cámara de Diputados y fue reelecto en 1966 y 1971. Fue ministro de Industria y Comercio (1969-1972) durante el gobierno de Jorge Pacheco Areco, y de Educación y Cultura (1972-1973) en la administración de Juan María Bordaberry. Julio María es miembro del Partido Colorado, del cual fue secretario general de 1983 a 1985 y de 2004 a 2009.

## ▪ LA INTEGRACIÓN COMO ▪ VISIÓN DE CIVILIZACIÓN

▪  
▪  
▪  
▪  
▪  
▪  
▪

La integración latinoamericana es a esta altura un viejo ideal que tuvo su esplendor en torno a los años sesenta, cuando se creó la ALALC, y ha devenido en los últimos años una retórica política más que un proceso real de avance hacia una construcción comunitaria. Se siguen acumulando los organismos, unos más políticos, otros más económicos, pero cada creación, infortunadamente, responde a las carencias de alguno anterior o alguna situación particular de momento. Se vive la extraña paradoja de que, así como la sociedad latinoamericana posee hoy una conciencia de su destino común, así como se ha consolidado una cultura específica, con la novelística como emblema, en el terreno político ni de cerca nos hemos aproximado a nuestras aspiraciones. Se ha avanzado, por cierto, pero son pasos insuficientes por el predominio, al nivel de las decisiones políticas y económicas, de los particularismos locales y los egoísmos comerciales. Nos importa, en estas breves reflexiones, poner el acento, precisamente, en la definición amplia y profunda de los objetivos superiores, de los cuales dependerá el éxito de los más parciales. Si realmente nos sentimos parte de una civilización, de una cultura, de un conjunto de naciones llamadas a crecer en la unidad, es esa definición superior la que nos debe guiar en las decisiones concretas.

No obstante todos los tropiezos y limitaciones, seguimos manteniendo una visión optimista de las posibilidades de integración de la región, seguimos creyendo que es un destino superior para nuestros países. Hoy la economía es global (porque la ciencia es global), pero las últimas crisis nos han mostrado que, si bien los riesgos son universales, su prevención y defensa debe ser regional y aun nacional. No es lo mismo afrontar una crisis desde el déficit y el desorden que a la inversa, y esas son dimensiones más reducidas que las del amplio escenario de la globalidad. Tampoco lo es luchar en soledad



que en un esfuerzo solidario, como se ha visto últimamente en Europa, que sin su mancomunidad habría visto derrumbarse naciones enteras hacia un destino trágico.

Esas crisis han puesto en evidencia, además, la importancia de la conducción política y del liderazgo para enfrentarlas. Lo que también alcanza a la administración de la normalidad o aun de la bonanza, como ha ocurrido en América Latina, a partir de un 2003 que puso un punto de inflexión en el comercio internacional y trajo una mejoría inédita en los términos de intercambio. Hoy, que la situación comienza a estabilizarse y deja atrás el crecimiento constante de los precios de materias primas, se advierte que no siempre se han aprovechado los buenos años para fortalecerse estructuralmente.

Cualquier análisis no puede despegarse de esa gran línea. Las administraciones técnicas, en las que la región está mucho mejor dotada que hace algunos años, dependen en definitiva de un clima general más amplio, que hace a la política y el derecho de la integración, al liderazgo y la determinación prioritaria de cumplir los objetivos propuestos. Desgraciadamente, las visiones demasiado enfocadas, por la urgencia, hacia el interior de los Estados y los requerimientos coyunturales, con frecuencia han relegado esa aproximación fundamental.

Si miramos hacia el comercio, es verdad que se han creado y consolidado corrientes que hace treinta años no existían. Sin embargo, los coeficientes de apertura son muy bajos, lo que responde al aún pequeño promedio que las exportaciones representan dentro del conjunto de la economía. Mientras que en las potencias comerciales, como Alemania o Corea, la exportación supera ampliamente el 50% de su PIB, en las economías mayores de América Latina estamos ante porcentajes bien escasos, que en el caso de Brasil, la mayor economía, no pasa del 13%. El Mercosur le ha sido más favorable que el mundo porque su comercio en la región ha crecido diez veces en los últimos años, mientras que con el mundo no ha llegado a ocho veces. Sus manufacturas, por otra parte, han tenido su mejor escenario competitivo, lo que demuestra, entonces, que al fin de cuentas lo que hay es una suerte de desvío de corrientes comerciales que, sin la ventaja tarifaria que se les otorga, no existirían. El hecho de que la economía mayor sea la más beneficiada no llama al optimismo.



En conjunto, si observamos al Mercosur desde el lado de las importaciones, en la última década nos encontramos con que hay un avance del 13% anual, frente al 15% registrado en las importaciones totales del bloque. Esa importación intrarregional es aproximadamente el 18%-19% de las importaciones totales de la región, infinitamente menos que lo que ocurre en Europa, donde el 65% del comercio es adentro de la región, o en Asia, donde es el 40%.

El Mercosur nació en 1991 con un gran brío. La idea integracionista se asociaba a la recuperación democrática y, sobre una política de regionalismo abierto, se pensó en generar una economía de escala que permitiera competir internacionalmente. Los primeros ocho años fueron muy estimulantes, pero la inesperada devaluación brasileña de 1999 puso en evidencia el peso de las asimetrías y —a partir de allí— ya nada fue lo mismo. Incluso Argentina, en los últimos años, ha desarrollado una política de protección a su industria que ha generado reclamos tanto de Brasil como de Uruguay y Paraguay. No se discute el derecho que pueda tener un país, en este caso Argentina, para desarrollar una política de producción propia; la cuestión es que, al no exceptuar la región de esas medidas de protección, se afecta el principio fundamental de la libre circulación.

Nos referimos al Mercosur por ser, naturalmente, la realidad que nos es personalmente más cercana.

Si ampliamos la mirada, nos encontramos con una Comunidad Andina de Naciones que existe desde hace medio siglo pero que no ha logrado una real sintonía entre todos sus miembros. Ha pasado por varias etapas, la inicial, en que —aunque sin Chile— se avanzó en ciertos consensos y, con políticas más abiertas; luego, experimentó una fuerte expansión del comercio. En los últimos años, desde que Perú y Colombia optaron por acuerdos de libre comercio con los Estados Unidos; Chile y México entraron a la Alianza del Pacífico y Venezuela se retiró, hoy su situación es muy frágil.

La Corporación Andina de Fomento, sin embargo, ha sido un banco muy dinámico, que incluso ha logrado socios extracontinentales, lo que es muy interesante porque, justamente, las entidades financieras son las que mejor han funcionado. Lo mismo podemos decir del FLAR, que amplió su cobertura a algunos países fuera de la región y que, dado su buen funcionamiento, es evidente que debería ampliarse aún más. Las instituciones financieras, en este caso, han ido por delante de la institucionalidad.



En el plano regional, no se puede desconocer la importancia del BID, de lejos el mayor financiador a medio plazo de la región, especialmente a la luz de la experiencia de la crisis de 2008, que impone una revisión del sistema financiero internacional capaz de proyectarse también hacia nosotros. La mayor preocupación ha estado —y está— en la regulación del sistema financiero privado, pero el vigor de las instituciones regionales de crédito es fundamental. Precisamente, cuando se vivió ese momento difícil se advirtió que, aun con sus insuficiencias, los organismos latinoamericanos fueron una ayuda importante. Este es un patrimonio valioso de esas entidades, muchas veces poco comprendidas en su necesidad.

En el plano político e ideológico, que es fundamental porque si no existe una cabal definición del gran rumbo, difícil es que el resto del sistema sea exitoso, la fundación de la Unasur ha sido un retroceso en la idea de una América Latina integrada, al excluir a México, país fundamental. El más que centenario concepto de “América Latina” ha dejado paso a una inexistente identidad sudamericana. ¿Cuál es el valor que separa a México de Colombia o Argentina? Cuando hablamos de nuestra cultura hispánica, o iberoamericana, frente a la americana anglosajona, ¿leemos autores rioplatenses que poco se han planteado el tema, o vamos a Carlos Fuentes, a Octavio Paz o aun al legendario Vasconcelos? México ha sido y es la real frontera de nuestra civilización, razón por cual resulta inexplicable, a nuestro juicio, esta construcción política.

Esta opinión es hoy un poco solitaria, pero el correr del tiempo mostrará que esta limitación “sudamericana” no puede ser el futuro.

La ALADI, continuadora de la ALALC, se imaginó en su tiempo como un amplio proyecto de liberalización comercial. En 1960, cuando nació, era parte sustantiva, núcleo esencial del impulso integracionista de aquellos años. Sin duda fue avanzando y construyendo un patrimonio jurídico valioso, pero es evidente que en los últimos veinte años se fue estancando progresivamente. La ambición de abarcar a toda la región mostró que, habiendo tantas asimetrías, se termina caminando a la velocidad del más lento y que, de este modo, no hay respuesta válida para un mundo globalizado que en ese mismo lapso ha vivido una profunda transformación científica y tecnológica.

La reciente CELAC fue pensada para integrar una comunidad latinoamericana, o sea, algo así como la OEA sin EE.UU. ni Canadá. Son treinta y

tres países que no poseen una identidad cultural clara y que se han movido simplemente en una estrategia de discurso político.

Detrás de este proceso se viven alineamientos políticos indudables. Es el caso del ALBA o de la Alianza del Pacífico. Esta última, con todo, ha ido diluyendo su ropaje político inicial para concentrarse más activamente en lo económico, donde se han logrado algunos avances pragmáticos. No es el propósito de este artículo entrar a juzgarlos, pero sí de comprobar una realidad que nos lleva nuevamente a la afirmación inicial: la integración es una idea concebida para estimular el desarrollo conjunto de naciones que responden a una misma civilización e historia, pretende la construcción de un espacio que —con nuestras peculiaridades— se encaminen a una dirección parecida a la europea, tanto en lo político como en lo económico. Si esto es así, resulta imprescindible que se proyecten las consecuencias inevitables de esa opción: la necesidad de coordinar las políticas macroeconómicas, lograr que funcionen los mecanismos regionales de resolución de controversias, seguir desarrollando los organismos financieros, asumir que cualquier orientación nacional no debe enfrentarse a la visión del conjunto. Estamos lejos de pensar en una supranacionalidad. Concebimos la integración como un sistema de coordinación, pero real, efectivo, de cabal cumplimiento de los acuerdos alcanzados, tomados como norma propia.

En ese plano de generalidad, afloran los consensos. Estos, luego, se van diluyendo en un día a día, en que la urgencia y el interés local predominan sobre la voluntad general. Podemos seguir ignorándolo, pero más que nunca se requiere un sinceramiento, que ponga a toda la región en el camino de una vertebración armónica y fecunda. Quienes llevamos muchos años en este esfuerzo, desde el enfoque político y social, somos conscientes de los avances, pero también de la distancia que aún hoy existe entre las ideales fundacionales y nuestra realidad. Por lo mismo, redoblar el esfuerzo es lo que se nos impone. Se trata de que la política no obstaculice la construcción institucional y económica, de que logremos respetar las diferencias al tiempo de consolidar las concordancias. ■





### CÉSAR GAVIRIA

Presidente de la República de Colombia de 1990 a 1994.

Fue secretario general de la Organización de los Estados Americanos de 1994 a 2004 y director nacional del Partido

Liberal, de 2005 a 2009.

También fue ministro de Hacienda durante el período presidencial de Virgilio Barco Vargas.

En su mandato como presidente, se llevaron a cabo las reformas que marcaron la apertura de la economía. También se creó y sesionó la Asamblea Nacional

Constituyente, y se firmó la Constitución de 1991. Gaviria es economista de la Universidad de los Andes de Colombia.

## ▪ NOTAS SOBRE LA INTEGRACIÓN ▪ LATINOAMERICANA

- 
- 
- 
- 
- 
- 
- 

**L**a teoría pero, sobre todo, la experiencia de la Unión Europea nos ha mostrado que la integración económica es solo un componente de un proyecto mucho más amplio de integración social, política y cultural. Los países europeos no solo comparten las vivencias de un rico pasado común —que los hace partícipes de la civilización judeo-cristiana, la herencia del Renacimiento, la Ilustración y la revolución industrial, entre otras cosas— sino que adhieren a principios y valores profundos sobre su concepción del ser humano y el funcionamiento de sus sociedades, entre ellos, la libertad y la soberanía de los individuos, el apego a la democracia, equilibrio de poderes y la separación de la Iglesia y el Estado.

En América Latina también se encuentra que la integración económica, sus avances y retrocesos, están íntimamente relacionados con la convergencia de los procesos políticos y con las visiones dominantes de los gobiernos de la región sobre el beneficio del comercio y el intercambio económico con el resto del mundo y los principales países del mundo.

La experiencia en materia de integración latinoamericana en los últimos veinticinco años nos muestra una primera fase, en los años noventa del siglo pasado, de un gran avance, como nunca antes en la historia, del intercambio comercial en la región. Era la época del renacimiento de la democracia y de la apertura comercial en casi todos los países que compartían una visión más o menos común sobre el comercio y el intercambio. Más adelante, sin embargo, sobre todo en los últimos diez años, observamos divergencias que llevaron al fracaso del ALCA y que se manifiestan en el funcionamiento de bloques distintos como la Alianza del Pacífico, Mercosur y el ALBA (cuyo objetivo es más político y de defensa), fruto de diferencias políticas y de la falta de un consenso sobre la manera de enfocar la relación de América Latina con el resto del mundo.

A continuación se presenta un bosquejo de la historia de estas experiencias de integración económica. No me referiré a otras formas de integración o de desarrollo de instituciones políticas en las Américas en los últimos años.

## LA INTEGRACIÓN ANTES DE LOS NOVENTA

Hasta finales de los años ochenta la integración económica latinoamericana había sido una bandera retórica pero más bien estéril de gobiernos temerosos del comercio internacional, que, en buena parte, concentraban sus esfuerzos en la sustitución de importaciones y la defensa de las industrias domésticas frente a la competencia externa. Las cifras de los años setenta y ochenta muestran que el comercio entre los distintos países era bastante marginal en la balanza de pagos de la región y que la falta de productividad hacía que los precios de buena parte de nuestros productos estuvieran por fuera de los flujos del comercio internacional.

38

Las ideas de la CEPAL, la entidad abanderada de la sustitución de importaciones, sí señalaban, sin embargo, que la integración regional era deseable porque podría mitigar algunos de los males generados por sus propias recetas proteccionistas. En su opinión, la integración: (i) podía generar alguna competencia que mitigara los abusos de los monopolios internos; (ii) la expansión de la producción para mercados ampliados permitiría reducir los altos costos de producción inducidos por la falta de economías de escala en las ineficientes industrias domésticas; (iii) la promoción y el subsidio unilateral a las exportaciones se podía constituir una forma de preparación de los productores domésticos para una posterior apertura hacia la integración con los vecinos y al resto del mundo. Sin mencionar que consideraba que la inflación era más bien un mal menor que en nada afectaba la producción.

Pero como el temor a la competencia externa siempre fue dominante, el objetivo de la integración nunca se buscó en forma decidida. Lo poco que se hacía en este campo era excesivamente reglado e intervenido, orientado a permitir, gota a gota, el comercio únicamente entre sectores secundarios y no competitivos de las economías. No es sorprendente, por lo tanto, que cifras muestren que la integración económica nunca avanzó significativamente antes de los noventa.



## LA APERTURA INTEGRADORA

Fue solo después de 1989 que América Latina comenzó a mostrar avances importantes de su integración económica, de acuerdo con las cifras del comercio y los flujos de capitales. En dicho año terminaron todos los regímenes militares en América Latina, con la excepción de Cuba, y prácticamente todos los países de la región tuvieron gobiernos democráticos que emprendieron reformas económicas que, en mayor o menor grado, aceptaban que el comercio internacional y el intercambio de bienes y servicios eran elementos fundamentales del crecimiento económico y de los aumentos de la productividad en la economía.

Las medidas de integración comercial que de los años noventa no solo reflejaban una coincidencia alrededor de principios económicos sino del convencimiento de que, a través del mayor intercambio de bienes y servicios y de flujos de inversión, se podrían lograr, más adelante, cuando el aumento del comercio creara vínculos más estrechos entre los distintos países, fases más avanzadas de integración en aspectos culturales, políticos y de construcción de infraestructura.

A partir de 1990 la mayoría de los países de América Latina emprendieron importantes experimentos de integración regional al mismo tiempo que desarrollaban proceso de apertura con el resto del mundo. Algunas de las principales iniciativas fueron:

- (i) Mercosur se creó por medio del Tratado de Asunción en marzo de 1991; fue la culminación de una serie de aproximaciones diplomáticas y comerciales entre Brasil y Argentina desde mediados de la década anterior; las ambiciones del Mercosur incluían la libre circulación de personas, capitales y mercancías; un arancel externo común y la armonización de las políticas comerciales y macroeconómicas; se excluyeron, de entrada, la azúcar, los automóviles, los bienes de capital y otros productos denominados estratégicos que serían desgravados en forma paulatina.
- (ii) El establecimiento de una Zona de Libre Comercio entre Colombia y Venezuela fue acordada entre los presidentes Gaviria y Pérez el 29 de enero de 1992. La Zona de Libre Comercio de la Comunidad Andina se completó en 1993 con la adhesión de Ecuador y Bolivia.

De esa forma, el Pacto Andino creado en 1969 en Cartagena recibió un impulso que no había tenido en las décadas anteriores.

- (iii) El G3, suscrito por Colombia, Venezuela y México, se creó en junio de 1994; Este tratado preveía una desgravación gradual de los aranceles y una serie de medidas complementarias.
- (iv) El Mercado Común Centroamericano, creado varias décadas atrás, se vigorizó en 1993 con la decisión de liberar el comercio, los flujos de capitales y los movimientos de personas. Algo semejante sucedió con el CARICOM.

De acuerdo con estas decisiones, a mediados de la década de los noventa ya estaba en marcha un vigoroso proceso de crecimiento del comercio intra-regional. El intercambio, pobre y raquítico antes de los noventa, se convirtió en importante motor económico de América Latina. Las exportaciones de los países de Mercosur a sus propios miembros saltaron de US\$4.127 en 1990 a US\$14.451 en 1995. Las exportaciones de los países andinos a sus miembros saltaron de una cifra de US\$1.324 en 1990 a US\$4.859 millones en 1995. El caso del comercio entre Colombia y Venezuela es significativo: de cifras del orden de US\$200 a US\$300 millones anuales a finales de los ochenta, llegó a cifras de US\$2.500 millones en 1995, con una fuerte tendencia a crecer.

El *boom* del comercio era generalizado. En conjunto, las exportaciones de los países de América Latina y el Caribe a sus países miembros pasaron de US\$16.802 millones en 1990 a US\$42.740 millones en 1995.

Este exitoso fenómeno de expansión del comercio se denominó en algunos medios como una “integración abierta”, como si la integración hubiera sido el motor y la apertura comercial un subproducto del acercamiento regional. En realidad, lo que se observó fue una “apertura integradora”, pues se trató de una apertura al mundo más o menos simultánea que, por fortuna, también trajo consigo, por fin, la integración regional. Varios hechos prueban este punto de vista: (i) la explosión de integración económica regional surgió de un cambio de concepción sobre los beneficios de la apertura global al comercio internacional (la apertura al mundo ocurrió antes en las políticas de los distintos países y la aceleración de integración regional fue un resultado posterior, necesario y virtuoso de dicho proceso); (ii) la integración regional se utilizó para acelerar el proceso de apertura general; y (iii) en algunos casos, después de realizadas las aperturas más o menos generalizadas,



por las complementariedades y los bajos costos del transporte, se descubrieron grandes oportunidades de comercio entre los vecinos, las mismas que aceleraron los procesos de integración regional y expansión del comercio.

## HACIA EL ALCA

Hacia finales de los noventa estaba en marcha un vigoroso proceso de profundización de cuatro procesos de integración regional en Latinoamérica y el Caribe (Mercosur, CAN, el Mercado Centroamericano y CARICOM). Y, en Norte América, despegaba el llamado NAFTA (North American Free Trade Agreement), el tratado de libre comercio entre Estados Unidos, Canadá y México. Al mismo tiempo, numerosos países negociaban y celebraban tratados bilaterales de libre comercio, inversión y movimiento de capitales. Dada esta dinámica en casi todos los países, el siguiente paso lógico era buscar la convergencia entre todos ellos. Este fue un tema constante de quienes analizaban y trazaban el horizonte del futuro de la integración en las Américas.

Dentro de este proceso, tema que pronto saltó al primer plano fue el de la apertura comercial de los países latinoamericanos con Estados Unidos. Al respecto, varios hechos eran relevantes: (i) por lo menos desde la creación del sistema panamericano se había establecido el objetivo político de lograr la integración económica de los países de las Américas; (ii) el mercado norteamericano era fundamental para la mayoría de las economías y era natural que muchos países desearan lograr un acceso especial a Estados Unidos; (ii) Con la firma del NAFTA entre Estados Unidos, Canadá y México, este último logró un lugar preponderante entre los latinoamericanos en el acceso a Estados Unidos y trazó un camino que otros países quisieron recorrer; (iii) Colombia y Venezuela habían firmado el G3 con México con la idea en mente de aproximarse al mercado de Estados Unidos; (iv) Desde antes de 1994, Argentina, Chile y Colombia habían manifestado su interés de firmar acuerdos bilaterales de libre comercio con Estados Unidos y se habían puesto en marcha conversaciones con tal fin.

La firma de un sistema de libre comercio de la América fue el tema central de los Summit of the Americas, a partir de su primera reunión de Miami en diciembre de 1994, convocada por el presidente Bill Clinton, en la cual se creó una comisión tripartita encargada del diseño y la secretaría técnica del ALCA, integrada por la OEA, el BID y la CEPAL. Después de un período de



preparación y análisis, el ALCA fue ocupó la agenda de los Summit de Santiago en 1998 y de Quebec City en 2001. En noviembre de 2003, treinta y cuatro ministros de comercio de la región se reunieron en Miami para estudiar la propuesta (el ALCA sería un tratado basado en el modelo de las cláusulas del NAFTA que incluyen, además de la liberación del comercio, provisiones sobre propiedad intelectual). En esa reunión se observaron serias diferencias, las mismas que se mantuvieron en los años siguientes hasta que se llegó a la ruptura completa en el Summit of the Américas en Mar de Plata, Argentina, en noviembre de 2005.

Entre las divergencias económicas que llevaron al fracaso del ALCA se encuentran el tema, planteado por Brasil, Argentina y otros países, de la eliminación de los subsidios agrícolas en Estados Unidos y Europa, un tema que no fue aceptado por Estados Unidos. Varios países latinoamericanos también exigieron acceso libre de sus productos a sectores protegidos en Estados Unidos (azúcar y textiles, por ejemplo) y cuestionaron varios temas relacionados con la propiedad intelectual, compras de los gobiernos y las normas ambientales y laborales que se incluían en el proyecto de tratado. Otros factores que contribuyeron a ese rompimiento tuvieron que ver con los mecanismos de solución de controversias. El hecho de que varios temas dependieran de acuerdos que se discutían en el marco de la OMC en las negociaciones de Doha fue un escollo insalvable.

Fue evidente, también, que los desacuerdos iban bastante más allá de los asuntos técnicos y económicos. En realidad, a mediados de la primera década de este siglo existían serias diferencias políticas en las Américas. Por una parte, después del 11 de septiembre de 2001 el gobierno de George W. Bush se había embarcado en la guerra contra el terrorismo y mantenía en esa materia una dura retórica y predicaba el libre mercado en los foros internacionales. Por otra parte, con la llegada de Lula Da Silva y Néstor Kirchner a la presidencia de Brasil y Argentina, respectivamente, Mercosur había adoptado una postura más independiente, alejada de la tutela de Estados Unidos, y proteccionista en lo económico. Y, en esa misma tónica, se hallaba el presidente Hugo Chávez de Venezuela, con un discurso abiertamente antinorteamericano, cercano a Cuba y otros países que no apoyaban la cruzada antiterrorista, y contrario al libre comercio. Fueron precisamente los países de Mercosur y Venezuela quienes impidieron que se firmara al ALCA.



## DEL ALCA AL ALBA Y LA ALIANZA DEL PACÍFICO

Como el fracaso del ALCA mostró que en América Latina existían divergencias profundas no solo en aspectos políticos, sino en las concepciones sobre los beneficios y los objetivos del comercio internacional, era obvio que, a partir del Summit de Mar de Plata, la integración económica en América Latina iba a tener varios modelos y dinámicas, sin que existieran fuerzas económicas ni objetivos políticos que facilitaran la convergencia de todos ellos. La diversidad y, a veces, las divergencias iban a estar en el orden del día.

En un primer momento después del fracaso del ALCA, varios países decidieron con Estados Unidos la firma individual de tratados de libre comercio, siguiendo, más o menos, el modelo de NAFTA. Ese fue el camino que siguieron Chile, Perú, Colombia, Panamá, República Dominicana y Centroamérica. Y varios países, en esa misma línea, firmaron numerosos tratados de libre comercio con la Comunidad Europea, China, Japón y otros países. Esta dinámica aperturista se mantuvo especialmente en Chile, Perú, Colombia y varios países centroamericanos.

La convergencia del grupo de los países que mantuvieron las ideas de la “apertura integradora”, heredera del esfuerzo de negociar el ALCA, se concretó en la creación de la Alianza del Pacífico en abril de 2011, cuyos líderes fueron Chile, Colombia, Perú y México, países que, como se dijo, habían firmado tratados con Estados Unidos y otros países. Las ambiciones de la Alianza son grandes: buscan una “integración profunda” que incluya el libre movimiento de bienes, servicios, capitales y personas, dentro de una postura abierta al comercio con todos los países del mundo. Y, en lo político, los países signatarios reiteraron su compromiso con la democracia y los derechos humanos. Algunos analistas políticos no dejaron de advertir que la Alianza del Pacífico buscaba el equilibrio frente a la preponderancia del Brasil en la región y una postura común en las negociaciones del bloque del Pacífico que agrupa las mayores economías del mundo.

Después del fracaso del ALCA, el presidente Hugo Chávez, como protesta por la firma de varios miembros de la CAN de TLC con Estados Unidos, retiró a Venezuela de la organización andina y se vinculó a Mercosur.

Mercosur, por su parte, dilató los planes de una integración plena entre sus distintos miembros, aceptó algunas medidas salvaguardias y medidas



proteccionistas entre ellos y dejó de buscar en forma activa la integración con otros países por fuera de la región. Los presidentes de ese grupo, con el liderazgo de Brasil, han buscado, más bien la promoción de medidas de integración social y de cierta integración productiva, que recuerdan algunos de los rasgos de las programaciones sectoriales que se dieron entre los países andinos en épocas anteriores a 1990.

En el otro extremo, Venezuela y Cuba, han buscado fortalecer al ALBA (Alianza Bolivariana de las Américas), un grupo que había nacido en 2002 en oposición al ALCA, y que también incluye a Nicaragua, Ecuador, Bolivia y algunos países del Caribe. El ALBA manifiesta que promueve una forma de integración anticapitalista y antiimperialista, y privilegia una forma de integración política y de coordinación de posiciones políticas a nivel internacional. En realidad, ha sido poco el aporte del ALBA a la integración económica propiamente dicha. Aparte de los temas políticos y las declaraciones antiimperialistas, en los mecanismos económicos del ALBA se encuentran algunos rasgos que recuerdan al COMECON (Consejo de Ayuda Económica Mutua), que integraban los países de la esfera soviética, como los que permiten el comercio compensado entre los bancos centrales (el ALBA ha sido el marco económico para el intercambio de médicos cubanos por petróleo venezolano).

Los resultados de las aproximaciones y dificultades en los procesos de negociación comercial ya se aprecian en algunas cifras de comercio de la región. Los montos globales del comercio intrarregional siguen expandiéndose, fruto de los procesos que se pusieron en marcha en los años anteriores, aunque, como era de esperarse, con menor dinámica que en los años noventa. Las exportaciones totales de América Latina y el Caribe pasaron de US\$96.125 miles de millones en 2005 a US\$207.682 miles de millones en 2012. Al interior de esas cifras son notables las ganancias que han tenido las exportaciones de Brasil y México, y cierto estancamiento relativo de las exportaciones de Venezuela.

Entre las dificultades, hay que mencionar, por ejemplo, que el intercambio entre Colombia y Venezuela se ha obstaculizado y muestra en estos años niveles inferiores a los que logró hace diez años. Algo parecido sucede con el intercambio de Argentina y Uruguay.

## CONCLUSIÓN

Dije al comienzo que la integración económica es la consecuencia de afinidades políticas y de coincidencias conceptuales sobre las ventajas del comercio internacional. Esas afinidades y coincidencias existieron por algunos lustros en América Latina después de 1990 y permitieron el desarrollo de una amplia apertura al comercio, el avance de varios procesos de integración y una negociación del ALCA, con seriedad y el propósito de lograr la firma de tratado que cobije a todas las Américas.

El fracaso del ALCA mostró precisamente que, en el futuro, en América Latina iban a convivir concepciones y modelos diferentes de integración política y económica. La Alianza del Pacífico es una ambiciosa apuesta de integración, heredera de los esfuerzos que comenzaron en los noventa. En el otro extremo, se encuentra Mercosur, un grupo de países más bien proteccionistas que poco avanzan en el camino de la integración con el resto del mundo y que mantienen numerosas cláusulas defensivas en el comercio entre sus miembros. ■





### **L. ENRIQUE GARCÍA**

Presidente de CAF (Banco de Desarrollo de América Latina).

Ha sido presidente de este organismo desde 1991. Inicialmente, fue elegido para el período 1991-1996, reelecto para los períodos 1996-2001, 2001-2006, 2006-2011 y recientemente para el período 2011-2016. Fue ministro de Planeamiento y Coordinación de Bolivia y jefe del Gabinete Económico y Social, de 1989 a 1991. Fue gobernador por su país en el Banco Mundial, el BID y el Fondo Financiero de la Cuenca del Plata, y miembro del Comité de Desarrollo del BIRF y del FMI.

En el BID, se desempeñó como funcionario durante diecisiete años, donde fue Tesorero, luego de haber ocupado otras altas posiciones directivas. Fue catedrático de la Universidad Mayor de San Andrés y de la Universidad Católica, ambas en Bolivia.

- **INSTITUCIONES FINANCIERAS**
- **PARA LA INTEGRACION REGIONAL:**
- **LA CONTRIBUCIÓN DE CAF**

- 
- 
- 
- 
- 
- 

## **INTRODUCCIÓN**

En el marco de la celebración de los 35 años del Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR), este artículo busca realizar una contribución al análisis sobre los logros y retos de la integración latinoamericana, así como sobre el rol que los organismos financieros regionales están cumpliendo.

CAF y FLAR tienen su origen común en el proceso andino de integración y, a través de los años y su propia evolución, se han convertido en instituciones latinoamericanas que cuentan con una reconocida solidez financiera, el respaldo inquebrantable de sus países accionistas, altas calificaciones de riesgo, el acceso competitivo a los mercados financieros internacionales y un reconocido prestigio global.

En particular, se resalta el papel que el FLAR está desempeñando como fondo regional de reservas. Al constituirse en parte de una red más amplia de mecanismos de la arquitectura financiera internacional, tiene el reto de contribuir a la solución de eventuales problemas en la balanza de pagos y a la estabilidad financiera de la región —entendida como un bien público global—.

Para el desarrollo de este artículo, se toma como punto de partida la transformación de CAF en un banco de desarrollo de América Latina. Tomando en cuenta las lecciones que se derivan de las experiencias pasadas, se realiza un balance sobre la integración regional, las oportunidades existentes y las contribuciones efectivas que está realizando la Institución. Finalmente, este análisis concluye con una reflexión en torno a los retos más importantes para la profundización de la integración, tales como la necesidad de una visión compartida y de largo plazo sobre la región; el respeto a la diversidad y la



convergencia en torno a un proyecto común; la relevancia de los consensos internos; y el apoyo a la consolidación y el perfeccionamiento de la arquitectura institucional de la región.

## CAF: EVOLUCIÓN Y RASGOS FUNDAMENTALES

### TRANSFORMACIÓN DE CAF EN UNA INSTITUCIÓN LATINOAMERICANA

Aunque CAF nació hace cuarenta y cuatro años en el marco de la institucionalidad andina, con seis países accionistas, la decisión adoptada en los años noventa de abrir su capital accionario a otros Estados de América Latina y el Caribe, fue un hecho de vital importancia que permitió expandir tanto su vocación integracionista como su base operativa. Actualmente cuenta con dieciocho países accionistas<sup>1</sup> y catorce bancos privados de la región.

En 2008 entró en vigencia la modificación al Convenio Constitutivo que permitió la adhesión de nuevos países de América Latina y el Caribe en su condición de miembros plenos. Con el 95% de su capital en manos latinoamericanas, CAF se ha transformado en un banco relevante para el desarrollo de América Latina y en uno de los pocos bancos de desarrollo en el mundo que es propiedad de países emergentes.

Hasta la década de los noventa, CAF operaba principalmente con el capital aportado por sus países miembros y recursos externos generalmente de corto plazo. Sin embargo, a partir de 1992 se puso en marcha una estrategia financiera destinada a diversificar las fuentes y los plazos de obtención de los recursos, reducir sus costos y mitigar los riesgos asociados a tasas de interés y monedas, reforzando así su función catalítica en la captación y canalización de fondos en condiciones competitivas para las operaciones que lleva a cabo en sus países accionistas.

Hoy en día, cerca de un 90% de los recursos se obtienen en fuentes extrarregionales, principalmente en los mercados internacionales de capital, así como de la banca internacional, de agencias gubernamentales y de mecanismos

1. Además de los miembros fundadores —Bolivia, Chile, Colombia, Ecuador, Perú y Venezuela—, CAF cuenta hoy entre sus accionistas con Argentina, Brasil, Costa Rica, España, Jamaica, México, Panamá, Paraguay, Portugal, República Dominicana, Trinidad y Tobago y Uruguay.

de financiamiento de exportación. Lo anterior ha sido posible gracias a la solidez financiera demostrada a lo largo de los años, así como al apoyo de sus accionistas, la prudencia en el manejo de sus políticas de crédito y su independencia, que ha convertido a CAF en el emisor frecuente latinoamericano con las más altas calificaciones de riesgo.

CAF no solo ha profundizado su dimensión latinoamericana. Las políticas de financiamiento e inversión de proyectos y los lineamientos estratégicos que ha sostenido la Institución a lo largo de los años se han sustentado en una visión del desarrollo reflejada en una agenda integral. Esta apunta al logro de un crecimiento alto, sostenido, sostenible y de calidad: *alto* para comenzar a corregir la brecha de desarrollo con respecto a países de altos ingresos; *sostenido* para evitar que el crecimiento sea errático y volátil como lo ha sido en las últimas décadas y para asegurar la continuidad del progreso económico y del bienestar social; *sostenible* en sus dimensiones ambientales y sociales, para asegurar la viabilidad intergeneracional del capital natural, respetar la diversidad cultural y sustentar la gobernabilidad democrática en la región; y de *calidad*, lo que implica que el crecimiento debe ser inclusivo, de tal manera que reduzca la inequidad y la pobreza en la región.

Asimismo, CAF ha profundizado su rol como banco multilateral de desarrollo, lo cual le ha permitido cumplir con lo que se ha denominado las “cuatro C”, desempeñando un papel Contracíclico y Catalítico para impulsar la inversión y el crecimiento, siendo Creativo en la oferta de productos y servicios, y orientado al Cliente —gobierno o empresa pública o privada que es atendida de acuerdo con sus necesidades—.

La Institución, hoy en día, es una de las mayores fuentes de financiamiento multilateral de América Latina. Como muestra de su continua expansión, cabe destacar que en sus primeros diez años de existencia, aprobó operaciones por un valor total de seiscientos millones de dólares, mientras que, tan solo en el último quinquenio (2009-2013), el total de aprobaciones superó los cincuenta y un mil millones de dólares tanto a nivel público como privado. Ello representa el 30% del financiamiento multilateral para la región, similar al BID y al Banco Mundial.



## FACTORES FUNDAMENTALES PARA LA TRANSFORMACIÓN DE CAF

A la luz de la información presentada sobre la evolución de CAF, una pregunta válida a responder es cómo fue posible lograrlo.

En una primera aproximación se puede argumentar que la transformación de CAF ha sido el simbiótico resultado de un decidido apoyo de sus países accionistas mediante continuos y sustanciales aumentos de capital, impecable servicio de la deuda, estricto cumplimiento de todas las obligaciones contraídas y la no injerencia en el manejo profesional de la institución.

Pero eso no es suficiente. En efecto, su naturaleza de institución de propiedad esencialmente latinoamericana —que a primera vista podría parecer un factor limitante para su crecimiento por la ausencia de países miembros de nivel AAA o AA del mundo industrializado que sean proveedores de recursos financieros y no prestatarios, como sucede en el BID y otras instituciones similares alrededor del mundo— ha sido más bien un factor determinante de éxito.

50

En ese marco, cabe explorar y preguntarse cuáles han sido los principales componentes estratégicos que han contribuido a ese decidido apoyo en temas tales como su concepción del proceso de desarrollo, sus campos de acción, políticas, productos y servicios, así como las características de su esquema de gobernabilidad. En este sentido, a modo de resumen se pueden destacar seis temas que, en efecto, han sido críticos para la transformación de la institución.

## • UN CONVENIO CONSTITUTIVO VISIONARIO

Un primer aspecto se refiere al enfoque visionario y pragmático de su Convenio Constitutivo que, de hecho, se convierte en el pilar fundamental que ha permitido a CAF reinventarse periódicamente para responder y ajustarse a situaciones y escenarios cambiantes en el plano geopolítico, económico y social a nivel global y regional.

## • ADOPCIÓN DE UNA AGENDA INTEGRAL DE DESARROLLO

La agenda integral de desarrollo adoptada por CAF a principios de los años noventa, como guía y orientación de su accionar, la cual se ha actualizado periódicamente en función de la dinámica evolución de las condiciones

globales y regionales, es un elemento destacable que ha contribuido en forma especial al progreso de la región.

- IDENTIDAD REGIONAL

La composición de la membresía de la institución es otro aspecto central a destacar. Al respecto, a mediados de los años noventa, CAF tomó la decisión de mantener una identidad regional. Lo anterior implica que los países de la región tengan una amplia mayoría accionaria y preserven el poder de voto, al no existir dos categorías de socios: países industrializados proveedores de capital, pero no elegibles a recibir financiamiento y países en desarrollo a quienes se destinan exclusivamente los financiamientos.

- ACCESO COMPETITIVO A LOS MERCADOS INTERNACIONALES DE CAPITAL

Resulta crítico que todos los miembros cuiden la salud y solidez financiera y administrativa de la institución, plataforma indispensable para tener calificaciones de riesgo apropiadas que le permitan tener acceso a los recursos de los mercados de capital y otras fuentes internas y externas de financiamiento, para atender en forma sostenible la demanda de los países de la región y de esa manera ser relevante. Ello crea un genuino sentido de responsabilidad compartida entre los países, que deriva en un alto nivel de compromiso con el éxito de la institución. Hoy en día CAF tiene grado de inversión (AA- y AA) de las principales calificadoras de riesgo, luego de trece mejoras recibidas desde el nivel original BBB.

- GOBIERNO CORPORATIVO

Otro aspecto que ha influido en la dinámica y sólida evolución de CAF es la existencia de una Junta Directiva no residente que es, sin embargo, de muy alta jerarquía al estar integrada por ministros y altas autoridades. Sus miembros son los mismos gobernadores ante el Banco Mundial, el BID y la mayoría de las instituciones multilaterales. Adicionalmente, el hecho de que el poder de voto sea paritario —un director, un voto— al margen de la diferente participación accionaria relativa, como sucede en el modelo más tradicional de la banca multilateral, da la oportunidad para un sistema de toma de decisiones mucho más equilibrado, ágil y menos proclive a la influencia política, la cual es ajena a las actividades y operaciones específicas de la Institución.



Otro tema fundamental, que tiene íntima vinculación con el anterior, es la alta capacidad de decisión del Directorio en temas fundamentales de estrategia y políticas, procesos de capitalización y aprobación de planes, programas y presupuestos corporativos anuales, así como de los resultados operativos, financieros y administrativos de una gestión. A la vez, este modelo de gobernabilidad implica de igual forma un elevado nivel de delegación de autoridad crediticia, operativa y administrativa a la gerencia y sus comités pertinentes, lo cual permite objetividad, transparencia y rapidez en la toma de decisiones. En este contexto, vale destacar la no injerencia política o de otra índole de los países en los procesos de administración de la institución que ha garantizado, al mismo tiempo, un importante nivel de profesionalismo a través de un sistema de reclutamiento y promoción basado en el mérito.

#### • ENFOQUE Y CULTURA CORPORATIVA

Finalmente, es destacable el enfoque de no tratar de imponer modelos o soluciones únicas a los países accionistas y la actitud corporativa aplicada en CAF de respetar las diferencias ideológicas, así como de estar presente en forma continua en todos los países, y muy especialmente en momentos difíciles.

CAF ha demostrado desde su fundación que es un socio leal y solidario, es decir, que es el banquero que saca el paraguas cuando llueve porque en días de sol no se lo necesita. Por otra parte, la Institución ha jugado un importante papel catalítico, captando recursos de otras fuentes para canalizarlos, junto con los suyos, al financiamiento de proyectos y actividades en la región. Poder cumplir con este rol es otro factor crítico para el éxito de un banco de desarrollo.

## LA INTEGRACIÓN REGIONAL Y LOS APORTES DE CAF

### BALANCE Y OPORTUNIDADES EN AMÉRICA LATINA

Cuando se habla de los avances y retrocesos de la región, generalmente se olvida hacer una pregunta clave: ¿cómo se compara hoy Latinoamérica en términos relativos a nivel global con lo que era hace unas décadas atrás? Aquí viene una mala noticia. América Latina ha perdido importancia relativa

en relación con otras zonas del mundo. Como ilustración, a principios de la década de los ochenta, el ingreso per cápita de América Latina en precios de poder de compra representaba el 35% del PIB de los países industrializados; hoy representa menos del 24%. Otra ilustración, las exportaciones de América Latina a nivel global representaban el 15% de las exportaciones mundiales; hoy sólo son el 7%. Adicionalmente, América Latina era la principal región en desarrollo captadora de inversión extranjera directa; hoy día no lo es más. Si se hace el mismo análisis del lado asiático pasa exactamente lo contrario, lo que perdió América Latina lo ganó Asia.

Es por ello que los países de América Latina tienen hoy la necesidad de construir una estrategia coherente de inserción internacional desde las múltiples opciones comerciales disponibles, a saber, bilaterales, subregionales y regionales.

Si bien los esfuerzos por una mayor integración regional han logrado avances, tales como el desarrollo de un mercado comercial intrarregional en productos de valor agregado y la mayor integración física de los países, la profundización de este proceso aún enfrenta importantes desafíos. Estos incluyen divergencias de enfoque y de carácter ideológico, tensiones bilaterales que lamentablemente se han incrementado en años recientes y el abordaje más efectivo de factores estratégicos como el desarrollo de la infraestructura, la conectividad y la logística, la coordinación de políticas macroeconómicas, el fortalecimiento de las instituciones para la integración y la reducción de asimetrías entre países, principalmente.

Los múltiples procesos de integración e inserción internacional que están en marcha en América Latina adquieren especial importancia para generar un crecimiento económico menos dependiente de las condiciones cambiantes del entorno económico global. No obstante, en la actualidad dicha dinámica se ha visto acompañada de una compleja convivencia entre diversas concepciones de integración regional y la proliferación poco ordenada de variadas iniciativas subregionales que promueven, en algunos casos, proyectos sectoriales muy específicos y en otros programas coyunturales o con enfoques excluyentes, derivando ello en una multiplicidad e incluso superposición de agendas de integración.

América Latina debe retomar interés en la reconstrucción de una visión estratégica compartida y de largo plazo sobre la región en su conjunto y de



consenso sobre qué tipo de integración adoptar en apoyo a una estrategia de desarrollo regional dirigida a lograr niveles de crecimiento alto, sostenido y con inclusión social, y como oportunidad para mejorar su inserción internacional respondiendo conjuntamente a los desafíos comunes de la agenda global.

La región debe asumir la integración como una ocasión para proyectar con mayor solidez sus intereses en el escenario internacional, articulando estrategias y respuestas compartidas frente a los retos comunes de la globalización y a la dinámica impuesta por un nuevo orden económico y geopolítico mundial.

Los esquemas de integración tradicionales de América Latina atraviesan dificultades y, si bien han surgido nuevas iniciativas de cooperación regional, no se vislumbra una convergencia hacia un proyecto común. Frente a esta situación, se debe optar por avanzar en la integración pragmática, mediante proyectos concretos que fortalezcan la interdependencia, con miras a poder jugar un rol relevante en el dinámico escenario internacional.

Una integración pragmática de América Latina debe fortalecer la visión estratégica de desarrollo regional y promover una agenda convergente en torno a propuestas específicas de la agenda internacional cuya viabilidad considere los tres niveles complementarios en donde se desarrolla este proceso: entre los Estados a través de los diferentes organismos y foros regionales existentes; entre sectores y agentes privados; y aquella que se logra en los niveles sub nacionales y locales, particularmente a partir de la dinámica que ofrecen las regiones fronterizas.

#### LOS APORTES DE CAF A LA INTEGRACIÓN REGIONAL

Los aportes de CAF a la integración regional se concentran en unas claras líneas de trabajo. Estas giran en torno a: (i) financiamiento de la infraestructura de integración y del desarrollo fronterizo; (ii) asistencia técnica para la ejecución de programas estratégicos; (iii) apoyo al fortalecimiento de las capacidades institucionales en los países y a los esquemas de integración subregionales y regionales; (iv) creación de productos y servicios financieros innovadores; (v) construcción de puentes entre América Latina y el resto del mundo para propiciar la inserción inteligente de la región; (vi) generación

de conocimiento y redes entre universidades y centros de pensamiento; y (vii) promoción de consensos regionales en torno a temas críticos para el desarrollo.

En tal sentido, es de destacar que durante la última década CAF ha aprobado operaciones superiores a los nueve mil millones de dólares, para el financiamiento de sesenta y cinco proyectos de integración física regional que apalancaron inversiones por encima de los treinta mil millones de dólares. Se trata de proyectos de carreteras, transporte, comunicaciones, energía y logística, principalmente, así como iniciativas de desarrollo fronterizo de carácter multisectorial. Entre ellos se mencionan el Canal de Panamá, la interconexión eléctrica y vial entre Venezuela y Brasil, el corredor vial interoceánico sur, el gasoducto entre Bolivia y Brasil, el corredor vial de integración entre Bolivia y Chile ya recuperación y el mejoramiento del ferrocarril General Belgrano.

Sin duda uno de los desafíos estratégicos es la consolidación de los esfuerzos regionales por lograr una mayor articulación de su territorio. De hecho, la cooperación regional en Suramérica en materia de integración física ha avanzado significativamente en los últimos años, desde el lanzamiento de la iniciativa para la Integración de la Infraestructura Regional Suramericana (IIRSA) en el 2000. Un esquema similar es el Proyecto de Integración y Desarrollo de Mesoamérica, iniciativa subregional de integración e impulso al desarrollo social y económico en los nueve estados del sureste de México, el istmo centroamericano y Colombia.

Adicionalmente, la Institución ha venido trabajando en la implementación de programas estratégicos interrelacionados que propicien la integración regional, generen conocimiento y experticia para el análisis de los sectores de infraestructura, mejoren la planificación y preparación de inversiones y fortalezcan las capacidades técnicas e instituciones públicas responsables de su gestión. Entre algunos de los programas estratégicos más relevantes se encuentran: Programa Puertos de Primera, Programa Geosur, Programa de Energía Sostenible (PROES), Fondo de Promoción de Proyectos de Infraestructura Sostenible (PROINFRA), Fondo de Cooperación e Integración Fronteriza (COPIF), Programa de Apoyo a la Competitividad (PAC), entre otros.

CAF está comprometida con el fortalecimiento de las capacidades de gestión de las instituciones públicas y el desarrollo de un conjunto de actividades



desde una perspectiva innovadora de responsabilidad corporativa. Asimismo, apoya la gobernabilidad democrática, mediante la generación de capacidades enfocadas en la atención de las demandas de los municipios y las provincias. Impulsa actividades para promover el desarrollo del capital productivo y humano, fortalecer la competitividad de las naciones, apoyar el avance de la microempresa, de las pequeñas y medianas empresas, y otros sectores con limitaciones de acceso al capital.

A nivel subregional y regional, la Institución brinda un constante respaldo técnico y financiero a los diferentes mecanismos y foros de integración, con el ánimo de impulsar su labor, coordinar esfuerzos conjuntos y contribuir a su convergencia. En tal sentido, se participa activamente en las iniciativas de integración, los grupos de trabajo especializados y las reuniones a nivel ministerial y presidencial.

Igualmente, trabaja para ofrecer productos y servicios innovadores al sector privado y es una impulsora de las alianzas público-privadas, particularmente a través de su actividad de asesoramiento y estructuración financiera, así como de la utilización de instrumentos catalíticos capaces de generar sinergia, tales como garantías parciales, cofinanciamiento, inversiones patrimoniales, financiamiento estructurado de proyectos, préstamos subordinados y participación en fondos de inversión, que configuran herramientas eficaces para potenciar la inversión que la región requiere. Además de ello, desarrolla diversos programas especiales que complementan su gestión económica para apoyar la eficiencia, el desarrollo institucional, la productividad y la competitividad de los sectores productivos.

Más allá de su presencia en los mercados financieros internacionales, como institución representativa de la región, pero con una visión global, CAF desempeña un importante papel como nexo entre América Latina y el mundo, al suscribir acuerdos de colaboración con entidades en las Américas, Europa, Asia y África, incluyendo organismos internacionales, bancos de desarrollo, oficinas de promoción de inversiones y agencias de cooperación técnica, con el propósito de tender puentes con la región para atraer recursos, tecnología y conocimiento.

Su vinculación con una extensa red mundial de centros de pensamiento y universidades, le permiten hoy ser un importante referente en temas socioeconómicos y de desarrollo de América Latina. De esta manera, CAF es

hoy para sus accionistas un centro de reflexión regional, que les brinda apoyo en el diseño e implementación de políticas públicas, promueve consensos regionales sobre temas de desarrollo y contribuye en la proyección internacional de América Latina sin perder de vista el objetivo que finalmente está detrás de todo lo que hacemos: una región más próspera y equitativa para todos los latinoamericanos.

Constituidas en un momento común de la historia de América Latina, CAF y FLAR también han compartido el compromiso por el desarrollo la integración regional y han mantenido una estrecha relación de colaboración y cooperación a través de distintas iniciativas en favor de sus países miembros.

Tan solo a manera de ejemplo cabe destacar el esfuerzo conjunto en torno a la Conferencia Anual de Estudios Económicos en el último decenio. A lo largo de los años, esta se ha consolidado como un espacio útil y privilegiado para promover la discusión sobre temas de interés para los hacedores de política económica de la región y han contado con la participación de muy importantes académicos y expertos de talla mundial.

Asimismo, en los dos últimos años ambas instituciones han organizado el Seminario Anual de Abogados de Bancos Centrales y Entidades Multilaterales de América Latina. Este foro que reúne a especialistas de fondos soberanos, bancos centrales de la región latinoamericana y organismos internacionales, busca generar conocimiento común y reflexionar acerca de los regímenes de inversiones actuales y de responsabilidad de los empleados públicos, las nuevas tendencias de inversión prudente de recursos públicos, y los desafíos futuros en estas materias.

Todas estas iniciativas que fortalecen día a día las relaciones institucionales entre CAF y FLAR, se complementan en el ámbito de la integración regional a través de la activa participación y el apoyo conjunto a diversos esfuerzos subregionales de integración en marcha, principalmente a nivel de la Comunidad Andina y la Unión de Naciones Suramericanas (UNASUR).

## COMENTARIOS FINALES

América Latina debe retomar interés en la construcción de una visión compartida y de largo plazo sobre la región en su conjunto y de consenso sobre qué tipo de estrategia de integración adoptar para lograr niveles de creci-



miento alto, sostenido y con inclusión social, y como oportunidad para mejorar su inserción internacional respondiendo a los desafíos comunes de la agenda global.

A lo largo de su trayectoria, CAF se ha caracterizado por su capacidad de adaptación a las necesidades de cada país, tomando en consideración las diferencias existentes y las potencialidades de cada uno, con el fin de respetar esa diversidad y proveer las facilidades a proyectos que sean beneficiosos para el desarrollo. Ello ha contribuido a que la Institución se constituya en una plataforma positiva e incluyente que le permite ser un factor aglutinador y de convergencia en torno a un proyecto común.

En ese objetivo, es indispensable que todos los actores en conjunto —gobierno, partidos políticos, sociedad civil, empresarios y trabajadores— tomen conciencia de que el esfuerzo comienza por casa y que lo que no hagamos nosotros mismos no lo harán otros.

Los países latinoamericanos tienen ante sí el desafío de apoyar la arquitectura institucional de la región y para ello es indispensable su gradual perfeccionamiento, como lo demuestra la evolución de CAF y el FLAR. Son dos buenos ejemplos de lo que se puede lograr en América Latina a través de la integración regional, con una visión pragmática y de largo plazo.

En este marco, un FLAR ampliado y potenciado, es decir con un mayor número de accionistas de América Latina, especialmente los de mayor tamaño (Argentina, Brasil y México), y con mayores aportes de capital, es uno de sus principales retos hacia futuro.

Este proceso, tal como sucedió en CAF en el pasado, debe procurar la preservación de la naturaleza de la institución. Es decir, se debe mantener el poder de voto de los países accionistas, sin caer en la división que ocurre en otras instituciones multilaterales entre donantes y receptores. Ello permitirá construir un modelo propio, en el cual el sistema de toma de decisiones sea equilibrado, ágil y menos proclive a la influencia política. Asimismo, este significará mayores beneficios mutuos para los países miembros y la institución y fortalecerá el sentimiento común de pertenencia.

Los desafíos de América Latina son múltiples y complejos, pero también existen oportunidades para lograr avances reales y sentar las bases de un desarrollo que beneficie a la mayoría de los latinoamericanos. La integración no es un lujo, es un imperativo histórico. ■







## • CAPÍTULO II •

---

*Lecciones de las crisis financieras  
y la necesidad de un prestamista  
global de última instancia*





### **ROBERTO JUNGUITO**

Economista colombiano que se desempeñó como ministro de Agricultura en el período 1982-1983, y ministro de Hacienda y Crédito Público tanto en 1984-1985, y durante el gobierno de Álvaro Uribe Vélez.

Entre otros cargos, se ha desempeñado como director de Fedesarrollo, entre 1974 y 1978; embajador de Colombia en Francia, entre 1986 y 1987; codirector de la Junta Directiva del Banco de la República de Colombia, entre 1991 y 1999. Presidente ejecutivo de Fasecolda, entre 2005 y 2013. También ha sido director ejecutivo alerno del FMI.

Es economista de la Universidad de los Andes y doctor en Economía de la Universidad de Princeton.

## ▪ LECCIONES DE LAS CRISIS FINANCIERAS ▪ DESDE LA INDEPENDENCIA

- 
- 
- 
- 
- 
- 
- 

### INTRODUCCIÓN

El propósito de este artículo es destacar y analizar las lecciones de las crisis financieras para el diseño de las políticas y las instituciones económicas en América Latina. Estas lecciones se derivan, en este artículo, mediante un repaso histórico de las crisis que han tenido impacto en nuestros países desde la independencia y que se iniciaron, en la mayoría de estos, hacia los años veinte del siglo XIX. El trabajo, debe reconocerse de antemano, tiene una perspectiva colombiana, dado el interés y conocimiento del autor sobre la historia económica colombiana y su experiencia con el manejo de las crisis de la deuda en los años ochenta, de fines de los noventa e inicios del siglo XXI en sus funciones desempeñadas entonces como ministro de Hacienda, como codirector del Banco de la República, banco central de Colombia, como director alterno de Colombia en el Fondo Monetario Internacional y como economista y director gremial de Colombia en la última década.

El trabajo contiene una sección central titulada Visión Histórica de las Crisis Internacionales y su impacto en América Latina, en la cual se hace un recuento cronológico de las principales crisis económicas, principalmente financieras, que tuvieron lugar desde el siglo XIX y sus impactos. La segunda, Lecciones de las Crisis Financieras, destaca las enseñanzas que dejaron a los países de América Latina y al mundo en general y busca responder, en la forma de reflexiones finales, a las preguntas de ¿qué se ha logrado y qué queda por hacer en materia de reducción de vulnerabilidades en las economías latinoamericanas (en especial en relación con el sector financiero, la liquidez externa, los regímenes cambiarios y el manejo fiscal y de la deuda pública)?; ¿qué se ha aprendido sobre el manejo de las crisis, una vez se desatan? y ¿qué



rol han jugado y pueden jugar las instituciones financieras multilaterales y regionales (FMI, BM, BID, CAF, FLAR)?

## **VISIÓN HISTÓRICA DE LAS CRISIS INTERNACIONALES Y SU IMPACTO EN AMÉRICA LATINA**

### **LA PRIMERA CRISIS DE LA DEUDA DE AMÉRICA LATINA 1825-1826**

Es bien conocido por los historiadores económicos que la primera crisis financiera ocurrida desde la independencia de América Latina con impacto adverso en las economías de la región tuvo origen en el sobre-endeudamiento, con fines de financiar la guerra de independencia, que registraron los países de la propia América Latina, con los tenedores de bonos ingleses y holandeses, que se tradujo, años más tarde, en el incumplimiento de sus obligaciones y en la quiebra de un gran número de entidades financieras inglesas. Entre 1822-1825 Colombia, Chile, Perú, México y el Consorcio de Países de Centroamérica habían colocado bonos por cerca de veintiún millones de libras esterlinas (la Gran Colombia tuvo el mayor endeudamiento en un monto de 4.8 millones de libras) que muy pronto se dieron cuenta no tenían capacidad de repagar. Es lo que se conoce como la Primera Gran Burbuja de América Latina, Dawson (1990). Según lo reporta un reciente artículo de la revista *The Economist* (2014) titulado, “A History of Finance in Five Crisis and How the Next One Could be Prevented”, ante el incumplimiento de las obligaciones los tenedores vieron caer el valor de sus bonos y los bancos británicos con clientes expuestos a estas obligaciones registraron corridas de depósitos. Se estima que para 1826 y no obstante el apoyo del Banco de Inglaterra, más del 10% de los bancos ingleses había quebrado.

La principal lección que aprendieron los países de América Latina con esta primera crisis es que el sobreendeudamiento público lleva a la incapacidad de atender las obligaciones externas. Estos incumplimientos llevaron al cierre de los mercados que se produjo a partir de 1826 y se dio en todos los países. Para la prensa inglesa de la época “no existían distinciones materiales en las cotizaciones de los diferentes países”, Dawson (1990). Por su parte, la gran lección a nivel de los países que otorgaban el financiamiento, en este caso Inglaterra, fue que el incumplimiento de los créditos hacia los países

recién independizados podría provocar una crisis financiera y que, en esas circunstancias, el Banco de Inglaterra tenía que entrar a actuar como prestamista de última instancia. El artículo de *The Economist* (2014) indica que ante la corrida de depósitos de los bancos ingleses, el Banco de Inglaterra entró a actuar como prestamista de última instancia en el modelo ideal de Bagehot de buscar suministrar liquidez ilimitada a costos o tasas de interés con penalidad.

#### LA REFINANCIACIÓN DEL ENDEUDAMIENTO PÚBLICO EXTERNO EN EL SIGLO XIX

Aunque los países de América Latina hicieron algunos esfuerzos por fortalecer sus finanzas públicas mediante aumentos de los impuestos y recortes de los gastos, principalmente militares, para atender las obligaciones contraídas con los tenedores de bonos, estos siempre resultaban insuficientes. Esta situación les llevó al incumplimiento del servicio de la deuda. Los países, en consecuencia, registraron desde mediados de los veinte el cierre de su acceso al mercado de capitales de Inglaterra y Holanda en lo que se conoce hoy en día como una parada súbita (*Sudden Stop*). Ante estas circunstancias, buscaron sucesivas refinanciaciones con los Comités de Tenedores de Bonos, organizaciones similares a los Comités de Bancos establecidos durante la crisis latinoamericana de la deuda de los años ochenta del siglo xx. En el caso de Colombia estas se llevaron a cabo en 1845, 1861, y 1873 y 1896 sin completo éxito. Otros países de América Latina consiguieron incrementar su endeudamiento a partir de 1850, pero volvieron a repudiar la deuda a finales de siglo. Así las cosas, el último cuarto de siglo registró una secuencia repetida de crisis, incumplimientos en el servicio de la deuda, reestructuración de obligaciones y promesas infructuosas ajustes económicos. La actividad exportadora se vio afectada por los ciclos económicos mundiales y los choques externos tales como la crisis de 1873 y la del Barings en 1890. No fue sino en el siglo xx y particularmente en los años veinte cuándo se restableció plenamente el crédito externo para estas naciones.

Quizás la principal lección aprendida durante el resto del siglo xix fue la de que los refinanciamientos de la deuda, las reducciones en las tasas de interés y aún la condonación de una buena parte del principal no permiten



restablecer al acceso a los mercados internacionales si los países no fortalecen sus finanzas públicas. Los ajustes fiscales en la mayoría de los países fueron tímidos y basados en impuestos indirectos y de baja elasticidad al crecimiento económico y, por lo tanto, resultaron insuficientes, como lo ilustra claramente el conocido artículo de Sokoloff y Zolt (2012) sobre la desigualdad y la evolución de los impuestos en América Latina. Una segunda lección fue que una vez se producen los incumplimientos los países enfrentan un cierre a los mercados internacionales que puede prolongarse por largos períodos y contagiar a todos los países.

#### LAS CRISIS ECONÓMICAS 1914-1945

El período 1914-1945 cubre tres etapas de convulsión económica mundial con repercusiones significativas sobre las economías de América Latina: el Impacto de la Primera Guerra Mundial, la Gran Depresión de los años treinta y la Segunda Guerra Mundial. Para comenzar, cabe destacar que la Primera Guerra Mundial tuvo un impacto inicial al entabrar e impedir el comercio exterior con Europa y, como consecuencia, se inició un proceso de cambio en el destino del comercio, acentuando la importancia de los Estados Unidos como destino de las exportaciones de la región y fuente de las importaciones. Desde el ámbito económico, recalca Bulmer-Thomas (2003), que las primeras víctimas de la Guerra fueron el estándar de oro, los movimientos de capital y los precios de productos básicos que registraron inicialmente una caída y a lo largo de la Guerra un aumento de precios de los minerales estratégicos para la Guerra como el cobre y el estaño. En su presentación ante la Conferencia Financiera Panamericana reunida en Washington en 1915, el representante de la Reserva Federal, (Warburg 1930) explicaba a los representantes de América Latina que la Guerra traía consigo tres grandes impactos adversos e interrelacionados sobre las economías: el transporte, el comercio y el crédito. Un colapso de crédito que tenía lugar en Inglaterra, país que venía siendo el centro financiero mundial, debería interrumpir el comercio y por tanto el transporte. De igual manera la disrupción del transporte a causa de la Guerra afectaba el comercio y la capacidad de atender las obligaciones financieras.

Como resultado de la Primera Guerra Mundial y ante la inestabilidad que esta trajo consigo, los países buscaron la adopción de políticas fiscales y

financieras para proteger sus economías. Según Warburg (1930), por iniciativa de la Reserva Federal, se buscó apoyar el ingreso de los bancos de los Estados Unidos a América Latina, y que se estrecharan las relaciones bancarias panamericanas, mediante la asociación de sus servicios con la red de bancos locales en una especie de “unión americana”. Inclusive en una reunión de la denominada Alta Comisión para los Asuntos Financieros reunida en Buenos Aires en 1916, se analizó la importancia de restablecer plenamente el patrón oro y ya para 1919 se sometió por parte de la Reserva Federal al Congreso de los Estados Unidos un proyecto de Convención para proveer el establecimiento de una Caja o Fondo de Compensación de Oro que venía siendo discutida con la Alta Comisión Panamericana que no fue finalmente aprobada por el Senado norteamericano. Durante los años veinte, varios países procedieron a contratar misiones extranjeras para fortalecer sus instituciones financieras. Este proceso se ejemplifica con las misiones de Edwin Kemmerer, reconocido profesor de la Universidad de Princeton, quien promovió la creación de los bancos centrales, las superintendencias financieras y las contralorías encargadas de vigilar el uso de los recursos públicos en los países de la costa pacífica de América Latina. Según Bulmer-Thomas (2003) otros países de la región como Brasil contrataron misiones y adoptaron reglas financieras similares.

Puede afirmarse que la Primera Guerra Mundial y los años posteriores de estancamiento de las economías más industrializadas le señaló a los países de América Latina sus vulnerabilidades frente a las oscilaciones de la economía mundial y la transmisión de estas por la vía del canal real del comercio exterior y del canal financiero por las restricciones al crédito externo. La principal lección fue la importancia de disponer de instituciones económicas para el manejo de la política monetaria. Fue en esta coyuntura que se crearon los bancos centrales en varios países de la región.

## LA GRAN DEPRESIÓN Y SU IMPACTO EN AMÉRICA LATINA

Al finalizar la Primera Guerra, los países de América Latina volvieron a registrar una mayor penetración de la inversión extranjera de los Estados Unidos. Inclusive, tuvieron acceso sin precedentes al crédito externo de ese país que desembocó en lo que se denominó “la Danza de los Millones”. Fue en estas circunstancias y condiciones institucionales que los países de la región



empezaron a enfrentar la Gran Depresión, cuyo primer síntoma fue la caída pronunciada de los precios de las acciones en Wall Street. A esta situación le siguió una caída sostenida en los precios de los productos básicos de exportación y de los volúmenes exportados de la América Latina, un cierre del crédito externo y un alza en las tasas de interés internacionales. Esto tuvo como políticas de choque y respuesta de los gobiernos el establecimiento de controles de cambios y el impago de la deuda externa pública. En tales circunstancias, los países se vieron en la necesidad de utilizar sus bancos centrales para dotar de liquidez a sus economías a raíz de la Depresión registrada en los países más avanzados. Al nivel internacional, Bernanke (2000) destaca que los bancos centrales no actuaron coordinadamente, ni suministraron el apoyo de liquidez suficiente como prestamistas de última instancia. En algunos, como Colombia, las fallas en los mercados de capitales de los países más avanzados les llevaron a crear sus propias instituciones financieras domésticas. La Bolsa de Bogotá y las principales compañías de seguros como Seguros Bolívar y Suramericana de Seguros se crearon en esos años.

#### LA SEGUNDA GUERRA MUNDIAL

Los análisis históricos de Bulmer-Thomas (2003) y de Bértola y Ocampo (2012) indican que las economías de América Latina, luego de registrar caídas pronunciadas del PIB, comenzaron a recuperarse de la Gran Depresión a partir de 1931, y que desde entonces y hasta 1939 cuando inició la Segunda Guerra Mundial, la dinámica de las exportaciones se recuperó. Así, el crecimiento de las exportaciones, sobre todo las más tradicionales, posibilitó el auge importador que se registró en dicho período. El crecimiento de las economías luego del desplome durante la Depresión registró ritmos anuales superiores al 4%, en promedio, en la mayoría de países. Además, las estadísticas disponibles señalan que los países de América Latina lograron sortear bien los frenos al comercio exterior impuesto por la Segunda Guerra Mundial. Se estima que entre 1939-1945 la tasa anual de crecimiento de las exportaciones de América Latina alcanzó el 10,5%, el volumen de exportaciones el 0,5%, y la tasa anual de aumento del Producto Interno Bruto ascendió al 3,4%, siendo del 5,4% el aumento anual de la industria manufacturera. La recuperación económica de los países más avanzados luego de la Guerra y su impacto favorable

sobre América Latina le ratificó a estos una vez más su vulnerabilidad ante las oscilaciones de la economía mundial. El impacto de la Guerra sobre Europa trajo como consecuencia la necesidad crear nuevas instituciones económicas y financieras, y estas se consolidaron con la creación de entidades como el Fondo Monetario Internacional, y el Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento, conocido hoy como Banco Mundial.

#### LA CRISIS LATINOAMERICANA DE LA DEUDA DE LOS OCHENTA

No obstante la pérdida de importancia del mercado de los Estados Unidos como destino de las exportaciones de América Latina durante la posguerra, las estadísticas disponibles señalan que este fue un período de progreso económico para la región. La tasa anual de crecimiento del Producto Interno Bruto de América Latina fue del 5,3% entre 1950-1960 y del 5,4% entre 1960-1970. En esas dos décadas, por lo demás, se registró un aumento sostenido en el ingreso per cápita. En dólares corrientes el ingreso promedio por habitante en América Latina pasó de 306 en 1950, a 396 en 1960 y 513 en 1970. La situación no fue igual durante la década de los ochenta. Las cifras disponibles indican que la tasa anual de crecimiento del Producto Interno Bruto regional entre 1981 y 1990 fue del 1,3% promedio anual, guarismo relativamente bajo en comparación con lo observado en los anteriores y siguientes decenios. Además de los ensayos frustrados de integración económica y desarrollo industrial fundamentado en la sustitución de importaciones, en América Latina, los deplorables resultados económicos de esa década estuvieron vinculados con el proceso de la denominada estrategia de crecimiento basado en el endeudamiento exterior iniciado a finales de los años setenta. Se tiene conocimiento que la deuda pública y privada externa de la región pasó de apenas 20 billones de dólares en 1970, a 184 en 1979 y 314 para 1982, cuando estalló la crisis de México y se produjo el cierre del acceso a los flujos externos para todos los países de la región. Todos los países registraron no solo una fuerte desaceleración en la actividad económica, sino también crisis en la balanza de pagos, crisis fiscales, deterioros marcados de sus sectores financieros y elevados aumentos en la inflación.

La crisis de balanza de pagos, fiscal y del sector financiero exigió entrar en acuerdos con el FMI y adoptar severas políticas de ajuste fiscal. También



se adoptó un nuevo modelo económico que comprendió una liberalización financiera, la desregulación de los mercados, la apertura comercial y, en general, la entrada de los países de América Latina a un mundo más globalizado. En este empeño Chile fue quizás el primer país en adoptar el nuevo modelo, pero posteriormente todos los otros lo hicieron desde mediados de los ochenta. Una de las consecuencias del alto endeudamiento externo suscrito por los países de la región fue su incapacidad de atender adecuadamente las obligaciones externas y la necesidad de adoptar severos programas de ajuste fiscal, monetario, cambiario y comercial bajo la tutela de programas formales con el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial. El ajuste fiscal comprendió no solo severos recortes del gasto público, sino el establecimiento de reformas tributarias orientadas a incrementar el recaudo de impuestos. Por su parte, el ajuste también implicó la necesidad de devaluar las monedas y la mayoría de los países procedieron a hacerlo. En el ámbito financiero muchos de los países crearon sistemas de protección de los cuentahabientes mediante la creación de entidades como el Fondo de Garantías de Instituciones Financieras, FOGAFÍN en Colombia.

En esa época se establecieron comités de bancos encargados de analizar caso por caso los procesos de refinanciación y restructuración de las obligaciones externas con la banca comercial internacional, proceso en el cual participaron más de quinientas entidades bancarias internacionales. Estos programas se dieron por parte de los Estados Unidos mediante los denominados Planes Baker y Brady, nombres de los secretarios del tesoro de la época encargados de impulsarlos. Surgieron como respuesta a las amenazas de los países de América Latina de ejercer una acción colectiva de repudio de la deuda que habría originado un riesgo sistémico en el sistema financiero internacional. Para 1990 la deuda externa total de América Latina había alcanzado ya más de 434 billones de dólares. La respuesta a los programas de ajuste adoptados fue positiva, aunque lenta. De las tasas de crecimiento negativas registradas en algunos países la década de los ochenta y que dieron como resultado niveles de crecimiento de la región cercanos al 1,5% se pasó a tasas mayores en la década de los noventa. Desde el ámbito de los países de América Latina, la crisis trajo como lección la importancia de disponer de bancos centrales independientes. La principal lección de ese período fue la importancia de establecer acuerdos formales de ajuste con el FMI, la coordinación de los apoyos de

liquidez por parte de los otros organismos multilaterales y la coordinación de todas estas acciones con los comités de los bancos comerciales para el restablecimiento del crédito.

## LA CRISIS ASIÁTICA Y SU IMPACTO EN AMÉRICA LATINA

El crecimiento anual promedio de la región alcanzó el 3,2% entre 1990-2000. Para entonces la mayoría de países registraron crecimientos positivos en sus economías. La información disponible sugiere que inclusive los indicadores de pobreza que se habían visto deteriorados durante los ochenta comenzaron a mejorar. El porcentaje de hogares por debajo de la línea de pobreza que se había incrementado del 35-41% entre 1980-1990 regresó a los niveles originales para fines de la década. No obstante, la crisis asiática ocurrida en 1998 tuvo también repercusiones adversas sobre América Latina. Como consecuencia de esta, la banca internacional volvió a restringir el crédito a los países de la región y en varios países se tuvo que recurrir de nuevo a la adopción de programas de ajuste y a los apoyos de balanza de pagos del Fondo Monetario Internacional y el Fondo Latinoamericano de Reservas, así como a los créditos de la banca multilateral. Esta crisis puso en evidencia también la importancia de establecer regímenes de tasa de cambio flexible y la fragilidad de los sistemas de bandas cambiarias que habían sido adoptados en varios países. Las bandas fueron sujetas de presiones especulativas y tuvieron que ser sustituidas por regímenes de tasa flexible con alguna intervención. Dicha crisis también condujo a crisis financieras en algunos países como Colombia que se vieron exacerbadas por la elevación de tasas de interés dirigidas a prevenir depreciaciones aceleradas de las tasas de cambio. A nivel internacional, se evidenció la importancia de hacer un seguimiento más estricto de los sectores financieros lo que se buscó mediante los Financial Stability Assessments Programs (FSAP). En el campo fiscal de esa época datan también el establecimiento de leyes de responsabilidad fiscal dirigidas a evitar desequilibrios fiscales mayores.

71

## IMPACTO DE LA GRAN RECESIÓN 2007-2009

Según Bértola y Ocampo (2012), el progreso económico de la región se aceleró a lo largo de la primera década del siglo XXI, aunque el ritmo de crecimiento



**GRÁFICA 1. IMPACTO ADVERSO DE UNA NUEVA  
DESACELERACIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL**  
Crecimiento real del PIB Colombia



72

anual promedio moderado del 2.9, con todo y el programa de ajuste emprendido en el marco del nuevo paradigma económico adoptado a raíz de los acontecimientos de la Década Perdida. Destacan que el crecimiento fue acelerado y creciente desde el 2003 hasta fines del 2007, año en el cuál se inició una nueva crisis internacional originada en los países más avanzados y que se vino a conocer a raíz de los problemas de la bancaria hipotecaria en los Estados Unidos y que más recientemente afectó algunas economías europeas. Al nivel internacional la crisis trajo como lecciones principales la importancia de otorgar liquidez sin precedentes por parte de la Reserva Federal de manera coordinada con otros bancos centrales. También resultó necesario establecer reformas a la supervisión financiera tanto en Estados Unidos como en Europa.

Desde el ámbito regional, lo importante de destacar en este punto es que si bien la crisis financiera internacional de 2007-2009, al igual que las anteriores, trajo como consecuencia una caída del crecimiento económico en América Latina, como se advierte para el caso de Colombia en la gráfica anexa, en esta ocasión las economías de la región mostraron resiliencia ante la crisis. La combinación de fundamentales económicos más sólidos, de un nuevo modelo económico que permite una respuesta adecuada frente a los

vaivenes internacionales mediante estabilizadores automáticos y regímenes de cambio más flexibles, así como políticas fiscales contracíclicas, permitieron salir exitosamente de las crisis. Esto no quiere decir que las crisis financieras externas no tengan un impacto adverso en las economías de los países emergentes. Como lo estima el FMI (2014) en su último *World Economic Outlook*, los factores externos durante los años de la crisis explican la totalidad de la caída en las tasas de crecimiento de los países emergentes y la mitad de las variaciones en el crecimiento registrado en los años más recientes. Los cambios en las condiciones externas tienen un impacto importante en el crecimiento de dichos países, de tal suerte que un incremento de un 1% en el crecimiento de los Estados Unidos conduce a un aumento en la tasa anual de crecimiento de estos del 0,3%, en tanto que una caída en la tasa anual de crecimiento de la China reduciría la tasa de los emergentes en un 0,1%. En todo caso concluye que los choques externos afectan más a los países sujetos a la volatilidad de sus flujos de capital. De otro lado encuentra que el impacto del crecimiento de los Estados Unidos es mayor para los países más expuestos al comercio exterior. Respecto a las tasas de interés, se identifica que un incremento de la tasa de los Estados Unidos tiene efectos negativos 4-5 trimestres más adelante.

En el momento de escribir este artículo la preocupación central de los países de América Latina es el impacto que puede tener en sus economías el retiro gradual de los apoyos monetarios otorgados por la Reserva Federal de los Estados Unidos durante la crisis y que, en un principio, han generado la expectativa de aumentos en las tasas de interés en los Estados Unidos y con esta la reversión de los flujos de capital, la caída en los mercados de valores de las bolsas regionales, y la desaceleración del crecimiento económico regional. El BID (2014) analizó este tema en su último reporte titulado *Global Recovery and Monetary Normalization*. Encuentra que las tasas de crecimiento de América Latina serán modestas como resultado de los efectos de la Gran Recesión y advierte que la normalización monetaria puede conducir a un aumento de las tasas de interés, menores flujos de capital y depreciación de las tasas de cambio, lo que efectivamente ha venido ocurriendo. También resalta que pueden presentarse vulnerabilidades cambiarias en el sector financiero y en el corporativo como resultado del mayor endeudamiento externo suscrito en los últimos años. Sugiere fortalecer las



posiciones fiscales en la medida que la deuda pública se haya incrementado y evitar la prociclicidad. Concluye afirmando que el choque de la normalización monetaria puede tener un impacto adverso significativo en los flujos de capital, que el aumento en las tasas de interés en Estados Unidos puede afectar el crecimiento económico, pero que los países con bajos déficits en cuenta corriente, reservas internacionales adecuadas y posiciones fiscales sólidas tienen un menor riesgo de una suspensión súbita

#### REFLEXIONES FINALES SOBRE LAS LECCIONES DE LAS CRISIS FINANCIERAS

74

En este recuento sobre las crisis financieras internacionales y su impacto sobre América Latina se resaltaron las principales lecciones que se derivaron de cada una de estas a lo largo de la historia de la América Latina desde la independencia. En estas reflexiones finales se busca extraer y resumir los principales logros y lecciones aprendidas, así como el importante rol que han jugado y pueden jugar las instituciones financieras multilaterales y regionales para reducir las vulnerabilidades y mitigar los impactos de las crisis. Asimismo, expresar algunas ideas sobre que queda por hacer en materia de reducción de las vulnerabilidades en especial en relación con el sector financiero, la liquidez externa, los regímenes cambiarios y el manejo fiscal y de la deuda pública. Quizás, aunque suene demasiado obvio, la principal lección para los países es la importancia de establecer fundamentos macroeconómicos sólidos y disponer de amplias reservas internacionales para reducir y amortiguar los impactos de las crisis. También se deduce de la experiencia histórica la importancia de las instituciones económicas fuertes, particularmente de bancos centrales independientes encargados del manejo monetario y cambiario y de organismos de supervisión y regulación financiera de alta calidad. Mientras en el manejo monetario se debe resaltar el éxito que han tenido los esquemas de inflación objetivo, en el ámbito cambiario se debe resaltar la conveniencia de disponer de regímenes de tasa de cambio flexible y evitar esquemas intermedios como las bandas cambiarias. En cuanto a lo tributario y el gasto público, se destaca el valor de establecer leyes de responsabilidad fiscal y reglas fiscales estructurales que aten las manos de los ministros y permitan el logro de metas de mediano plazo, pero que den



suficiente flexibilidad para enfrentar los ciclos económicos. De manera especial, la última crisis mostró también la importancia de adoptar políticas fiscales contracíclicas y evitar la prociclicidad del manejo del gasto público que ha sido característico en América Latina.

El principal logro reciente que se debe destacar en América Latina fue su capacidad de enfrentar el choque de la Gran Recesión del 2007-2009 sin sus repercusiones hayan sido causa de grandes crisis financieras, fiscales y de balanza de pagos como ocurría de manera casi sistemática en el pasado como se ilustró en este escrito al recorrer las diversas crisis y sus impactos en las economías de América Latina. En otras palabras, lo importante de resaltar es la resiliencia que mostraron las economías regionales durante la última crisis. Esta crisis encontró unas economías de latinoamericanas muy diferentes. Los sectores financieros se habían capitalizado y los “stress test” de los bancos mostraban que estaban en capacidad de enfrentar choques en las tasas de interés. En cierta manera puede afirmarse que los países de la región habían aprendido de las crisis anteriores y sacado lecciones del pasado que habían permitido transformar sus economías en unas más sólidas, sus sectores financieros más capitalizados y establecer instituciones económicas más adecuadas. Lo sucedido con América Latina contrasta con los acontecimientos en Europa en donde países como Irlanda, Grecia y España mostraban índices de endeudamiento público muy por encima de lo que era sostenible para atender sus obligaciones y sus sectores financieros eran muy frágiles.

En cuanto al rol que han jugado y pueden jugar los gobiernos, así como las instituciones financieras, multilaterales y regionales para reducir las vulnerabilidades y mitigar los impactos de las crisis, cabe destacar, en primer lugar, el rol de los gobiernos de los países acreedores. Al respecto, debe tenerse en cuenta el papel que jugaron en el siglo XIX los representantes del gobierno británico, por medios diplomáticos y aún de la amenaza de la fuerza, para conciliar diferencias y lograr que sus tenedores de bonos consiguieran el repago de sus obligaciones por parte de los gobiernos de América Latina. Ya desde el siglo XX, debe resaltarse el rol constructivo que tradicionalmente ha jugado el Tesoro de los Estados Unidos y la Reserva Federal en los momentos de crisis financieras que afectaron a América Latina. Con la irrupción del comercio exterior y de los mecanismos de crédito a raíz de la Primera Guerra Mundial, el gobierno de los Estados Unidos buscó restablecer



el crédito con el concurso de la banca y montar un sistema de pagos. Posteriormente fue activo en el proceso de arreglo de la deuda externa luego de la gran Depresión, en el estímulo del comercio durante la Segunda Guerra Mundial, en los procesos de renegociación de la deuda en los ochentas, en el apoyo a México durante la Crisis del Tequila en 1994, y en la manera de hacerle frente a la repercusión de la Crisis Asiática sobre América Latina a fines de siglo y durante la Gran Recesión del 2007-2009. Resta por verse si las autoridades económicas y monetarias de los Estados Unidos establecen algún tipo de diálogo y apoyo especial en caso que la normalización monetaria por parte de la Reserva Federal en los Estados Unidos repercuta gravemente sobre la estabilidad financiera de algún país de la región.

También debe destacarse muy especialmente el rol jugado por el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial desde su creación en 1946 cuando el FMI asesoró a los países de América Latina en materia de sus regímenes cambiarios y les otorgó recursos de balanza de pagos, en tanto que el BM organizó misiones técnicas y extendió créditos para inversión pública. Durante la crisis de los años ochenta y a fines del siglo xx el rol del Fondo Monetario Internacional resultó particularmente clave para conseguir apoyo de balanza de pagos, lograr que los países de América Latina consolidaran sus programas de ajuste y conseguir, como consecuencia, el restablecimiento del crédito de la banca comercial. En cuanto a las vulnerabilidades del sector financiero una herramienta muy importante desarrollada conjuntamente por el FMI y el BM han sido los programas del sector financiero conocidos en inglés como Financial Sector Assessment Programs, FSAP. También debe recalcar la coordinación de las acciones del FMI y el BM con los otros organismos multilaterales y regionales como el Banco Interamericano de Desarrollo, BID, la Corporación Andina de Fomento, CAF, y el Fondo Andino de Reservas, particularmente en período de crisis financieras más recientes.

En términos sobre lo que queda por hacer en materia de reducción de las vulnerabilidades, en especial en relación con el sector financiero, la liquidez externa, los regímenes cambiarios, el manejo fiscal y de la deuda pública, cabe simplemente reiterar la recomendación del BID (2014) en el sentido que para hacerle frente a choques como los que pueden provenir de la normalización monetaria y que pueden conducir a un aumento de las tasas de interés, menores flujos de capital, depreciación de las tasas de cambio y caída en el

mercado de valores lo que se requiere es continuar fortaleciendo las economías hasta lograr bajos déficits en cuenta corriente, reservas internacionales adecuadas y posiciones fiscales sólidas haciendo que estas tengan un menor riesgo de una suspensión súbita. Pero, ante todo, los países de América Latina deben adelantar reformas estructurales dirigidas a lograr una mayor inclusión social, formalización laboral y mayor equidad, ya que la mayor vulnerabilidad de los países no es su falta de fortaleza para resistir los choques financieros externos, sino, más bien, los choques sociales internos que se vienen reflejando en las protestas sociales en varios países de la región. ■

## REFERENCIAS

- Bernanke, Ben, (2000), *Essays on The Great Depression*, Princeton The First Latin American Debt Crisis University Press.
- Dawson, F. G. (1990), *The First Latin American Debt Crisis*, Yale University Press.
- Inter-American Development Bank, (2014), *Global Recovery and Monetary Normalization: Explaining a Chronicle Foretold?* Latin American and Caribbean Macroeconomic Report.
- International Monetary Fund (2014), *World Economic Outlook*, abril.
- Junguito, Roberto, (1995), *La Deuda Externa en el Siglo XIX: Cien Años de Incumplimiento*, TM Editores y Banco de la República.
- Ocampo, J.A. y Bértola L., (2012), *Desarrollo, Vaivenes y Desigualdad: Una Historia Económica de América Latina Desde la Independencia*, Secretaría General Iberoamericana.
- The Economist*, (2014), A History of Finance in Five Crisis and How the Next One Could be Prevented, April 12-14.
- Sokoloff, K. L. y Zolt, E. M. (2012), *Inequality and the Evolution of Taxation, Economic Development in the Americas since 1500*, Cambridge University Press.
- Warburg, Paul M., (1930), *The Federal Reserve System: Its Origin and Growth*, The Mac Millan Company, New York.





### ERNESTO TALVI

Directora académico de CERES (Centro de Estudios de la Realidad Económica y Social) del Uruguay e investigador *senior* no residente de la Brookings Institution donde dirige la Brookings Global-CERES Economic and Social Policy in Latin America Initiative. Entre 2001 y 2011, fue asesor principal en temas macroeconómicos y financieros globales y regionales del Departamento de Investigación del Banco Interamericano de Desarrollo (BID). Fue investigador *senior* del Departamento de Investigación del Banco Interamericano de Desarrollo, entre 1995 y 1997; economista jefe y director del Departamento de Política Económica del Banco Central del Uruguay entre 1990 y 1995. Ha publicado varios artículos académicos en libros y revistas especializadas. Talvi es doctor en Economía y MBA en Finanzas de la Universidad de Chicago y economista de la Universidad de la República Oriental del Uruguay.

▪ **TREINTA Y CINCO AÑOS DE CRISIS**  
 ▪ **FINANCIERAS RECURRENTES**  
 ▪ **EN AMÉRICA LATINA:**  
 ▪ **¿HACIA UN NUEVO (Y MEJOR) PARADIGMA?**

▪  
 ▪  
 ▪  
 ▪

▪ **C**uando en 1982 se produjo un colapso en los flujos de capital que habían llegado a raudales a nuestras costas impulsados por el reciclaje de los petrodólares e intermediados por los bancos internacionales, América Latina entró en crisis abriendo paso a lo que posteriormente se conoció como la “década perdida”. La sequía en las afluencias de capital a la región se extendió hasta 1989 y el diagnóstico predominante de la época fue que la crisis tuvo su génesis en que el modelo de sustitución de importaciones y de fuerte intervención del Estado en la economía se había agotado.

La “crisis del modelo” abrió paso al así llamado Consenso de Washington, cuyos pilares fundamentales eran la disciplina macroeconómica, la apertura comercial y financiera de la economía, la desregulación de los mercados y la privatización de las empresas del Estado. En los años posteriores a la crisis, el modelo proteccionista y estatista predominante en la región sería gradualmente sustituido en la gran mayoría de los países por uno de orientación más liberal.

La premisa fundamental de los promotores del Consenso de Washington era que la disciplina macroeconómica, la apertura económica y las medidas promercado habrían de atraer capitales y promover el crecimiento. Más aún, también se creía entonces que los mercados financieros internacionales, a los cuales los países de la región fueron ganando gradualmente acceso a principios de los años noventa, actuarían como los auditores de que las buenas políticas se sostuvieran en el tiempo. Cualquier desvío sería castigado con severidad, perdiendo los países el acceso al crédito y al capital internacional. Por contraposición, países con políticas económicas sanas y fundamentos sólidos tendrían asegurado un acceso fluido a los mercados internacionales de capital.



Las reformas del Consenso de Washington empezaron a ser adoptadas por la gran mayoría de los países en la segunda mitad de los años ochenta y se consolidaron a principios de los años noventa cuando las hiperinflaciones de Argentina, Brasil y Perú fueron definitivamente derrotadas. Tal como lo habían pronosticado sus promotores, las afluencias de capital a la región crecieron exponencialmente de un nivel cercano a cero a finales de los ochenta hasta alcanzar un 5,5% del PBI regional y un 24% de la inversión total de la región a mediados de 1998. Entre 1991 y 1997, la región creció a una tasa del 5% anual que resultaba tremendamente significativa después de una década perdida en la que la región prácticamente no creció.

Todo parecía rodar de acuerdo a lo previsto —no sin algún susto cuando la Crisis del Tequila llevó a una reversión momentánea en los flujos de capital a la región que afectó fundamentalmente a México y Argentina— hasta que en agosto de 1998 se vino la noche. Una vez más se produjo un colapso abrupto, generalizado y persistente en los flujos internacionales de capital hacia la región. Este colapso que llevó los flujos de capital nuevamente a niveles cercanos a cero hacia el año 2002, golpeó en mayor o menor medida a todos los países de la región. En algunos países el golpe fue virulento: Argentina terminó con una crisis cambiaria y financiera, un *default* de la deuda pública y un colapso económico. Pero también Chile, un país con sólidos fundamentos económicos, políticas macroeconómicas sanas, un proceso sostenido de transformaciones estructurales que modernizaron su economía y llevaron a un elevado crecimiento, fue golpeado con dureza y aunque no tuvo una crisis financiera ni de deuda soberana, tuvo que procesar un ajuste macroeconómico severo.

Ante este nuevo e inesperado traspié de la región, el diagnóstico inicial apuntó nuevamente al fracaso del modelo, en este caso el promovido por el Consenso de Washington. Para los críticos de dicho consenso, esta crisis era la crónica de una muerte anunciada y producto de las medidas de liberalización, en particular, la liberalización financiera, que habrían facilitado la llegada de “dinero caliente” y creado las condiciones para movimientos desestabilizadores en los flujos de capital.<sup>1</sup> Una vez más, este diagnóstico ponía el énfasis de las dificultades por las que atravesó la región entre 1998 y 2002 en las políticas domésticas.

---

1. Ver Stiglitz (2003).

A pesar de que tanto la reversión de los flujos de capital de 1982-89 como la de 1998-2002 fueron eventos que afectaron de manera simultánea a varios países de la región con políticas económicas y fundamentos muy disímiles, pocos repararon en la naturaleza sistémica de estos eventos.<sup>2</sup> Esta falta de foco en las dimensiones sistémicas de estos fenómenos financieros no deja de llamar la atención. Después de todo, el colapso en los flujos de capital que golpeó a la región desde 1982 no solo afectó a una gran cantidad de países emergentes sino que se produjo después de un aumento dramático y sostenido de las tasas de interés de los EE.UU., que el entonces presidente de la Reserva Federal, Paul Volcker, orquestó para combatir una tasa de inflación que orillaba el 20%. Después de todo, el colapso en los flujos de capital que afectó a la región desde 1998 no solo afectó también a una gran cantidad de países emergentes sino que se produjo después del *default* parcial de Rusia sobre su deuda interna en agosto de 1998, que precipitó un aumento dramático de las primas de riesgo de las economías emergentes. En su pico, estas alcanzaron los 1.500 puntos básicos por encima de los bonos del Tesoro de los EE.UU.

A diferencia de las interpretaciones de las crisis regionales que ponían el énfasis en las deficiencias de las políticas domésticas, las interpretaciones sistémicas ponen a los mercados internacionales de capital en el epicentro del problema. En lugar de ser los auditores de las buenas políticas, estos mercados son en sí mismos una fuente de inestabilidad como resultado de deficiencias en la arquitectura financiera internacional. A raíz de estas deficiencias, países con fundamentos sólidos y capacidad de repago a largo plazo podrían verse amenazados por la insolvencia si por algún motivo fuera del control de los gobiernos y no relacionado con las políticas domésticas de los países, una masa crítica de inversores o bancos no estuviera dispuesta a refinanciar las deudas que vencen. Puesto en otras palabras, una crisis de liquidez podría tornar en insolventes y provocar una crisis en economías perfectamente sanas.

---

2. Un trabajo pionero y a la postre sumamente influyente sobre el rol de los factores externos en el desempeño económico de América Latina fue el de Calvo, Reinhart y Leiderman (1993).



## CAMBIO DE PARADIGMA I: DE LO IDIOSINCRÁTICO A LO SISTÉMICO

El cambio de énfasis hacia los elementos financieros sistémicos comunes a las crisis regionales fue un cambio de paradigma clave que emergió con mucha fuerza y ganó derecho de ciudad, muy especialmente después de la crisis que siguió al *default* de Rusia en 1998.<sup>3</sup>

Lo extraordinariamente llamativo de la crisis rusa que desafiaba nuestra capacidad de comprender es que un *default* parcial de la deuda interna, en un país que representaba apenas 1% del PBI mundial y que no tenía vínculos financieros ni comerciales significativos con América Latina, pudiera producir una onda expansiva de tales proporciones.

Calvo (1999) argumenta que el colapso sincronizado y generalizado de los flujos de capital hacia los países emergentes en general y América Latina en particular, puede explicarse por el impacto de la crisis Rusa en las hojas de balance de los intermediarios financieros que invierten en los países emergentes. Estos intermediarios tenían un elevado grado de *leverage* y las pérdidas ocasionadas por el *default* ruso les llevó a una situación de iliquidez y a la venta forzada a precios de liquidación de bonos de todos los países emergentes de la cartera, para hacer frente a la pérdida de valor del colateral. En ausencia de un prestamista internacional de última instancia que pudiera tomar los bonos de los países emergentes como colateral de la provisión de liquidez de emergencia, se produjo un colapso generalizado en el precio de los bonos que afectó el costo y el acceso al financiamiento de países emergentes con fundamentos perfectamente sólidos y con capacidad de repago. Según Calvo (1999), el contagio financiero que siguió a la crisis rusa tuvo como propagador fundamental a los intermediarios financieros internacionales.

Esta crisis y lo que aprendimos como resultado, reveló la ausencia de un engranaje clave en la arquitectura financiera internacional: la existencia de un prestamista internacional de última instancia para el enorme mercado de bonos internacionales de los países emergentes. Aunque hubo varias iniciativas para reformar la arquitectura financiera internacional, más bien orientadas a contribuir a una resolución ordenada de las reestructuraciones de deuda

3. A este cambio de paradigma contribuyeron aportes clave como los de Calvo (1999), Calvo y Mendoza (2000) y Kaminsky y Reinhart (2003), entre otros.

soberana —como por ejemplo la introducción de Cláusulas de Acción Colectiva (CAC, de acuerdo a su sigla en inglés) en las nuevas emisiones de bonos de países emergentes, o el Mecanismo de Resolución de Deuda Soberana (SDRM, por su sigla en inglés) propuesto desde el Fondo Monetario Internacional (FMI)— no fue hasta el año 2009, después de la quiebra de Lehman Brothers y la crisis financiera global que se desató como consecuencia, que hubo progresos significativos hacia la creación de mecanismos análogos a los de un prestamista internacional de última instancia para los países emergentes.<sup>4</sup>

Después de la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008, la comunidad internacional mostró una disposición —hasta entonces inédita— para apoyar decididamente a las economías emergentes, que en este caso no eran el epicentro de la crisis sino víctimas de una crisis financiera que se originó en el mundo desarrollado. La Reserva Federal de los EE.UU. puso a disposición líneas de liquidez de emergencia para Brasil, Corea, México y Singapur, países emergentes considerados sistémicamente relevantes. El Banco de Japón hizo oportunamente lo propio con Indonesia e India. Las decisiones más importantes y decisivas se producen en abril de 2009 cuando el G-20 decide triplicar los recursos del FMI y este lanza su Línea de Crédito Flexible (FCL, por su sigla en inglés) que permitía a los países emergentes con fundamentos económicos sólidos acceder a desembolsos rápidos, preventivos, sin condicionalidad, y de un tamaño lo suficientemente grande y a plazos lo suficientemente largos como para tener un impacto significativo. Esta acción decidida y audaz de la comunidad internacional jugó un rol clave y evitó que los costos financieros de los países emergentes se dispararan y que el financiamiento internacional se interrumpiera de manera abrupta.<sup>5</sup>

En el punto crítico de la crisis financiera global, la comunidad internacional ponía a disposición de las economías emergentes un volumen de recursos sin precedentes y nuevos instrumentos financieros que de facto produjeron un cambio significativo en la arquitectura financiera internacional y en los procedimientos operativos del FMI, introduciendo mecanismos que hacían las veces de los de un prestamista internacional de última instancia para las economías emergentes. Esto ocurría en marcado contraste

4. Ver por ejemplo CLAAF (2002) y Krueger (2002).

5. Ver Izquierdo y Talvi (2010), e Izquierdo y Talvi (2011).



con lo que había sucedido después de la crisis rusa, cuando el apoyo de la comunidad internacional en general y del FMI en particular, fue lento, sujeto a condicionalidad, curativo más que preventivo y de un tamaño insuficiente.

Pasado el momento crítico de la crisis, los mecanismos de provisión de liquidez preventiva fueron institucionalizados, perfeccionados y ampliados. El FMI cuenta hoy con una amplia gama de facilidades que permiten a los países con sólidos fundamentos y políticas económicas sanas acceder a líneas de liquidez contingentes, que se contratan ex-ante y se desembolsan a discreción del país, sin condicionalidades y por montos potencialmente significativos que no están sujetos a los límites habituales de acceso y que se deciden caso a caso. Acompañando esta tendencia, el Banco Mundial y los bancos de desarrollo regionales —el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) y el Banco de Desarrollo de América Latina (CAF)— desarrollaron mecanismos propios de asistencia de liquidez, a la vez que se fortalecieron mecanismos regionales de provisión de liquidez como el Fondo Latinoamericano de Reserva (FLAR).

## **CAMBIO DE PARADIGMA II: DE LAS VULNERABILIDADES MACROECONÓMICAS A LAS VULNERABILIDADES FINANCIERAS**

El cambio de paradigma de lo idiosincrático a lo sistémico y la toma gradual de conciencia de la dimensión global de los eventos financieros traumáticos que padeció la región a principio de los años ochenta y finales de los noventa, tuvieron también su corolario en la concepción y el diseño de políticas domésticas. El foco se amplió para incluir no solamente las vulnerabilidades macroeconómicas: las monetario-cambiarias (el riesgo de un ataque especulativo contra la moneda que pudiera resultar en una macrodevaluación), las vulnerabilidades fiscales (el riesgo de que una dinámica de deuda no convergente pudiera terminar en una crisis de solvencia) y vulnerabilidades externas (el riesgo de que un déficit de cuenta corriente insostenible pudiera forzar un severo ajuste macroeconómico). El cambio de paradigma obligó a focalizar crecientemente la atención en las vulnerabilidades de tipo financiero: la liquidez internacional, la deuda de corto plazo, la “dolarización” de los pasivos, la velocidad del crecimiento del crédito y en el precio de los activos, los riesgos ocultos que no quedan reflejados en los balances de los bancos, para poner solo algunos ejemplos.

Las vulnerabilidades financieras domésticas tienden a amplificar el impacto adverso de los episodios de turbulencia severa en los mercados financieros internacionales que resulten en un recorte abrupto de los flujos de capital. Un frío polar afecta a las personas de manera diferente dependiendo de su fortaleza y salud física. En algunos casos puede producir un simple resfrío en tanto que en otros puede derivar en una neumonía. De la misma forma, un corte abrupto en los flujos de capital afectará a los países de manera diferente dependiendo de las vulnerabilidades domésticas. Por ejemplo, la reducción abrupta en los flujos de capital que siguió a la crisis rusa afectó de manera diferente a los países de la región. Algunos como Chile en 1998, tuvieron ajustes macroeconómicos severos pero sin crisis financiera, en tanto que otros, como Argentina en 1998, experimentaron crisis financiera, reestructuración de la deuda pública y colapso económico. Este impacto diferencial se puede rastrear al hecho de que la interrupción abrupta en los flujos de capital obligaba a un severo ajuste del tipo de cambio real en ambos países. Argentina a diferencia de Chile, tenía fuertes descalces de monedas en los balances de las familias, las empresas y el Estado, y una devaluación estaba llamada a crear efectos devastadores sobre la capacidad de repago de estos agentes y, por lo tanto, sobre la salud del sistema financiero.<sup>6</sup>

Aunque la región había hecho progresos significativos en el frente inflacionario y fiscal en la década de los noventa, fue justo después de la crisis rusa y la nueva ronda de dificultades en unos casos y de calamidades en otros, que se hicieron también progresos notables en reducir las vulnerabilidades financieras. En la actualidad, países como Brasil, Chile, Colombia, México y Perú, tienen en promedio un ratio de reservas internacionales a deuda de corto plazo dos veces superior al que exhibían en 1998 antes de la crisis rusa, y se ubica cómodamente por encima del nivel crítico de 100%.<sup>7</sup> Aunque el endeudamiento total —público y privado, doméstico y externo— exhibe en la actualidad niveles similares a los que tenían en promedio estos mismos países previo a la crisis rusa —alrededor de 100% del PBI— el grado de dolarización se ha reducido en más de 20 puntos del PBI y la deuda dolarizada

6. Ver Calvo, Izquierdo y Talvi (2003), Calvo y Talvi (2005), Calvo, Izquierdo y Mejía (2008).

7. Para una discusión sobre el nivel crítico del ratio de reservas internacionales a deuda de corto plazo ver Rodrik y Velasco (1999).



representa en promedio el 30% de la deuda total. Esta desdolarización de los pasivos ha reducido el “miedo a flotar” posibilitando crecientemente que los movimientos en el tipo de cambio contribuyan a absorber los *shocks* externos, sin temer por el daño colateral que estos movimientos puedan ocasionar en las hojas de balance de familias, empresas y gobiernos. En el frente bancario, la regulación y la supervisión han mejorado notoriamente en los países de la región que hoy cuentan con una banca mucho mejor capitalizada, en tanto que la introducción de políticas macroprudenciales contribuirá a mitigar los riesgos financieros sistémicos que tienden a gestarse durante los períodos de bonanza.

## A MODO DE CONCLUSIÓN

En momento de celebrar los treinta y cinco años del FLAR muchas cosas han cambiado para bien en América Latina. En primer lugar, la arquitectura financiera internacional ha evolucionado en la dirección correcta y las instituciones financieras multilaterales y regionales cuentan hoy con los recursos y con los instrumentos para ofrecerle a los países emergentes en general y a los de la región en particular, servicios de prestamista internacional de última instancia para proveer liquidez inmediata y sin condicionalidades a los países con sólidos fundamentos y buenas políticas, en momentos de turbulencias en los mercados financieros internacionales, cuando el acceso al financiamiento se hace difícil y caro. De haber existido una red de seguridad similar, el daño económico y humano ocasionado por las turbulencias financieras internacionales a principios de los ochenta y a finales de los noventa, en las que los países de la región no tuvieron arte ni parte, pudieron haberse evitado.

En segundo lugar, la región ha hecho progresos muy significativos para reducir las vulnerabilidades financieras domésticas que han sido un mecanismo de propagación y amplificación de las turbulencias financieras externas, muchas veces con resultados dramáticos.

Aunque todavía queda mucho camino por recorrer, no cabe duda que como resultado de los cambios favorables en la arquitectura financiera internacional y el fortalecimiento de las variables financieras domésticas, la región está hoy mucho mejor equipada para enfrentar turbulencias financieras

globales de lo que lo estaba apenas unos años atrás. Confiamos en que este progreso sea suficiente para dejar atrás los cataclismos financieros y económicos que nos asediaron en los treinta y cinco años de vida del FLAR, y que la región pueda concentrar sus energías, intelectuales y políticas, en promover el desarrollo económico y la mejora en la calidad de vida de nuestros ciudadanos. ■

## REFERENCIAS

- Calvo, Guillermo A. (2005), "Emerging Capital Markets in Turmoil, Bad Luck or Bad Policy?", 547pp. The MIT Press, Cambridge, MA, USA.
- Calvo, Guillermo A., Carmen Reinhart, and Leonardo Leiderman (1993), "Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America: The Role of External Factors", IMF Staff Papers, Vol.40 (1): 108-151.
- Calvo, Guillermo A., and Enrique Mendoza (2000), "Rational Contagion and the Globalization of Securities Markets", Journal of International Economics 51(1): 79-113.
- Calvo, Guillermo A., Alejandro Izquierdo, Ernesto Talvi (2003), "Sudden Stops, the Real Exchange Rate, and Fiscal Sustainability: Argentina's Lessons", National Bureau of Economic Research, NBER Working Paper N° 9828, Cambridge, MA, USA.
- Calvo, Guillermo A., and Ernesto Talvi (2005), "Sudden Stop, Financial Factors and Economic Collapse in Latin America: Learning from Argentina and Chile", National Bureau of Economic Research, NBER Working Paper N° 11153, Cambridge, MA, USA.
- Calvo, Guillermo A., Alejandro Izquierdo and Luis F. Mejía (2008), "Systemic Sudden Stops: The Relevance of Balance-Sheet Effects and Financial Integration", National Bureau of Economic Research, NBER Working Paper N° 14026, Cambridge, MA, USA.
- CLAAF (2002), "Reforms in the Process of Restructuring International Sovereign Debt", URL: [http://www.claaf.org/documents/o6\\_Statement.pdf](http://www.claaf.org/documents/o6_Statement.pdf). Joint Statement of the European, Japanese, Latin American and the U.S. Shadow Financial Regulatory Committees, Washington, D.C.
- Izquierdo, Alejandro and Ernesto Talvi (2009), "A Stability Pact à la Maastricht for Emerging Markets", URL: <http://www.voxeu.org/article/future-international-lender-last-resort-facilities>. VoxEU.org, December 12th, 2009.
- Izquierdo, Alejandro and Ernesto Talvi (2010), "The Aftermath of the Global Crisis: Policy Lessons and Challenges Ahead for Latin America and the Caribbean", Inter-American Development Bank Report, Washington, D.C.



- Kaminsky, Graciela and Carmen Reinhart (2003), "The Center and the Periphery: The Globalization of Financial Shocks", National Bureau of Economic Research, NBER Working Paper N° 947, Cambridge, MA, USA.
- Krueger, Anne O. (2002), "Sovereign Debt Restructuring Mechanism: One Year Later", URL: <https://www.imf.org/external/np/speeches/2002/111202.htm>. Banco de Mexico's Conference on "Macroeconomic Stability, Financial Markets and Economic Development", Mexico City.
- Rodrik, D., and Andrés Velasco (1999), "Short-Term Capital Flows", National Bureau of Economic Research, NBER Working Paper N° 7364, Cambridge, MA, USA.
- Stiglitz, Joseph (2003), "El Rumbo de las Reformas: Hacia una Nueva Agenda para América Latina", Revista de la CEPAL N° 80, Santiago, Chile.







### GUILLERMO CALVO

Profesor de Economía, Asuntos Internacionales y Públicos, y director del Programa en Gestión de la Política Económica (PEPM) en Columbia University desde enero de 2007.

Fue economista jefe del Banco Interamericano de Desarrollo (2001-2006) y asesor *senior* del Departamento de Investigación del FMI. Ha sido presidente de la Asociación de Economía de América Latina y el Caribe, LACEA, 2000-2001; presidente de la Asociación Económica Internacional, IEA, 2005-2008. Además, ha sido profesor en la Universidad de Pensilvania y profesor universitario distinguido en la Universidad de Maryland.

Asesoró a varios gobiernos de América Latina y Europa Oriental. Entre sus muchos títulos honoríficos destacan el premio del Rey Juan Carlos en Economía en 2000; el premio Carlos Díaz-Alejandro otorgado por LACEA en 2006; y es *fellow* de la Sociedad de Econometría, obtuvo su PhD en Economía en la Universidad de Yale en 1974.

- **VOLATILIDAD DE LOS**
- **FLUJOS CREDITICIOS:**
- **UN PROBLEMA QUE NO CESA<sup>1</sup>**

- 
- 
- 
- 
- 

**M**e da un gran gusto participar en este volumen celebrando los treinta y cinco años del FLAR, el prestamista de última instancia en áreas crecientes de la región y que está llamado a jugar un rol aún más importante en el futuro, dados los problemas que subrayo en esta breve nota.

El mensaje central de esta nota es:

Cuidado con el crédito. Lo hemos ignorado por los últimos cuarenta años y hemos pagado un precio alto por hacerlo. El crédito es un caballo brioso y rebelde que aún estamos lejos de saber cómo domar.

91

#### **LA LECCIÓN CENTRAL DE LAS ÚLTIMAS CUATRO DÉCADAS: EL CRÉDITO IMPORTA ¡Y MUCHO!**

Las crisis financieras internacionales a partir de los años setenta están íntimamente ligadas al renacimiento del flujo de capitales de cartera (portfolio capital). Este componente de la balanza de pagos surgió con fuerza a principios de los sesenta luego de la ruptura (del tratado) de Bretton Woods, el fuerte aumento de los precios del petróleo y la ola de *petrodólares* hacia los Mercados Emergentes (MES). Con anterioridad y particularmente en los años sesenta la Inversión Directa Externa (IDE) tomó el centro de la escena, pero no hay evidencia de que haya provocado el tipo de crisis que hemos visto a partir de los años setenta, especialmente luego de las crisis iniciadas en México en 1982 (Crisis de la deuda) y 1994/5 (Crisis del tequila).

---

1. Deseo expresar mi agradecimiento a Sara Calvo y Pablo Ottonello por sus valiosos comentarios.



El hecho de que el surgimiento del capital de cartera esté asociado con crisis financieras no debió haber sorprendido. Como lo señala Kindleberger (1978), las burbujas financieras han estado siempre acompañadas por una expansión importante del crédito.<sup>2</sup> Sin embargo, esa lección se había olvidado. Recién a partir de la crisis mundial reciente (Crisis del subprime) el tema ha vuelto al centro de la escena. Como voy a tratar de argumentar en esta sección, este punto de vista tan curioso tiene parte de su explicación en las siguientes conjeturas que tenían plena vigencia antes de la ruptura de Bretton Woods: (a) que las tasas de cambio fluctuantes iban a *reducir* los flujos de cartera y (b) que los *shocks* macroeconómicos relevantes para los MES tenían que ver con sus debilidades estructurales y no con *shocks* financieros provenientes del resto del mundo. La conjetura (a) fue rápidamente barrida por los hechos, pero la (b) duró prácticamente incólume hasta la Crisis del subprime. Ambas son hoy día una rareza, pero vale la pena entender un poco mejor cómo surgieron. Nos enseñan, entre otras cosas, qué fácil es caer en posiciones dogmáticas en el campo de la política económica.

Sospecho que la conjetura (a) estaba inspirada en el hecho de que durante Bretton Woods los flujos de cartera que involucran al sector oficial eran dominantes y que se había generado una corrida incipiente contra el dólar, debido a que la paridad dólar/oro era insostenible. Al dejar las tasas de cambio fluctuar con respecto al oro y otras monedas, se esperaba que ese problema desapareciese y que, en principio, el movimiento de capitales de cartera se estabilizase, si es que no iba a desaparecer completamente.

El rápido y fuerte surgimiento de los *petrodólares* mostró que esa conjetura estaba seriamente equivocada.<sup>3</sup> Pero el error no parece haber llevado a una revisión sustancial del paradigma subyacente. Por ejemplo, uno hubiese esperado que al ver que los flujos de cartera podían aumentar de manera rápida y significativa, surgiera el temor de que, así como subieron, los flujos de cartera también podrían caer de forma precipitosa. Sin embargo, esa no parece haber sido la preocupación dominante. Como lo señala Boughton (2001), por ejemplo, el Fondo Monetario Internacional (FMI) tenía serias

2. Véase Schularick y Taylor (2012) para resultados recientes sobre este tema.

3. Además, se esperaba que la flotación cambiaria reduciría los incentivos de los bancos centrales a acumular reservas internacionales, lo cual también resultó un pronóstico incorrecto.



preocupaciones sobre la sostenibilidad de estos flujos porque varios de los países que se estaban endeudando mostraban déficits fiscales altos y aparentemente insostenibles. Pero, lo que más preocupaba al FMI era el desequilibrio *fiscal* —no un *Sudden Stop* (es decir, una interrupción súbita e inesperada de los flujos de capitales) que viniese del propio sector financiero (lo que refleja la relevancia que tenía la conjetura (b) señalada más arriba)—.<sup>4</sup>

La crisis temida por el Fondo Monetario Internacional hizo eclosión cuando las autoridades mexicanas anunciaron que el país no iba a poder cumplir con sus obligaciones crediticias en agosto de 1982. La crisis se expandió a muchos otros MES, lo que llevó a ser caracterizada como “crisis de la deuda”. Vale la pena notar que esta crisis surge luego de que la Reserva Federal de EE.UU. (FED.) elevó las tasas de interés a principios de los años ochenta a niveles impensados. Por lo tanto, un análisis objetivo del episodio debería haber tomado en cuenta también el *shock* que provino del sector financiero internacional. Sin embargo, tanto el FMI como la mayoría de los analistas respetados le dieron especial importancia al desequilibrio fiscal y eso, sin duda, quedó en el subconsciente colectivo hasta la próxima gran crisis, la Crisis del tequila en 1994/5.<sup>5</sup>

Como el lector ya habrá empezado a sospechar, uno de los mensajes de esta nota es que las autoridades locales, las Instituciones Financieras Internacionales (IFIS) y la profesión no estaban preparadas para asesorar a los hacedores de política en esta nueva etapa en la que los capitales de cartera tomarían un papel importante. Eso se me hizo aun más evidente a principios de la década de los noventa cuando escribí un artículo, junto con Leonardo Leiderman y Carmen Reinhart,<sup>6</sup> en el que se argumenta empíricamente que las tasas de interés de corto plazo de EE.UU. es un factor importante en la determinación del flujo de capitales hacia América Latina, alentando la entrada cuando bajan y lo contrario cuando suben. Dado que las tasas de la Fed. estaban a niveles históricos muy bajos, el artículo alertaba que la región

4. La aparente obsesión del FMI con los temas fiscales, llevó a Larry Summers a decir en chiste que IMF (sus siglas en inglés) significaba “It is Mostly Fiscal” (*es mayormente fiscal*).

5. Una excepción es Borensztein y Calvo (1989), el cual señala que la suba de tasas de la Fed pudo haber jugado un papel muy importante en la crisis de la deuda.

6. Ver Calvo, Leiderman y Reinhart (1993).



podría estar a punto de sufrir un sacudón en sus balanzas de pagos, a pesar de todas las reformas que se había hecho hasta entonces.

Para nuestra sorpresa, aquel documento causó lo que se podría caracterizar como “una conmoción” en el FMI (institución en la que los tres autores estaban empleados), lo que nos hizo caer en la cuenta de que realmente estábamos cuestionando un principio casi sagrado dentro de esa institución, a saber, que si los países tenían sus cuentas fiscales en orden, el mercado de capitales iba a estar de su lado y, más bien, iba a ayudar al ajuste —aún si los países se enfrentasen con *shocks* reales importantes como, por ejemplo, un deterioro de los términos del intercambio—. Nuestro documento no negaba ese principio, pero alertaba que, por ejemplo, una suba en la tasa de interés de la FED. podría causar una crisis de balanza de pagos, a pesar de que los países no exhibiesen serios desequilibrios fiscales. A pesar de ello, la reacción dentro del FMI estuvo muy lejos de ser positiva. Los riesgos externos de origen financiero se siguieron negando (lo que está en línea con la conjetura (b) señalada más arriba). Esta actitud, vale la pena notar, era claramente compartida por los gobiernos de la región —aunque probablemente en este caso se justificaba un poco más por motivos políticos—. <sup>7</sup>

Afortunadamente, la situación ha venido cambiando en la dirección correcta. El sector financiero empezó a ser puesto en la lista de los sospechosos a partir de la crisis rusa de 1998, aunque tal vez es justo notar que eso no se hizo con total convencimiento. Una razón fue probablemente que las crisis recientes habían ocurrido en los MES, no en los Mercados Desarrollados (MDS). Así es que no se podía rechazar con facilidad la conjetura de que si los MES hubieran adoptado las instituciones que prevalecían en los MDS, las crisis no hubieran ocurrido o hubiesen sido mucho más benignas. <sup>8</sup>

La Crisis del subprime, puso punto final a esas dudas. Nadie cuestiona la importancia de los equilibrios fiscales y externos, incluido la estabilidad inflacionaria, pero hoy día se reconoce que, aún en los MDS, el sistema financiero —y, en particular, el crédito y el capital de cartera— puede crear

7. Cuando el documento se presentó en la reunión de Econometría de 1994 en México, poco antes del inicio de la Crisis del tequila, uno de los comentaristas (empleado del gobierno mexicano) cuestionó nuestra idoneidad profesional, diciendo que los datos para México estaban mal. Nos prometió enviar los datos correctos, lo que nunca sucedió.

8. Este punto de vista está claramente expuesto en Mishkin (2006).

problemas mayúsculos. La pregunta que todavía no tiene una respuesta clara y, menos aún consensuada, es: ¿qué hacer?

### ALGUNAS CLAVES PARA ENTENDER LA DINÁMICA DEL CRÉDITO

El tema del crédito juega un papel preponderante en la literatura económica que podríamos llamar ‘clásica’ y que incluye nombres prominentes como Hayek, Mises y Wicksell. Sin embargo, el tema fue perdiendo su brillo a medida que transcurría el siglo xx. En el famoso modelo IS/LM de Hicks, por ejemplo, el crédito se reduce a un símbolo que representa a *la* tasa de interés. El mercado de crédito no se modela o discute detalladamente y, en su lugar, se enfatiza el mercado monetario. Esto está altamente justificado, por supuesto, dado que el objetivo central de John Hicks era ayudar a entender la *Teoría General* de John Maynard Keynes, en la cual la “preferencia por la liquidez” juega un papel prominente. Pero tuvo el efecto, seguramente no planeado, de poner al mercado de crédito en segundo plano. La literatura subsiguiente siguió ahondando en esa dirección. Milton Friedman dijo “money matters” y, de alguna manera, también dijo (tal vez en voz un poco más baja) “credit doesn’t matter”. La razón no es que el crédito no sea importante pero, más bien, que el mercado de crédito se puede disciplinar a sí mismo, porque es un mercado sofisticado que, a lo sumo, si no anda del todo bien refleja ineficiencias en otras partes de la economía; pero, definitivamente, no es una fuente independiente de problemas. Ese supuesto es central en la teoría macroeconómica convencional moderna hasta antes de la Crisis del subprime, especialmente la que supone Expectativas Racionales. Además, la popularidad de ese punto de vista se vio reforzada por el hecho de que Greenspan lo compartía.

Ahora hemos llegado a estar de acuerdo que las fallas en el sistema financiero no se pueden o deben ignorar, pero sabemos muy poco sobre cómo funciona ese sistema y, menos aún, la dinámica de los instrumentos crediticios. Las subsecciones siguientes discuten un par de temas que ayudan a explicar la volatilidad de los flujos crediticios, la cual puede tener consecuencias muy serias sobre la economía real, como la literatura sobre *Sudden Stop* lo ha demostrado con creces.<sup>9</sup>

9. Ver, por ejemplo, Izquierdo (2013) y Talvi en este volumen.



UNA RELACIÓN SIMBIÓTICA: CRÉDITO Y DINERO<sup>10</sup>

En la teoría macroeconómica de libro de texto, crédito y dinero son objetos muy diferentes. Hasta hay modelos en los que uno ocurre sin el otro. En el modelo convencional que utilizan muchos bancos centrales, por ejemplo, el crédito está representado por una tasa de interés de corto plazo y tanto el dinero como la tasa de cambio no aparecen en el radar (porque son variables “endógenas”). Sin embargo, una lección importante de las últimas crisis —y, particularmente, la Crisis del subprime— es que crédito y dinero son inseparables. Es muy difícil llevar a cabo una operación de crédito sin algo parecido al dinero o, más en general, activos líquidos, es decir, activos que sean fácilmente “vendibles”. Por ejemplo, es muy común que para comprar un bien a crédito el prestamista exija algún tipo de “colateral”. Activos que se utilizan como colateral son activos líquidos que el prestamista puede confiscar en caso de que no se cumpla con el contrato de crédito.

96

Un problema emblemático de la liquidez, sin embargo, es que puede desaparecer muy rápidamente, dado que para que un bien sea líquido solo es necesario que los agentes económicos *esperen* que sea fácilmente aceptado por otros sin una gran pérdida de valor. Su aceptación no tiene necesariamente que ver con lo útil o lo productivo del activo, como lo demuestra enfáticamente el caso del dinero fiduciario. Es así, entonces, que la liquidez se puede perder aunque el activo correspondiente no sufra un deterioro de sus factores “fundamentales”. Un caso reciente muy importante e ilustrativo es el de las Asset-Backed Securities (ABS) que se utilizaban como colateral por los llamados Shadow Banks (SBS). En 2008, el año álgido de la Crisis subprime, las ABS perdieron en pocos días alrededor de 50% de su valor como colateral. Esto generó una corrida contra los SBS, lo que obligó a los SBS a liquidar una parte importante de sus activos y generó un efecto dominó, que profundizó la caída en los mercados de valores.<sup>11</sup> Luego de este episodio, el mercado de crédito se paralizó por falta de colateral, aparte de otros problemas asociados con la crisis misma (como la consecuente pérdida de confianza en el sistema financiero en general). Esto tomó completamente

10. Para una discusión más detallada de estos temas, véase Calvo (2012).

11. Ver Gorton y Metrick (2012).

de sorpresa a los reguladores y bancos centrales: ¡sus modelos no contemplaban para nada esa posibilidad!

#### OTRA RELACIÓN SIMBIÓTICA: CREDIBILIDAD Y CRÉDITO

Esta relación es mucho más intuitiva. La disponibilidad de crédito depende de que el acreedor confíe ya sea en el deudor directamente, o en el deudor como un sujeto que depende de variables macroeconómicas. Esto último es un poco más ABSTRACTO y, otra vez, un ejemplo puede ayudar. Consideremos el caso de una corporación que quiera pedir prestado en el resto del mundo. Su credibilidad como deudor depende de qué políticas se esperan a futuro. La corporación puede tener muy buena reputación como deudor, pero si está localizada en un país en el que se espera que el gobierno imponga, digamos, controles a la salida de capitales, su capacidad de pedir prestado se puede ver seriamente dificultada. La política económica está sujeta a cambios y dichos cambios son, a veces, muy discontinuos. De allí que la credibilidad de la política económica sea tan central y que cuando el mercado sospecha que van a ocurrir modificaciones importantes en la política económica, esto repercute en cambios fuertes en las decisiones del sector privado. La literatura sobre estos temas muestra que esta observación tan básica y simple ayuda a entender por qué puede ser muy difícil llevar a cabo un programa de estabilización antiinflacionario o implementar una política de liberación comercial exitosa.<sup>12</sup>

97

#### POLÍTICA CREDITICIA MIRANDO AL FUTURO

De la discusión anterior es claro que el canal crediticio depende de factores muchos más sutiles que los que surgen en temas en los cuales “lo intertemporal” no es una consideración central. De los dos temas abordados en la sección anterior, el más misterioso y difícil de manejar tiene que ver con el crédito y la liquidez, por lo cual me voy a concentrar en ese tipo de cuestiones.<sup>13</sup>

12. Para más detalles, véase Calvo (1996) y Calvo y Végh (1999).

13. El tema de la credibilidad también es complejo pero, a veces, se lo puede sortear a través de arreglos institucionales como uniones aduaneras o reforzando la independencia del banco central.



Como indico más arriba, la liquidez es eminentemente endógena. Su valor no se deduce fácilmente de funciones de utilidad o de producción, como gran parte de los temas de la economía tradicional. Lo más grave es que la liquidez tiene un impacto directo en el canal de crédito. Por lo tanto, la política crediticia debe poner en el centro de la pantalla los temas de liquidez. Estos temas son complejos. A veces, la liquidez de los activos depende de factores exógenos a la economía local. Por ejemplo, la deuda brasilera puede volverse atractiva para los inversores porque *otros inversores* están dispuestos a invertir en ese activo, lo que contribuye a hacer al activo más líquido.<sup>14</sup> Desde el punto de vista de Brasil, esto es, en principio, buena noticia porque ayuda a bajar las tasas de interés y puede alentar la inversión y el crecimiento. Pero la estabilidad de esos flujos no está garantizada porque los inversores pueden cambiar de opinión en cualquier momento, como es el caso cuando, por ejemplo, la Fed. aumenta sus tasas. Esto último puede tener consecuencias muy serias porque los activos que están ligados a las tasas de la Fed. (por ejemplo, la tasa de las letras de tesorería de EE.UU.) son considerados ultralíquidos (lo que, de paso, sustenta los resultados obtenidos en Calvo, Leiderman y Reinhart (1993).

Por lo tanto, es importante detectar movimientos de capitales que dependan fuertemente de la liquidez. Un tipo de flujo de capitales que podría tener un alto componente de liquidez por la naturaleza de las entidades involucradas, son préstamos interbancarios en moneda extranjera con bancos del exterior. Corea, por ejemplo, ha puesto coto a estos flujos aumentando el costo de este tipo de fondeo.<sup>15</sup> Sin embargo, si bien estos controles pueden ser efectivos en el corto plazo, hay que estar atentos al problema llamado de “desintermediación”, es decir, la posibilidad de que los bancos u otras entidades financieras encuentren otras formas de canalizar estos flujos peligrosos a través de otros canales.

El gobierno también puede reducir la incidencia del factor liquidez denominando su propia deuda en moneda local, digamos “peso”. Pero hay que

14. Esto comúnmente se asocia con un “efecto manada”, lo que introduciría elementos ‘irracionales’ en la discusión. Yo prefiero enfatizar el efecto liquidez porque este último no contradice para nada la hipótesis de racionalidad y, además, tiene un amplio sustento empírico (por ejemplo, corridas bancarias y con las ABS).

15. Véase Bruno y Shin (2014) para una discusión del caso coreano.

tener cuidado porque esta estrategia podría ser contraproducente. No es inusual que durante un período de entrada de capitales, las tasas de interés en moneda extranjera, digamos “dólar”, queden abultadas porque, normalmente, durante la entrada de capitales el peso se aprecia en términos reales con respecto al dólar. Esta pérdida inicial que sufre el país, sin embargo, puede compensarse por una ganancia cuando se revierte la entrada de capitales, si el banco central deja que el peso se deprecie todo lo que sea necesario sin perder reservas internacionales. Pero, en muchos casos, el banco central utiliza sus reservas para poner freno a la depreciación del peso (porque teme generar un pico inflacionario, por ejemplo), lo que les permite a los inversores extranjeros irse con pérdidas de capital menores. En consecuencia, es concebible que si el banco central exhibe un fuerte “miedo a flotar” (*fear of floating*), el país termine estando peor que si la deuda pública hubiese sido denominada en términos de dólares.

Esto muestra que tenemos un problema arduo por delante, el que, muy probablemente, va a necesitar del apoyo de las instituciones financieras internacionales, lo cual sugiere agregarle el siguiente párrafo final al mensaje en la Introducción de este trabajo:

Por lo tanto, ¡cuidado también con las políticas para domar el crédito! ■

## REFERENCIAS

- Borensztein, Eduardo y Guillermo Calvo (1989), “Perspectivas sobre la Deuda Externa”, *El Trimestre Económico*, diciembre.
- Boughton, James M. (2001), *Silent Revolution: The International Monetary Fund 1979-1989*; Washington, DC: International Monetary Fund.
- Bruno, V. y Hyun Song Shin (2014), “Assessing Macroprudential Policies: The Case of South Korea”, *Scandinavian Journal of Economics*, vol. 116, 1, pp. 128-157.
- Calvo, Guillermo (1996), *Money, Exchange Rates, and Output*; Cambridge, MA: MIT Press.
- Calvo, Guillermo (2012), “The Price Theory of Money, Prospero’s Liquidity Trap, and Sudden Stop: Back to Basics and Back”, NBER Working Paper 18285, agosto.
- Calvo, Guillermo, Leonardo Leiderman y Carmen M. Reinhart (1993), “Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America: The Role of External Factors”, *Staff Papers*, March. También en G. Calvo *Emerging Capital Markets in Turmoil: Bad Luck or Bad Policy?* Cambridge, MA: MIT Press, 2005.



- Calvo, Guillermo y Carlos A. Végh (1999), “Inflation Stabilization and BOP Crises in Developing Countries”, en capítulo 24 de *Handbook of Macroeconomics* editado por J.B. Taylor y M. Woodford; Elsevier.
- Gorton, Gary y Andrew Metrick, (2012), “Securitized banking and the run on repo,” *Journal of Financial Economics*, Elsevier, vol. 104(3), pp. 425-451.
- Izquierdo, Alejandro (2013), “Sudden Stops in Capital Flows” en Gerard Caprio (ed.) *The Evidence and Impact of Financial Globalization*, Vol. 3, pp. 535-545. Oxford: Elsevier Inc.
- Kindleberger, Charles P. (1978), *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises*. La sexta edición se hizo póstumamente con la colaboración de Robert Z. Aliber. Ha sido publicada por Palgrave Macmillan, New York, 2011.
- Mishkin, Frederic S. (2006), *The Next Great Globalization: How Disadvantaged Nations Can Harness their Financial Systems to Get Rich*; Princeton: Princeton University Press.
- Schularick, Moritz, and Alan Taylor (2012), “Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles and Financial Crises, 1870-2008”, *American Economic Review*, 102(2), pp. 1029-61.
- Talvi, Ernesto (2014), “Treinta y cinco años de crisis financieras y recurrentes en América Latina: ¿Hacia un nuevo (y mejor) paradigma?”, *Construyendo un fondo regional de reservas. Los 35 años del FLAR*, pp. 78-89.







### ENRIQUE V. IGLESIAS

Economista, político y escritor uruguayo de origen español. Fue secretario técnico de la Comisión de Inversiones y Desarrollo Económico entre 1960 y 1967, presidente del Banco Central del Uruguay en el período 1967-1968, secretario ejecutivo de la CEPAL, de 1972 a 1985, ministro de Relaciones Exteriores de Uruguay, entre 1985 y 1988, presidente del Banco Interamericano de Desarrollo (BID) de 1988 a 2005, y secretario general de la Secretaría General Iberoamericana de 2005 a 2014. Iglesias fue subsecretario general y secretario general adjunto de las Naciones Unidas, y se convirtió en asesor especial sobre Fuentes Energéticas Nuevas y Renovables del director general para el Desarrollo y la Cooperación Económica Internacional de la sede de la ONU.

- **LOS MANDATOS DE LOS BANCOS**
- **CENTRALES A LA LUZ DE LAS LECCIONES**
- **DE LA ÚLTIMA CRISIS FINANCIERA GLOBAL**

- 
- 
- 
- 
- 
- 

**LA ÚLTIMA CRISIS HA PUESTO DE MANIFIESTO  
CUAN DELICADO ES EL SISTEMA FINANCIERO GLOBAL**

En agosto de 2007, el sistema monetario internacional sufrió un colapso. Los mercados interbancarios se cerraron, los bancos dejaron de prestarse los unos a los otros. A continuación vino un período de crisis y desconfianza que dura todavía hoy y que afecta mucho más a los países industrializados: Europa y Estados Unidos. Latinoamérica ha salido bien parada de esta crisis que no provocó, pero sus impactos frenaron la senda de crecimiento. Esta crisis apareció después de una década y media de crecimiento sostenido, baja inflación y tipos de interés y creciente empleo en el mundo industrializado. En Latinoamérica esta racha de prosperidad aunque se inicia casi cinco años más tarde, se manifiesta con mucha fuerza a partir del año 2004-2005.

Esos sucesos nos han recordado cuanto depende el buen funcionamiento de una economía de una infraestructura financiera estable y cuan delicada y frágil puede ser esta. Su estabilidad depende del mantenimiento de la confianza en sus diversos elementos, del valor interior y exterior de la moneda, de la fiabilidad de los mecanismos de compensación y de pagos y de la capacidad de las empresas financieras para ofrecer ininterrumpidamente intermediación entre prestamistas y prestatarios a un coste que refleje razonablemente el riesgo.

El cuidado de la infraestructura financiera de una jurisdicción monetaria requiere que el banco central tenga en cuenta muchos requisitos simultánea y continuamente. Por ello, los bancos centrales tienen múltiples mandatos. Sin embargo, no siempre han prestado igual atención a todos los mandatos, sino que a veces han puesto un excesivo énfasis en uno u otro de sus mandatos a expensas de los demás.



Los bancos centrales del mundo tienen poderes y gozan de independencia para operar su instrumento principal, el tipo de interés a corto plazo, y entre 1996 y 2006, lo utilizaron fijándose demasiado en el control de la inflación y olvidando otros mandatos. En efecto, durante ese período la inflación se mantuvo baja y estable, ello fue el resultado de tres ingredientes: políticas monetarias basadas en ajustes de los tipos de interés ante desviaciones esperadas en los objetivos de inflación, aumentos de productividad en las economías y reducción de los precios por las importaciones de Asia. Los bancos centrales mantuvieron tipos de interés bajo y estable, pues la inflación baja no recomendaba ajustes en los tipos de interés. Así pues, en este período los bancos centrales cumplieron bien con el objetivo de estabilidad de precios, pero no atendieron otra tarea propia de los bancos centrales: la estabilidad financiera.

El objetivo de este artículo es reflexionar sobre algunas de las lecciones que nos ha enseñado esta crisis en relación a la necesidad de que los bancos centrales atiendan simultáneamente todos sus mandatos tanto en tiempos de normalidad como en tiempos de crisis. El artículo está organizado de la forma siguiente. Primero, esbozaremos las razones por las que los bancos centrales prestaron atención prioritaria al mandato de inflación frente al mandato de estabilidad financiera. Segundo, analizaremos las razones por la que los bancos centrales tienen que prestar más atención al objetivo de estabilidad financiera, aunque ello no esté exento de conflictos con el mandato de control de la inflación. Tercero, hablaremos de la necesidad de que los bancos centrales estén involucrados directa o indirectamente con la regulación y supervisión de las entidades financieras. Cuarto, veremos que la provisión de liquidez que es una tarea típica de los bancos centrales, adolece de algunos fallos que deberán ser corregidos. Quinto, hablaremos de la necesidad, todavía no reconocida, de disponer de una institución que haga algunas de las funciones del banco central para el mundo. Por último, unas reflexiones finales.

#### **LOS BANCOS CENTRALES DIERON PRIORIDAD AL OBJETIVO DE ESTABILIDAD DE LOS PRECIOS EN LOS AÑOS PREVIOS A LA CRISIS**

La II Guerra Mundial puso la preocupación por la inflación en el centro de la política económica y los bancos centrales tuvieron desde entonces un papel

primordial en su control. No obstante, los bancos centrales también tienen otros mandatos que se refieren a la estabilidad del sistema financiero y la de proveedor de liquidez de última instancia. FMI (2010) menciona que de los veinte países del G-20, diecisiete tienen el mandato de atender a la estabilidad financiera y ello está explícitamente establecido por ley.

En los últimos veinte años los bancos centrales de casi todas las economías industrializadas y la mayoría de los grandes países emergentes adoptaron una política monetaria cuyo objetivo primordial fue la estabilidad de precios al consumo. Dicha política monetaria descansó en tres pilares. Primero, independencia de los bancos centrales para lograr la estabilidad de precios. Segundo, una formulación de las políticas basada en anuncios de objetivos de inflación e intervenciones cuando se producían desviaciones entre el objetivo de inflación y la inflación real. Tercero, una utilización de la tasa de interés a corto y de las operaciones de mercado abierto.

La adopción de este marco institucional que se inicia en los años ochenta y se completa a lo largo de la década de los noventa contribuyó a la estabilidad macroeconómica de los países industrializados y de los emergentes. Latinoamérica también adoptó este marco institucional para su política monetaria en los años noventa y la mayoría de los bancos centrales de la región tienen objetivos estrictos de inflación y son independientes para gestionar los tipos de interés que llevan a este objetivo.

En este contexto, se desarrolló un consenso intelectual acerca de que una inflación controlada era la mayor contribución que la política monetaria podía hacer a la estabilidad financiera. Aunque no se formulara diciendo explícitamente que una inflación baja garantizaría la estabilidad financiera, parecía como si el consenso intelectual aceptara que una política monetaria que se desviara de un objetivo estricto de inflación provocaría de inmediato choques monetarios de efectos desestabilizadores. Lo cierto es que desde mitad de los ochenta, muchos bancos centrales prestaron atención prioritaria y casi exclusiva a los precios al consumidor, dando una atención limitada al mandato de estabilidad financiera.

La búsqueda de un solo objetivo, aunque pueda ser eficaz por un tiempo, es peligrosa, pues a menudo se olvidan otros aspectos críticos del sistema. Por ejemplo, el logro de una estabilidad en algunos subconjuntos de precios no tiene valor para la estabilidad económica si al mismo tiempo el



endeudamiento de los ciudadanos y empresas alcanza tal magnitud que no es posible atender el servicio de la deuda. Una política monetaria de esta naturaleza no puede decirse ni que sea óptima, ni siquiera que sea una política de “second best”.

**LOS BANCOS CENTRALES TIENEN QUE VOLVER A PRESTAR ATENCIÓN AL OBJETIVO DE ESTABILIDAD FINANCIERA, AUNQUE ELLO NO ESTÁ EXENTO DE CONFLICTOS**

La demanda de que los bancos centrales no abandonen los objetivos múltiples y presten atención al control de la inflación y a la estabilidad financiera, debe hacerse desde el reconocimiento de que los instrumentos a disposición de un banco central son limitados. Puesto que es precisamente tal limitación la que explica que los bancos centrales hayan tenido una cierta tendencia a cambiar de objetivos y centrarse en aquel que se percibía como más urgente en cada momento. Un banco central que tenga entre sus mandatos el control de la inflación y la estabilidad financiera puede a veces encontrarse en una posición incómoda. Pensemos en una situación en que los dos objetivos estatutarios, a pesar de su interdependencia, están potencialmente en conflicto y que dispone de un solo instrumento disponible, su propio balance, para gestionar ambos mandatos. Algunas sugerencias podrían ser las siguientes.

En primer lugar, la atención a los dos mandatos requiere identificar cuáles son las medidas más adecuadas para garantizar la estabilidad financiera y conocer bien las conexiones de esas medidas con la política monetaria. Como ha sugerido el BCE, tales desarrollos necesitan de una inversión intelectual sostenida de las universidades y de los centros de investigación económica. Así pues, vínculos más profundos con las instituciones académicas, que actualmente son discontinuos, ayudarían a impulsar esta labor.

En segundo lugar, los bancos centrales necesitan colocar la estabilidad financiera en el centro de sus decisiones. Ello significa un cambio importante en los equipos de los bancos centrales sobre todo en aquellos países en que la supervisión bancaria no depende del banco central. Los bancos centrales necesitarán conexiones estrechas con las instituciones y los mercados financieros y no simplemente con los bancos. También necesitarán relaciones internacionales más intensas con toda la infraestructura financiera del mundo.

En tercer lugar, los bancos centrales habrán de tener una mayor disposición a opinar y evaluar los impactos de potenciales alteraciones en el comportamiento de los mercados. Ello implica que estos deberán llamar la atención sobre los riesgos emergentes, los desequilibrios o burbujas en los precios de los activos y habrán de provocar el debate sobre cómo afrontar tales riesgos. Los informes de estabilidad financiera deberían incluir siempre recomendaciones para las empresas, los reguladores y el Gobierno. En los países en los que el banco central no tenga la función de la regulación y supervisión financiera, es decir donde la supervisión financiera está separada del banco central, el informe de estabilidad financiera debiera de ser conjunto entre ambas instituciones e incluir recomendaciones para las entidades financieras y los mercados.

En cuarto lugar, los bancos centrales habrán de prepararse para usar los tipos de interés con el fin de influir en el crecimiento del crédito cuando se considere apropiado, pero puede que también necesiten tener algún otro instrumento a su disposición. El candidato más prometedor es el llamado mecanismo macroprudencial: es decir, ajustar los requisitos prudenciales por razones macroeconómicas. Sin embargo, hay muchas cuestiones sin resolver acerca de cómo debieran diseñarse y aplicarse estos requisitos prudenciales. Se están discutiendo diversas opciones entre las que cabe destacar mayores requerimientos de capital para los bancos con riesgo sistémico, las provisiones contracíclicas que España ya aplicaba antes de la crisis. Cualquiera que sean los mecanismos deberán diseñarse y desarrollarse implicando conjuntamente a los bancos centrales y a los supervisores, sin olvidar que es necesario tener en cuenta las peculiaridades de cada mercado, aun teniendo en cuenta los impactos del arbitraje regulatorio.

Pero es importante reconocer que cualquiera que sea el mecanismo macroprudencial tendrá un impacto semejante, aunque no necesariamente igual, al de una modificación de los tipos de interés. Por ejemplo, si se exige a los bancos que tengan más capital subirá el coste de los préstamos y aumentarán los tipos de interés efectivos de muchos prestatarios, o quizás de todos ellos. Se trata en definitiva de utilizar una forma de política monetaria para influir en las condiciones del crédito. Por tanto, una evaluación de las ventajas relativas del uso de un mecanismo macroprudencial versus una modificación general de los tipos de interés en diferentes situaciones es



una tarea que deben liderar los bancos centrales con el apoyo de los centros académicos a los que antes me refería.

### **LOS BANCOS CENTRALES NECESITAN INFORMACIÓN Y COORDINACIÓN CON LA SUPERVISIÓN DE LOS SISTEMAS FINANCIEROS**

En la medida que la regulación prudencial sea un instrumento para la estabilidad financiera, se podría afirmar que sería adecuado que los bancos centrales fueran los supervisores directos del sistema financiero. Tal afirmación no es correcta, como tampoco lo es la contraria. Hay razones para defender y atacar ambas opciones. Para muchos, la crisis ha llamado la atención sobre las ventajas de integrar la supervisión de las entidades financieras con la institución encargada de velar por la estabilidad financiera. Otros señalan que tal integración distraería a los bancos centrales en la tarea de conducción de la política monetaria. Otros argumentan que ello generaría una excesiva concentración de poder en los bancos centrales. En fin, los defensores de la separación indican, aunque sin mucha evidencia, que los bancos centrales no supervisores han sido más francos en sus evaluaciones de los sistemas y mercados financieros.

Está claro que hay argumentos para defender y atacar ambas opciones. No obstante, parece claro que los bancos centrales que no son reguladores de primera línea necesitan tener vínculos más estrechos con aquellos reguladores. Deberían también mantener una relación directa con las entidades financieras sistémicas, al menos, para la gestión de la liquidez y para comprender bien los cambios importantes en la intermediación financiera que pudieran tener implicaciones en el mecanismo de transmisión de la política monetaria y para recibir alertas tempranas sobre los riesgos emergentes que pudieran alterar la estabilidad financiera. Tales vínculos pueden crear cierto solapamiento en áreas donde el supervisor no es el banco central, pero es un precio que vale la pena pagar y que puede ser gestionado como ya lo ha sido en algunos países.

### **LA PROVISIÓN DE LIQUIDEZ QUE ES UNA TAREA TÍPICA DE LOS BANCOS CENTRALES, ADOLECE DE ALGUNOS FALLOS QUE DEBEN SER REVISADOS**

La crisis ha puesto de manifiesto ciertas debilidades en la infraestructura de la gestión de la liquidez de los bancos centrales. Dichos bancos se vieron

obligados a expandir el tipo de operaciones para las que carecían de experiencia. Las mismas aumentaron los riesgos del sistema, pues configuraron unas expectativas en el mercado de inyecciones crecientes de liquidez. El consenso general es que los bancos centrales necesitan un mecanismo flexible, pero formal y coordinado entre los países para proveer liquidez al sistema financiero.

El diseño y aplicación de dicho mecanismo no es una tarea fácil, pero el consenso general apunta a trabajar sobre tres pilares. En primer lugar, las propias instituciones financieras deben mejorar su gestión de liquidez. En segundo lugar, la supervisión y regulación de la liquidez necesitan fortalecerse e integrarse en las prácticas de los propios bancos centrales. En tercer lugar, los mecanismos de gestión de liquidez de estos bancos deben modificarse para tener en cuenta los enormes cambios en la creación del crédito y en los canales de intermediación. Los dos primeros pilares son claves para asegurar una buena gestión de la liquidez por parte de las instituciones que tienen acceso a las líneas de liquidez de los bancos centrales, pues estas líneas tienen que estar disponibles y funcionar tanto en tiempos normales como en tiempos de crisis. FMI (2010) indica un conjunto de recomendaciones para facilitar la gestión de la liquidez por parte de los bancos centrales en los que me detendré brevemente.

En primer lugar, recuerda que los principales elementos utilizados por los bancos centrales deben mantenerse y potenciarse. Es decir, la fijación del tipo de interés a corto plazo deberá continuar siendo la base para el control de la inflación y la política monetaria. Este mecanismo básico puede y debe completarse cuando así sea necesario con líneas de crédito y facilidades de préstamo a las instituciones financieras.

En segundo lugar, el artículo insiste en que es necesario dar una mayor flexibilidad al sistema a través del cual un banco central puede inyectar liquidez útil en tiempos de crisis. Antes de la crisis, los bancos centrales realizaban las operaciones de mercado abierto a través de canales muy estrechos con la expectativa de que tales fondos se distribuirían al resto de las instituciones financieras y el conjunto de la economía. Durante la crisis se ha puesto de manifiesto, sobre todo en los países más industrializados, que los bancos que recibían la liquidez no la traspasaron a las empresas por temor a restricciones futuras de liquidez. Ante esta situación, los bancos centrales de algunos países ampliaron las instituciones a las que inyectaron liquidez,



pero tuvieron que hacerlo de una manera ad hoc en cada caso. Ahora, es el momento de revisar los caminos que mejor funcionaron. Por ejemplo, es el momento de revisar, el papel que la banca pública jugó en distribuir liquidez a los mercados.<sup>1</sup> Como quiera que existe un cierto consenso acerca de que la gestión de la liquidez por parte de los bancos centrales se fortalecerían actuando por las siguientes tres vías.

Primero, aumento de los niveles de los depósitos que las instituciones financieras mantienen en el banco central. Los bancos centrales normalmente varían la liquidez del sistema para atender la demanda de la moneda y así estabilizar los tipos de interés de mercado. Antes de la crisis, los depósitos que las instituciones financieras mantenían en los bancos centrales eran muy pequeños en relación con los volúmenes de fondos que fue necesario inyectar durante la crisis. Mayores niveles de depósitos de las instituciones financieras en los balances de los bancos centrales pueden ayudar mejor a absorber *shocks* de liquidez. En principio, la exigencia de un mayor nivel de depósitos en los bancos centrales puede interactuar con mayores requerimientos de activos líquidos en las instituciones financieras. Sin embargo, no habría conflicto entre ellas, si los depósitos que las instituciones financieras mantienen en el banco central contaran como activos líquidos a efectos de la regulación prudencial. Es decir, si la regulación prudencial de la liquidez cuenta las reservas de dinero en el banco central como activos líquidos, tales depósitos aumentarían cuando las exigencias de liquidez de las instituciones financieras se incrementarán.

Segundo, un conjunto diversificado de contrapartes a través de los cuales proveer liquidez. La innovación financiera ha abierto múltiples canales de fondeo para las instituciones financieras y las no financieras. El crédito y la financiación a las empresas y particulares ya no acuden a través de la banca comercial tradicional sino que acude a través de otros canales con los que tradicionalmente los bancos centrales han tenido poca relación. Aquellos que quieran asegurar la estabilidad de los sistemas financieros tienen que ser capaces de proveer liquidez al sistema con estas nuevas instituciones, pero tienen que hacerlo sin poner en riesgo su propia solvencia.

1. Chailloux y otros (2008) para una discusión de los cambios en la estructura operacional de los bancos centrales durante la crisis y los modificaciones que se han hecho en los sistemas de inyección de liquidez.

Tercero, amplia gama de activos adecuadamente valorados que puedan servir como colateral. Una mayor variedad de activos deben figurar en la lista de activos admitidos como colateral por los bancos centrales para proveer liquidez a las instituciones. No cabe duda de que los activos de alta calidad son preferibles como garantía para la provisión de liquidez, pero en períodos de crisis la disponibilidad de tales activos suele ser pequeña en relación con las necesidades de liquidez del sistema. Por tanto, es necesario que los bancos centrales estén preparados para admitir activos de peor calidad, pero en estos casos la evaluación de los riesgos de crédito y liquidez y la fijación del precio de los activos son de vital importancia. Tal evaluación facilitará que se minimicen los riesgos financieros que soportan los bancos centrales en su tarea de inyectar liquidez.

Un riesgo adicional al que hay que prestar atención es el del estigma de las entidades que utilizan las líneas de liquidez y crédito de los bancos centrales. Es decir, hay que evitar que una institución financiera renuncie a recibir un préstamo del banco central por la creencia de que recibiendo tales créditos está enviando una señal negativa a los mercados. El estigma asociado al uso de líneas de crédito puede reducirse reforzando el anonimato o introduciendo nuevos instrumentos de uso continuado de las líneas de crédito del banco central.

#### **HACE FALTA UNA INSTITUCIÓN QUE ASUMA CIERTAS FUNCIONES DE BANCO CENTRAL GLOBAL**

Otra de las lecciones que ha traído esta crisis es la necesidad, todavía no muy reconocida, de disponer de una institución que haga determinadas funciones de banco central para el mundo. La falta de reconocimiento de esta carencia inhibe cualquier iniciativa para una coordinación consistente y continuada para asegurar la estabilidad global. Una institución que realice las funciones de banco central para el mundo es una tarea que concierne a todos los bancos centrales. Si no se avanza, alguna institución fuerte podría verse obligada a asumir tales funciones, incluso aunque no tuviera mandato para ello.

La creación de una institución que haga determinadas funciones de banco central global es una tarea que puede llevar bastante tiempo, pero



que es necesario iniciar hoy su construcción utilizando tres pilares: compromiso, cooperación e iniciativa. Cabe destacar tres opciones de avance en dicha construcción donde el compromiso, la cooperación e iniciativa no han sido uniformes, pero sobre los que merece la pena trabajar. América Latina se podría beneficiar de avanzar por estas opciones

La primera opción consiste en dotar de un carácter cada vez más global al Banco de Pagos de Basilea. En este proceso el Banco Central Europeo y la Reserva Federal de Estados Unidos están jugando un papel relevante, mientras que los bancos centrales de América Latina me parece que están algo más rezagados. Por ejemplo, la normativa de Basilea III ha contado con una participación escasa de América Latina. Y por tanto, quizás, no se hayan recogido nuestras preocupaciones y peculiaridades. Estamos aún a tiempo de aumentar nuestra participación en este proceso.

La segunda opción es la creciente fortaleza del G-20 y aquí Latinoamérica, con la presencia de Argentina, Brasil y México, juega un papel relevante. Este grupo que pone juntos a los ministros de finanzas y bancos centrales de los países ricos y los grandes países emergentes puede ser mucho más efectivo para ordenar las funciones de un banco central global que el club de los países ricos el G-7. Sin embargo, muchos de los acuerdos del G-20 que al inicio de la crisis se tomaron con entusiasmo, están un poco abandonados. A los bancos centrales les corresponde comprometerse en ejecutar muchos de los acuerdos del G-20 y hacer nuevas propuestas. Quizás la creación de un grupo informal entre los bancos centrales y reguladores de los países Iberoamericanos que asisten o participan en el G-20 ayudaría a que se oyeran las necesidades de Iberoamérica.

La tercera opción es el fortalecimiento de las instituciones de cooperación global tales como el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial, y otros bancos regionales de desarrollo. Sobre este tema, el FMI podría poner más énfasis y recursos en la tarea que le asignó el G-20 de evaluar en qué medida los sistemas financieros de los países, industrializados y emergentes, cumplen con el “conjunto de estándares” que se aceptan internacionalmente como importantes para sistemas financieros sanos, estables y con buen funcionamiento.

En el área de la acción conjunta de cooperación entre los bancos centrales, no quisiera dejar de reconocer una experiencia muy singular de cooperación

entre bancos centrales nacida en el ámbito de la Comunidad Andina y que fue la constitución del Fondo Andino de Reservas hoy transformado en el Fondo Latinoamericano de Reservas, FLAR.

Creado en el año 1978 como un instrumento importante de la nascente integración andina, pasó luego a convertirse en una iniciativa regional de la que aún quedan por participar algunas de las grandes economías de la región.

Creo que la iniciativa ha sido una idea valiosa y pionera, administrada con gran profesionalidad y utilizada por sus países miembros con alto sentido de responsabilidad que le dieron al FLAR una alta calificación por las Agencias Calificadoras de Riesgo.

Entre las varias utilidades que ha prestado, gracias a su agilidad, ha sido la de servir de puente en los grandes ejercicios de financiamiento del Fondo Monetario y de refinanciamiento del Banco Mundial y del BID. Creo que se trata de un instrumento útil que agrega mecanismos de apoyo y recursos ágiles y de rápida movilización, pudiendo jugar un papel muy positivo en la cooperación entre los bancos regionales y a través de ellos con el sistema financiero internacional.

113

## CONSIDERACIONES FINALES

Primera. Los bancos centrales se encuentran en una transición cultural hacia un nuevo modelo de liderazgo. El modelo de una institución reservada, poco inclinada a explicar a la sociedad sus decisiones y con pocos sistemas para el control de la eficiencia interna, no parece tener cabida en el nuevo mundo. Esto significa que los nuevos banqueros centrales además de tener un conocimiento profundo del sector financiero y de la economía en su conjunto, necesitan liderazgo y capacidad de comunicación.

Segunda. Los bancos centrales necesitan fortalecer y ampliar sus redes de colaboración internacional. El G-20 se ha convertido en un grupo político clave, el Banco de Pagos de Basilea tiene un papel central en materia de regulación y como observatorio de la estabilidad financiera, el Fondo Monetario Internacional está jugando nuevas funciones y puede jugar otras nuevas. En definitiva, los bancos centrales tienen que saber que las nuevas herramientas de estabilidad financiera se diseñan y desarrollan con una perspectiva global.



Tercera, los bancos centrales tienen que mostrar a la sociedad que son eficientes en el cumplimiento de sus funciones. Los costes en que incurren los bancos centrales, tanto en relación con el tamaño de la economía como con el sector financiero que supervisan, es notable. Los bancos centrales han sido reacios a someterse a escrutinio. Sin embargo, tienen que prepararse para una mejor y más transparente rendición de cuenta

En resumen los bancos centrales tienen que revisar sus mandatos a la luz de las enseñanzas de la crisis y deben mostrar a la sociedad que cumplen sus mandatos de forma eficiente y transparente. ■

## REFERENCIAS

- Bini Smaghi, Lorenzo (2010), "Could Monetary Policy Have Helped Prevent the Financial Crisis", Speech delivered at the Bank of Canada, Toronto, April 9.
- Chailloux, A., Gray, S., Klüh, U., Shimizu, S. and Stella, P. (2008), "Central Bank Response to the 2007-08 Financial Market Turbulence: Experiences and Lessons Drawn," IMF Working Paper 08/210, International Monetary Fund, Washington D.C.
- Davies, Howard (2010), *The Financial Crisis: Who is to Blame?* Polity Press, Cambridge, UK.
- FMI (2010), *Central Banking Lessons from the Crisis*, prepared by Monetary and Capital Markets Department, International Monetary Fund, Washington D.C.







### LILIANA ROJAS-SUÁREZ

Directora de la Iniciativa América Latina y *senior fellow* del Centro para el Desarrollo Global. Es presidente del Comité Latino Americano de Asuntos Financieros (CLAAF). Entre marzo de 1998 y octubre de 2000, trabajó como directora gerente y economista jefe para América Latina en el Deutsche Bank. Fue asesora principal en la oficina del economista jefe en el BID. Entre 1984 y 1994, ocupó varios cargos en el FMI, más recientemente como jefa adjunta de la División de Mercado de Capitales y Estudios Financieros del Departamento de Investigación. Ha publicado casi una docena de libros y numerosos artículos académicos sobre temas de crecimiento, política económica y macroeconomía en países en desarrollo.

- **CRISIS FINANCIERAS**
- **EN AMÉRICA LATINA:**
- **LECCIONES APRENDIDAS**
- **Y RETOS PENDIENTES**

- **A**ntes de la crisis financiera internacional del 2008, Latinoamérica tenía la reputación de ser una región “propensa a crisis”. Las tres décadas precedentes justificaban esta opinión, no solo por la alta frecuencia de crisis financieras, sino por su severidad y altos costos de resolución.<sup>1</sup> Muchas de estas crisis detonaban ante *shocks* adversos externos que ponían al descubierto grandes fragilidades en los sistemas financieros locales. Dos ejemplos importantes son: (a) la crisis de deuda soberana latinoamericana de los ochenta, que se reveló luego de la drástica subida de las tasas de interés en Estados Unidos, y que resultó en el colapso de los sistemas financieros locales y (b) las crisis financieras/bancarias de los noventa en muchos países latinoamericanos, que surgieron en el contexto de la turbulencia financiera internacional asociada a las crisis asiática y rusa.

Esta percepción sobre Latinoamérica comenzó a cambiar desde la reciente crisis financiera internacional. A diferencia de episodios pasados, varios países mostraron gran resistencia al *shock* externo. Especialmente notable fue la fortaleza de los sistemas financieros locales. Ningún país de la región sufrió una pérdida de confianza de los depositantes ni enfrentó problemas bancarios severos.

Esto no significó que la crisis internacional no afectó a los sistemas financieros de la región. La aversión al riesgo de los inversionistas incrementó drásticamente luego de la secada de liquidez que siguió al colapso de Lehman Brothers. Esto resultó en una fuerte disminución de capitales hacia Latinoamérica y otros países emergentes y en la consiguiente depreciación de

---

1. Rojas-Suarez y Weisbrod (1995) compara las crisis financieras de los ochenta y los noventa.



las monedas de muchos países de la región. Además, el financiamiento al comercio internacional se desplomó, afectando las perspectivas de crecimiento en la región e incrementando los préstamos en problemas (como porcentaje de préstamos totales). En este contexto, los bancos latinoamericanos disminuyeron el crédito al sector privado (el crecimiento del crédito real promedio de la región disminuyó 25% durante la crisis).<sup>2</sup>

Sin embargo, a diferencia de Estados Unidos y otros países desarrollados, los efectos del *shock* no duraron mucho. Para comienzos del 2010, varios países latinoamericanos retomaron la senda de crecimiento del período precrisis. Así mismo, el crédito real bancario se recuperó y las monedas entraron en un nuevo período de apreciación.<sup>3</sup> A pesar de la volatilidad de los flujos de capital que continúa hasta la fecha —producto de problemas no resueltos en los países avanzados, los sistemas financieros de muchos países de la región siguen fuertes—.

¿Qué explica la fortaleza de los sistemas financieros locales frente al gran *shock* externo que fue la crisis financiera internacional? ¿Y qué explica su fortaleza durante la última década? Este documento arguye que el factor más importante ha sido las múltiples lecciones aprendidas por varios países de la región, derivadas de enfrentar y solucionar recurrentes crisis bancarias pasadas. Estas lecciones se han traducido en mejoras regulatorias del sistema financiero y en una mayor capacidad de reacción de los hacedores de política ante *shocks* adversos. Sin embargo, también se reconocen los importantes desafíos que enfrentan los países de la región para fortalecer aún más sus sistemas financieros frente a las vicisitudes de los mercados internacionales de capital.

## LECCIONES APRENDIDAS

Latinoamérica está altamente expuesta a los efectos de la volatilidad de los flujos de capital internacionales. Después de los países avanzados y de Europa Oriental, es la región con menores restricciones regulatorias al movimiento

2. Calculado como la diferencia en el crecimiento anualizado entre el último trimestre del 2007 y el último trimestre del 2009 (Montoro y Rojas-Suárez, 2012).

3. De hecho, hacia la mitad del 2011, varios países de la región enfrentaron nuevamente fuertes entradas de capital extranjero.

de flujos de capitales transfronterizos. Esta apertura de la cuenta de capital se originó justamente en la resolución de una crisis financiera: la crisis de deuda soberana de los ochenta.<sup>4</sup> En el contexto de tasas de ahorro doméstico extremadamente bajas (18% en el 2013,<sup>5</sup> en comparación con 42% en Asia), el ahorro del exterior —especialmente a través de la inversión directa extranjera— ha contribuido significativamente a financiar el crecimiento regional. Sin embargo, la región tomó mucho tiempo en aprender cómo maximizar los beneficios de la integración financiera mientras minimiza los efectos adversos de la alta volatilidad de los flujos de capital sobre los sistemas financieros.

Los enormes costos asociados a la solución de crisis bancarias condujeron a aprender una importante lección: sistemas bancarios endeblados no son compatibles con cuentas de capital abiertas. Destacan tres lecciones específicas aprendidas por los hacedores de política en cuanto al diseño e implementación de mejoras regulatorias y de supervisión financiera en Latinoamérica.

*Primero, los colchones de absorción de pérdidas no esperadas (requerimientos de capital), que necesitan los sistemas bancarios en economías expuestas a flujos de capitales extranjeros deben ser más altos que en economías cuyos mercados de capitales desarrollados permiten acceso continuo a financiamiento local y externo.* Desde fines de los noventa los supervisores de la región implementaron requerimientos de capital por encima de los recomendados por el Comité de Basilea (mediante los estándares internacionales Basilea I, II y III).

Como se muestra en el cuadro 1, en el 2007, antes de la crisis financiera internacional, el capital bancario en una serie de países de la región era superior a lo recomendado por los estándares internacionales (entonces Basilea II). Esta fortaleza financiera sirvió para mantener la confianza de los depositantes e inversionistas en la calidad de los sistemas bancarios durante la crisis.

4. Con el Plan Brady se titularizó la deuda externa de los gobiernos latinoamericanos con problemas de solvencia. Aunque esto facilitó su acceso a los mercados internacionales de capitales, también incrementó su vulnerabilidad a la volatilidad de estos flujos de capitales.

5. Este promedio esconde dos excepciones: Chile, con tasas de ahorro cercanas a los niveles asiáticos; y Centroamérica, con tasas alrededor del 10% en algunos países.



CUADRO 1. RATIOS DE CAPITAL EN AMÉRICA LATINA

| Recomendación<br>Basilea |      | Capital/Activos<br>ponderados por riesgo | Capital nivel 1/Activos<br>ponderados por riesgo |
|--------------------------|------|------------------------------------------|--------------------------------------------------|
|                          |      | 2007 (Basilea II)                        | 2011 a la fecha (Basilea III)                    |
| Brasil                   | 2007 | 17,2                                     | 13,3                                             |
|                          | 2012 | 16,1                                     | 12,6                                             |
| Chile                    | 2007 | 12,2                                     | 9,4                                              |
|                          | 2012 | 13,0                                     | 9,7                                              |
| Colombia                 | 2007 | 15,9                                     | 12,4                                             |
|                          | 2012 | 17,2                                     | 12,0                                             |
| México                   | 2007 | 15,8                                     | 14,6                                             |
|                          | 2012 | 15,6                                     | 13,4                                             |
| Perú                     | 2007 | 11,7                                     | 8,8                                              |
|                          | 2012 | 13,9                                     | 10,4                                             |

La crisis internacional condujo a reformas financieras y al surgimiento de nuevos estándares internacionales de capital regulatorio. Con el surgimiento de Basilea III en junio del 2011 se limitó el tipo de activos que calificaban como *capital de Nivel 1* (ahora formado básicamente por acciones comunes, reservas y utilidades no distribuidas) y se recomendó que los bancos mantuvieran ratios más altos de este capital. Aunque algunos países de la región aún no se han adherido *totalmente* a Basilea III, el cuadro 1 muestra que una serie de países cumplen *de facto* el nuevo requerimiento de capital de Nivel 1.<sup>6,7</sup>

**Segundo**, es imprescindible limitar los préstamos bancarios en moneda extranjera (básicamente dólares) a deudores que perciben ingresos en moneda local, al menos que estos préstamos cuenten con cobertura cambiaria adecuada. Durante los ochenta y comienzos de los noventa, los episodios de alta inflación (e hiperinflación en algunos casos) resultaron en un fuerte incremento

6. La composición de capital en los sistemas bancarios de muchos países de la región responde, precisamente, a la resolución de crisis bancarias pasadas. Por ejemplo, parte importante de la recapitalización bancaria de bancos en problemas tuvo lugar mediante la acumulación de utilidades no distribuidas.

7. En Galindo, del Valle y Rojas-Suárez (2011) se muestra que si se realizan todos los ajustes recomendados por Basilea III para el cálculo del capital regulatorio, el capital bancario en Bolivia, Colombia, Ecuador y Perú disminuiría ligeramente, pero se continuaría cumpliendo plenamente con Basilea III.

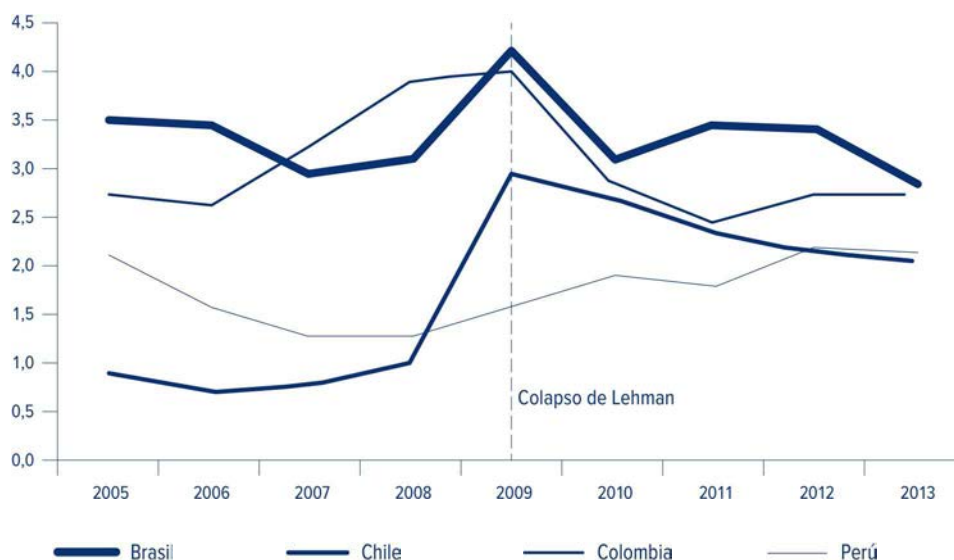
en la dolarización de depósitos en muchos países de la región. El fondeo en dólares llevó a los bancos a prestar también en dólares, lo que daba una apariencia de calce de monedas entre pasivos y activos bancarios. Sin embargo, las crisis cambiarias de mediados de los noventa y comienzos de los 2000 expusieron las vulnerabilidades de esta práctica: las devaluaciones resultaron en un incremento en los préstamos en problemas debido a que los deudores, que percibían ingresos en moneda local, no podían honrar sus préstamos en dólares. Rápidamente, problemas de balanza de pagos se transformaron en problemas bancarios, que terminaron en profundas crisis financieras.<sup>8</sup>

Reformas regulatorias redujeron este problema significativamente. Pero estos cambios no hubieran sido suficientes si no se hubieran complementado con una importante lección: *tipos de cambio fijos incentivan toma de riesgos excesivos en el sector bancario*. El descalce de monedas entre acreedores y deudores estuvo alentado por la promesa de tipos de cambio fijos: los deudores en dólares podían pagar sus préstamos siempre y cuando el tipo de cambio no cambiara. Esa promesa, sin embargo, no puede ser sostenible para los países latinoamericanos, sujetos a flujos de capitales altamente volátiles, ya que estos no pueden emitir *monedas fuertes*, tales como el dólar, que sean alta y sostenidamente líquidas en los mercados internacionales. Frente a un *shock* adverso externo importante, la mayor aversión al riesgo entre los inversionistas induce una mayor demanda por activos líquidos —mayormente denominados en dólares— y como contrapartida una menor demanda por activos en moneda local. Esto genera presiones sobre el tipo de cambio, que de ser significativas, conducen a la devaluación de las monedas. Así, desde mediados de los noventa los países de la región fueron flexibilizando sus regímenes cambiarios. Un corolario de esta lección es que *la flexibilidad cambiaria y las mejoras regulatorias sobre calce de monedas (entre acreedores y deudores) se refuerzan mutuamente para fortalecer los sistemas financieros*.

En este contexto, el *shock* externo asociado con la crisis financiera internacional solo resultó en un incremento modesto y breve de los préstamos en problemas. Más aún, la volatilidad de los flujos de capitales desde ese entonces no ha deteriorado las carteras crediticias de los sistemas bancarios latinoamericanos

8. Las crisis de Argentina y Uruguay a principios de los 2000 fueron ejemplos vívidos de los problemas asociados con la dolarización de los pasivos.



GRÁFICA 1. CRÉDITOS BANCARIOS PROBLEMÁTICOS  
% DE CRÉDITO TOTAL

122

(Gráfica 1). Un resultado adicional, asociado a la mayor estabilidad financiera en el contexto de sistemas cambiarios más flexibles ha sido la disminución en la dolarización. Por ejemplo, en Perú el porcentaje de depósitos denominados en dólares disminuyó de 71% en 1998 a menos del 50% en el 2013.

Las fragilidades financieras asociadas con descalces cambiarios no se limitan al sistema bancario. Durante la crisis financiera internacional, algunas empresas importantes de Brasil y México se vieron fuertemente afectadas por la depreciación de las monedas locales. Esto se debió a que, bajo la expectativa de que las monedas continuarían apreciándose como antes de la crisis, una serie de corporaciones locales aumentaron sus exposiciones a movimientos cambiarios utilizando productos derivados; mediante contratos con bancos internacionales.<sup>9</sup> La fuerte depreciación del peso y el real después del colapso de Lehman resultó en grandes pérdidas en estos contratos (alrededor de cuatro mil millones y veinte mil millones de dólares en México y Brasil, respectivamente). Estos eventos, que en gran medida

9. Estas empresas tomaron *posiciones cortas* con respecto al dólar mediante la venta de opciones en los mercados *offshore*.

sorprendieron a las autoridades, condujeron a nuevos cambios regulatorios sobre el uso de productos derivados. *Otra lección es que para maximizar los beneficios de estos productos, es necesaria una mejor supervisión. Asimismo, es necesaria la coordinación de supervisores y la armonización de regulaciones de estos mercados a nivel regional (e idealmente a nivel internacional) para evitar el arbitraje regulatorio.*

*Tercero, para enfrentar problemas en el sistema financiero es necesario que los hacedores de política económica cuenten con los instrumentos adecuados y la independencia para utilizarlos.* Una de las lecciones más importantes de las crisis financieras de los noventa es la importancia de que, para enfrentar la turbulencia en los mercados internacionales de capitales, los bancos centrales deben ser capaces de proveer liquidez a las instituciones financieras locales, en moneda local y extranjera, *sin afectar las expectativas inflacionarias.* En el pasado la combinación de inflexibilidades cambiarias, alta inflación, descalces de monedas y regulaciones financieras débiles, restringía la capacidad de los bancos centrales de satisfacer la mayor demanda por liquidez que genera la creciente incertidumbre en los mercados internacionales. Por ejemplo, los bancos centrales se veían incapacitados para expandir liquidez reduciendo la tasa de interés, debido a que tenían que defender tipos de cambio fijo o a que la inflación, ya era demasiado alta. Si, además, los descalces de moneda entre acreedores (bancos) y deudores era significativo, se reafirmaban las presiones para contener depreciaciones del tipo de cambio.

Con las reformas de la última década, la respuesta de los bancos centrales durante la crisis financiera internacional no enfrentó las restricciones del pasado. Esta vez, sin inflexibilidad cambiaria y con baja inflación —acotada por metas de inflación preestablecidas— los bancos centrales pudieron reducir las tasas de interés, actuando en forma contracíclica. Debido a la alta acumulación de reservas internacionales previamente a la crisis, los bancos centrales también pudieron proveer liquidez en moneda extranjera a los mercados locales. México y Brasil estuvieron entre los países que vendieron un porcentaje alto de sus reservas (32% y 20% respectivamente).<sup>10, 11</sup>

10. Guidotti y Rojas-Suárez (2012)

11. Esto es consistente con la mayor demanda por dólares de corporaciones brasileras y mexicanas que perdieron fuertes sumas al haber *apostado* a una continua apreciación de sus monedas.



Un nuevo ejemplo reciente de la capacidad de los bancos centrales de utilizar políticas contracíclicas para contrarrestar *shocks* externos se dio en el 2013. Después de mayo de ese año, cuando la Reserva Federal de Estados Unidos (FED) señaló que el proceso de expansión monetaria estaba llegando a su fin, los flujos de capitales a la región se redujeron sustancialmente. Ante el *shock*, algunos bancos centrales de Latinoamérica permitieron que sus monedas se depreciaran y disminuyeron las tasas de interés de política económica.

### RETOS PENDIENTES PARA SOLIDIFICAR LA FORTALEZA DE LOS SISTEMAS FINANCIEROS LOCALES

A pesar de los avances de Latinoamérica en la prevención de crisis financieras, también aún quedan retos por enfrentar. En particular, y dada la limitación de espacio, quisiera destacar dos desafíos centrales; uno que requiere esfuerzos a nivel de cada país y otro que involucra la cooperación financiera a nivel regional.<sup>12</sup>

*El primer desafío es aumentar las tasas de ahorro domésticas para contrarrestar la volatilidad de los flujos de capitales.* A nivel regional, las tasas de ahorro doméstico como porcentaje del PIB se mantienen en niveles extremadamente bajos, similares a los de los setenta; lo que implica una dependencia persistente de la región al financiamiento externo. Aunque la literatura es ambigua respecto a la causalidad ahorro-crecimiento, existe mayor consenso en cuanto al rol que pueden jugar los mercados de capitales locales en incentivar el ahorro y absorber *shocks* adversos y en el manejo de los riesgos financieros. Por ejemplo, al facilitar la entrada y operaciones de jugadores institucionales con pasivos de largo plazo, los mercados de ca-

12. Desafíos importantes no discutidos incluyen: (a) el uso de instrumentos de mercado para complementar la acumulación de reservas internacionales, incluyendo las líneas de crédito contingentes con instituciones financieras privadas extranjeras y la emisión de bonos indizados, sea al PIB o a los precios de los *commodities*; (b) la necesidad de armonizar la regulación bancaria entre países para evitar el arbitraje regulatorio; y (c) la importancia de diversificar exportaciones para minimizar el efecto adverso del deterioro de los términos de intercambio sobre la estabilidad del sistema financiero.

pitales locales pueden contribuir a generar mayor demanda doméstica por activos de largo plazo. Este mayor ahorro doméstico invertido en activos de plazos largos puede contribuir a una mayor resistencia de las economías a los shocks financieros. A pesar del reconocimiento de estas ventajas, el desarrollo de los mercados de capitales locales ha sido muy limitado en la región. Aunque las causas de este desempeño abarcarían un estudio entero, en un documento reciente (Rojas-Suarez, 2014) identifiqué cuatro pilares esenciales para el desarrollo de estos mercados: estabilidad macroeconómica, sistemas bancarios sólidos, marcos regulatorios adecuados e instituciones fuertes. Una conclusión importante es que todos estos pilares están interrelacionados: problemas en cualquiera de ellos hacen inefectivos los tres restantes. Aunque Latinoamérica ha logrado progresar en los tres primeros pilares, las debilidades institucionales persisten. Por ejemplo, de acuerdo al Reporte de *Doing Business* del Banco Mundial, muchos de los países latinoamericanos no cuentan con un marco institucional que proteja los derechos de los acreedores. Sin este marco, los inversionistas carecerán de incentivos para invertir en los pasivos de corporaciones locales.

*El segundo desafío es que la región cuente con mecanismos automáticos de acceso a liquidez internacional para enfrentar disminuciones repentinas de las entradas de capitales.* Como ya se ha discutido, en buena medida la región ha enfrentado este problema acumulando reservas internacionales. Aunque este mecanismo de autoseguro ha sido muy útil, es bien conocido que esta opción tiene un alto costo de oportunidad, pues estos recursos podrían ser invertidos con fines productivos. Además, es importante reconocer la posibilidad de que los recursos y políticas domésticas sean insuficientes para enfrentar problemas financieros ante *shocks* extremos. Arreglos bilaterales con bancos centrales de países emisores de monedas que gozan de liquidez internacional, así como el apoyo de los organismos multilaterales, es imprescindible, como mostró la crisis financiera internacional. Durante dicho episodio, las líneas de crédito de la FED a Brasil, México y otros mercados emergentes relajaron algunas de las restricciones de liquidez de estos países. Además, Colombia y México obtuvieron acceso a la Línea de Crédito Flexible (LCF) creada por el Fondo Monetario Internacional (FMI). A nivel regional, el FLAR proporcionó apoyo financiero a Ecuador. Otros organismos internacionales como el Banco Mundial, el Banco Interamericano de



Desarrollo y la Corporación Andina de Fomento utilizaron los instrumentos a su disposición para complementar la demanda por recursos financieros de la región.

Aunque la crisis del 2008 demostró que la estabilidad del sistema financiero global y de Latinoamérica necesita que el FMI sea el prestamista de última instancia, esta función ha sido muy limitada y esporádica, pues se requieren grandes esfuerzos de coordinación internacional que están lejos de materializarse. Dado que este prestamista global de última instancia no existe, es altamente aconsejable establecer una institución multilateral regional que, mediante un mecanismo de *pool de reservas* de los países miembros, disminuya los costos del manejo de liquidez de Latinoamérica y que complemente el rol del FMI y de los arreglos bilaterales de provisión de liquidez.

El Comité Latinoamericano de Asuntos Financieros (CLAAF), el cual presido, ha propuesto las características deseables que debería tener esta institución o fondo financiero regional (ver CLAAF, 2012). Su papel principal sería proveer liquidez a los bancos centrales de los países miembros durante crisis sistémicas de liquidez. El fondo de liquidez estaría formado por la contribución de capital de sus miembros y por los arreglos de acceso a fuentes de liquidez que la institución podría establecer con la FED, el FMI y quizás otras economías grandes del mundo que gozan de amplia liquidez en monedas fuertes. Para que esta institución cumpla sus funciones efectivamente, es esencial que: (a) los países grandes de la región sean miembros de la institución y (b) la provisión de liquidez se otorgue en forma incondicional y ágil cuando se necesite. En consecuencia, el CLAAF sugiere que esta institución debería facilitar dos tramos en la provisión de liquidez a los bancos centrales. El primero, equivalente a 100% de la contribución de capital de los miembros, se accedería sin condiciones. Si el país requiere mayor liquidez, se activaría el segundo tramo, sujeto a precalificación. Esta precalificación, obligatoria para todos los países, estaría basada en criterios objetivos que aseguren que el país ha tomado medidas para reducir sus vulnerabilidades financieras.

En la actualidad el FLAR es un fondo pequeño de provisión de liquidez, formado por ocho países de la región. A pesar de su limitado tamaño, el FLAR viene funcionando muy bien y en sus treinta y cinco años de existencia nunca ha habido un *default*. El FLAR no tiene las características de la institución

regional descrita, pues no incorpora a todos los países de la región y no utiliza mecanismos de precalificación. Sin embargo, el FLAR constituye una base sólida para establecer la institución de provisión de liquidez que requiere Latinoamérica.

Es claro que un Fondo de la naturaleza que CLAAF propone solo funciona si se incorporan países grandes. El requerimiento de precalificación es un incentivo técnico para la incorporación de los países grandes, pues incrementa la credibilidad en la calidad de los préstamos de la institución. Más allá de esto, un incentivo adicional para incorporar países grandes es satisfacer el papel de liderazgo que la región exige, especialmente en el caso de Brasil. La incorporación de países grandes es un proyecto de mediano y largo plazo, y requiere de una fuerte capacidad de persuasión y negociación de los actuales miembros del FLAR. El componente estratégico va mucho más allá de las capacidades puramente técnicas discutidas en este documento. ■

## REFERENCIAS

127

- Comité Latinoamericano de Asuntos Financieros (CLAAF) (2012), "Provisión de Liquidez en tiempos de Crisis: ¿Es suficiente recurrir al FMI?" Declaración N° 27, diciembre.
- Galindo, Arturo, Liliana Rojas-Suárez y Marielle del Valle (2011), "Capital Requirements under Basel III in Latin America: The Cases of Bolivia, Colombia, Ecuador and Peru", IDB Policy Brief N° IDB-PB-137, Country Department Andean Group, Washington DC, noviembre.
- Guidotti, Pablo and Liliana Rojas-Suárez (2011), "Learning from Past Mistakes: The Key to Latin America's Financial Systems Resilience to the Global Financial Crisis" in *World in Crisis: Insights from six Shadow Financial Regulatory Committees from Around the World*, edited by Robert Litan, FIC Press, Wharton Financial Institutions Center, noviembre.
- Montoro, Carlos and Liliana Rojas-Suárez (2012), "Credit at times of stress: lessons from Latin America during the global financial crisis", BIS Working Paper N° 370, febrero. Bank for International Settlements. Basel, Suiza.
- Rojas-Suárez, Liliana and Steven Weisbrod (1995), "Financial Fragilities in America Latina: The 1980s and the 1990s, *IMF Occasional Papers* 132, octubre, Washington DC.
- Rojas-Suárez, Liliana (2014), *Towards Strong and Stable Capital Markets in Emerging Market Economies*, Center for Global Development Policy Paper 042, mayo.





### • CAPÍTULO III •

---

*Los fondos monetarios regionales  
en la nueva arquitectura  
financiera internacional*





### **BARRY EICHENGREEN**

Profesor de Economía George C. Pardee y Helen N. Pardee de Ciencias Económicas y Políticas de la Universidad de California, en Berkeley, donde ha enseñado desde 1987. Es investigador asociado del National Bureau of Economic Research (Cambridge, Massachusetts) y *research fellow* del Centro de Investigación de Política Económica (Londres, Inglaterra). En 1997-1998, fue *senior policy advisor* del Fondo Monetario Internacional. Es colega de la Academia Americana de Ciencias y Artes (clase de 1997). Es presidente del Comité Asesor Académico del Peterson Institute of International Economics. Ha sido colega del Centro para Estudios Avanzados en Behavioral Sciences (Palo Alto) y el Instituto para Estudios Avanzados (Berlín). Es autor y coautor de varios libros y artículos sobre globalización, cooperación financiera internacional, mercados emergentes, estabilización, sistema monetario y financiero internacional, entre otros temas.

- **INSTITUCIONES FINANCIERAS**
- **REGIONALES Y EL FMI:**
- ¿QUÉ HEMOS APRENDIDO DE EUROPA?
- 
- 
- 
- 
- 
- 

## INTRODUCCIÓN

La complicada relación entre las Instituciones Financieras Regionales (RFA en inglés) y el FMI vienen de antaño. El FMI fue esencialmente dejado de lado en la década del cincuenta por la primera institución monetaria y financiera de carácter regional, la Unión Europea de Pagos. Esta institución no fue un proveedor de financiamiento de emergencia a los miembros del Sistema Monetario Europeo en los ochenta y en los noventa. Esta experiencia inicial sugirió que las instituciones regionales y las multilaterales eran sustitutas y no complementarias. Sin embargo, la experiencia reciente ha reabierto una discusión que se suponía cerrada. La iniciativa asiática conocida como la Chiang Mai Initiative Multilateralization (CMIM, establecida por los países del este de Asia luego de la crisis de fines de los noventa, obliga a los miembros a negociar un programa con el FMI para poder acceder a la línea de créditos más allá de una cierta cuota asignada (en el momento está en 30%). Y desde 2010, el FMI ha trabajado junto con la Comisión Europea y el Banco Central Europeo para proveer asistencia a los países afectados por la crisis como Grecia, Portugal, Irlanda y Chipre.

Estas experiencias recientes han sido menos que totalmente satisfactorias, tanto en lo conceptual como en la práctica. En el plano conceptual, la CMIM fue creada para proveer una alternativa al financiamiento y condicionalidad del FMI. Sin embargo, dado que sus líneas de crédito son contingentes a que el país primero negocie las condiciones con el FMI, no es claro en qué sentido el CMIM constituye una alternativa. (Además, en el caso de la CMIM, las únicas consideraciones que se tienen son conceptuales dado que el mecanismo nunca ha sido utilizado, ni siquiera en la crisis financiera



global de 2008-9.) En el plano de la práctica, la insatisfacción sobre la cooperación entre el FMI, la Comisión Europea y el Banco Central Europeo en la llamada “Troika” va desde los conflictos sobre la estrategia y prioridades, a torpeza y retraso en la implementación del programa, pasando por falta de claridad en la comunicación.

Estos temas no son nuevos.<sup>1</sup> Incluyen el monitoreo entre las instituciones financieras regionales y multilaterales debe o no ser cercanamente coordinado, y quién debería tomar el liderazgo al respecto. También incluyen discusiones sobre si las instituciones financieras regionales deberían ser utilizadas simplemente para cubrir la parte que los desembolsos del FMI no cubran, o por el contrario, si es que las fuentes regionales deberían ser las que se utilicen para proveer la mayor parte del financiamiento. Finalmente, también incluyen la pregunta respecto a quien debería dominar en temas de mandato o estrategias en la eventualidad que surjan discrepancias entre los dos.

Lo que sí es nuevo es la experiencia europea. La participación del FMI en la Troika representa su cooperación más amplia y costosa con una institución financiera regional. Esto ofrece una valiosa oportunidad para sacar lecciones. Esas lecciones, a su vez, tendrán implicaciones para el FLAR, para el naciente Arreglo Contingente de Reservas entre los BRICS (la red de seguridad financiera de cien mil millones de dólares provisionalmente acordada en la 5ta Reunión de los BRICS en Durban, Sudáfrica en 2013), y para la nueva facilidad de rescate de emergencia creada en Europa, el Mecanismo de Estabilidad Europea, el cual está programado para hacerse cargo de las funciones de préstamo a la región en crisis futuras.

## PROBLEMAS A LA LUZ DE LA EXPERIENCIA EUROPEA

El FMI se involucró en Europa durante la crisis de Grecia, en marzo 2010. Inicialmente, hubo cierto recelo de una parte de las autoridades europeas a que una entidad no-europea se involucrara en el manejo de los problemas financieros de la Eurozona. Pero, seis meses después de que se hiciera público los problemas de Grecia en los diarios, en octubre de 2009, los líderes europeos se vieron forzados a reconocer que era inevitable que el FMI

1. Mi análisis sobre este tema está en Eichengreen (2012).

interviniera, tanto porque la imposición de condiciones sobre un miembro de la UE por el resto de miembros de la UE era políticamente delicado, como porque el FMI tiene la experiencia negociando un programa con condicionalidades, algo que la Comisión Europea no tenía. Además, incluir al FMI permitía traer a la mesa de negociación recursos en un momento en que los gobiernos europeos tenían muchas restricciones fiscales. La fórmula acordada para Grecia era que el FMI proveería un tercio del financiamiento total del programa. Lo que se hizo en Grecia, a inicios de 2010, fue similar a lo hecho después también en Irlanda, Portugal y Chipre.

Curiosamente, diferentes instituciones tomaron las decisiones de financiamiento, por un lado, y de otro lado, las decisiones relacionadas al diseño del programa y su monitoreo. Los préstamos fueron provistos por el FMI y el Mecanismo de Estabilidad Europeo (lo que antes se llamó la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera, que era el vehículo para hacer los rescates dentro de la UE). En cambio, la negociación del préstamo y su monitoreo estuvieron a cargo de los miembros de la Troika (la Comisión Europea y el FMI con la participación del Banco Central Europeo). Esta incómoda división de roles complicó el proceso de toma de decisiones.

Además, existía el problema que tanto la Comisión Europea como el BCE tienen múltiples mandatos. La Comisión es responsable de hacer cumplir el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, además de supervisar los requisitos fiscales asociados al programa diseñado por la Troika. En la práctica, esto no garantiza que los dos conjuntos de requisitos sean compatibles entre sí. Está a cargo de prohibir ayudas estatales de carácter ilegales y a la vez está involucrado en ayudar a los sistemas bancarios en problemas. Por su parte, el BCE tiene un mandato de mantener la estabilidad de precios, el cual puede entrar en conflicto con las necesidades de un país severamente endeudado en crisis.<sup>2</sup> En general, los órganos de la UE tienen un interés más fuerte que el FMI en seguir una estrategia que deje intacta la membrecía de la Eurozona, no importa cuál sea el costo en que se incurra.

El resultado es el rechazo de parte de los miembros europeos de la Troika a tomar en consideración la restructuración de la deuda soberana como parte de la solución a la crisis, una opción que ellos rechazaron basados en la premisa

2. Véase la discusión en Pisani-Ferry, Sapir y Wolff (2013).



que una reestructuración proyectaría una sombra sobre la integridad de la Eurozona. El resultado fue un compromiso a una dura consolidación fiscal que provocó recesiones severas —inclusive, mayores a las inicialmente proyectadas—.<sup>3</sup> Otra consecuencia de este enfoque fue que la Troika fue llevada a apoyar cálculos ambiciosos (léase “irreales”) respecto a la sostenibilidad de la deuda, cuya consistencia sigue como pregunta abierta. En la práctica, el FMI fue más rápido que la Comisión y el BCE en cuestionar estos supuestos y sugerir modificaciones al programa inicialmente diseñado. Pero inicialmente estuvo completamente de acuerdo, pues dado su condición de acreedor minoritario no estaba en posición de resistir, o de repente hubo otras razones para no hacerlo.<sup>4</sup>

En el camino, el FMI empezó a preguntarse si es que lo que inicialmente había sido caracterizado como una crisis en Grecia era en realidad una crisis de toda Europa. Reconoció que había subestimado el costo de la consolidación fiscal cuando esta es puesta en práctica simultáneamente en muchos países y cuando existe un espacio limitado para que la política monetaria apoye la demanda agregada. A mediados de 2011, en su quinta revisión al programa, empezó a promover un “profundo rol para el sector privado” como una alternativa al status quo. Eventualmente lamentaron su rechazo inicial a contemplar una reestructuración de la deuda.<sup>5</sup> Pero esa mea culpa tardó mucho en llegar.

Los resultados del programa también fueron afectados por hechos que ocurrieron en otros lugares de la región fuera del control del FMI. El BCE prestó menos apoyo al crecimiento de la economía europea que lo que el FMI había anticipado, la principal tasa de interés de política del banco central excedió los niveles indicados por una Regla de Taylor estándar entre mediados del 2011 y 2013.<sup>6</sup> En un programa convencional del FMI, el Fondo

3. Esto llevó a errores de pronóstico y cambios en los parámetros del programa muy por encima de lo que sucede en un típico programa del FMI.

4. Las otras posibles razones podrían incluir las ambiciones de la directora gerente del FMI respecto a cargos políticos en Europa.

5. Véase IMF (2013a).

6. Desde 2012, el categórico manifiesto de Mario Draghi que estaba dispuesto a “hacer lo que hiciera falta” así como el programa Outright Monetary Transactions del BCE dieron mayor apoyo a la estabilización de la periferia de la Eurozona. Esto fue un punto de inflexión en la crisis, pero no exime al BCE de la crítica de seguir una política monetaria que fue demasiado restrictiva para la periferia de la Eurozona y, en realidad, para toda la Eurozona.

puede negociar con el gobierno condiciones respecto a las políticas financieras y monetarias que se van a seguir de modo de que el banco central sea responsable por sus acciones. De esta manera, la política monetaria pasaba a estar condicionada por el programa. Esto no sucede cuando la institución financiera regional con la cual el FMI está cooperando se oponga a que exista una única autoridad monetaria que cumpla el rol de prestamista de última instancia, tal como ocurrió en la Eurozona.

Los préstamos de la UE-FMI a los países en crisis se hicieron a los gobiernos nacionales, ya sea para recapitalizaciones bancarias u otros propósitos. Esta práctica de prestarle sólo a gobiernos soberanos refleja lo que dicen los Artículos del Acuerdo del FMI, que establecen que el FMI solo puede prestarle a los gobiernos de países miembros. En la práctica, varios de esos préstamos han tenido el efecto de destinar recursos para atender problemas bancarios o financieros; pero agravando los problemas de sostenibilidad de deuda del propio gobierno. Por ejemplo, el préstamo a España que técnicamente fue para el fondo de reestructuración bancario del gobierno español, el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB), y no al propio gobierno, vino por completo de la UE sin la contribución del FMI, más allá del monitoreo que hizo su personal.<sup>7</sup>

135

## SOLUCIONES

En 2011, el G-20 acordó un conjunto de relativamente anodinos “Principios para la Cooperación entre el FMI y las Instituciones Financieras Regionales” (G-20, 2011). El preámbulo enfatiza que sería deseable que el FMI diseñe sus acciones de acuerdo con las circunstancias específicas a cada región y de cada RFA. Pero, quizás de manera predecible, dadas las sensibilidades de los accionistas extraregionales del FMI, especificó solo seis principios generales con una obligatoriedad muy limitada. (1) El monitoreo debe ser imparcial y debe promover objetivos comunes. (2) La cooperación debe respetar los “roles, independencia y los procesos de toma de decisiones de cada institución”. (3) La colaboración debe ser continua y no esporádica. (4) La cooperación puede empezar tan pronto sea posible y debe incluir el compartir

7. Para más sobre este tema ver abajo.



información. (5) La consistencia en las condiciones de préstamo es deseable de modo de evitar el arbitraje entre distintas ventanillas de liquidez, pero también se requiere flexibilidad. (6) El FMI seguirá conservando la condición de acreedor preferencial (es quien cobra primero).

Claramente, se necesita poner más carne en esos huesos. Mis recomendaciones para hacerlo son las siguientes.

Primero, el FMI y las RFAs deben desechar los argumentos que buscan una coordinación más estrecha en el monitoreo de las economías cuando no están en crisis. El Fondo y las entidades regionales tienen ventajas comparativas diferentes en materia de monitoreo: las entidades regionales pueden estar más cerca de los problemas y riesgos específicos a su región, dado que ellos poseen mucho más conocimiento local, mientras que el FMI tiene una especialización en identificar los factores globales que imponen riesgos a la región. Estas diferencias en ventajas comparativas pueden producir evaluaciones de riesgos a la estabilidad significativamente distintas, cada una de las cuales es útil para entender la situación completa. Los ejercicios de monitoreo independiente son maneras en las cuales el FMI y las RFA pueden confrontar los supuestos y conclusiones de cada uno. Desde este punto de vista, una estrecha coordinación para el monitoreo conjunto —en un contexto sin crisis— podría ser contraproducente.<sup>8</sup>

Segundo, el Fondo no debería participar en operaciones de préstamo junto con una RFA sin tener el control de las condicionalidades del programa dado su interés en la estabilidad financiera global y no solo regional y su mandato de salvaguardar los recursos de sus miembros. Esto puede estar asegurado por una delegación ex ante y explícita de la negociación de las condicionalidades del programa al FMI, como lo hace el CMIM. Alternativamente, el FMI puede limitar su trabajo con las RFAs a casos en los cuales termina siendo el principal proveedor del financiamiento, asegurando que tendrá la voz más fuerte en el diseño de las políticas. No puede haber más casos como los de Grecia, Portugal o Irlanda, en otras palabras, donde el FMI

8. Esto debe ser distinguido del argumento a favor de compartir información sobre los insumos y productos del monitoreo, el cual es impecable —pero muy diferente al argumento a favor de compartir las conclusiones—. El FMI (2013) recomienda “mayor diálogo en forma regular entre los equipos del Fondo y de las RFAs,” lo cual es completamente deseable excepto si es que esto aumenta el riesgo de pensar como un único grupo.



es quien entrega solo un tercio del financiamiento y se queda en una situación en la que le es muy difícil estar en desacuerdo.

Sin embargo, debe notarse que esta última recomendación implica un rol financiero limitado para las RFAS y un mayor rol para FMI respecto a lo que sucedió en Europa. Esto implica una voluntad de parte de los poderes, incluyendo al Congreso de EE.UU., de otorgarle al FMI mayores recursos financieros como para proveer la mayor parte del financiamiento requerido en crisis regionales. A su vez, implica que los países del este asiático deben estar más preparados, y en menor medida los países de América Latina, donde los RFAS se desarrollaron en parte como producto de la insatisfacción con el FMI, poniendo aparte los temores a la condicionalidad del FMI.

Tercero, aquellos responsables por el diseño de instituciones financieras regionales deberían considerar llenar los vacíos de política que el FMI, una organización multilateral con un mandato restrictivo no puede llenar. Como se enfatizó líneas arriba, el mandato y los procedimientos del FMI le permiten solo prestarle a los gobiernos, una situación que difícilmente cambiará en el futuro cercano. Una entidad financiera regional podría por ejemplo, estar en una mejor posición para prestarle directamente a los bancos con el propósito de recapitalización; si pudiera hacerlo podría quebrar el “circuito diabólico” en el cual los bancos se fortalecen a través de debilitar las finanzas del gobierno. En la práctica, una entidad regional podría estar interesada en prestarle directamente a los bancos o a la autoridad encargada de su supervisión ya sea porque tiene un conocimiento más profundo de la banca local y las condiciones financieras, al ser cercano a los reguladores relevantes, o porque está más dispuesto a tomar el riesgo crediticio de prestarle a los bancos tomando en cuenta la fuerte interdependencia entre los bancos regionales, que podrían aumentar el riesgo de contagio en la región.<sup>9</sup>

Pateando y gritando, el Mecanismo Europeo de Estabilidad y el fondo de resolución asociado parecen estar moviéndose en esa dirección.<sup>10</sup> Otras instituciones

9. En el último caso, puede que exista un rol para el monitoreo del FMI o de asistencia técnica, como sucedió en el caso del reciente apoyo del Mecanismo Europeo de Estabilidad al sistema bancario español a través del gobierno español.

10. El 9 de Junio de 2012 el Eurogrupo de Ministros de Finanzas, en su capacidad de Junta de Gobernadores del Mecanismo Europeo de Estabilidad, acordaron poner en disposición hasta €100 billones para recapitalizar los bancos. El préstamo no debía



financieras regionales como el FLAR y la CMIM podrían requerir un compromiso renovado respecto a la solidaridad regional —y reforzar el monitoreo de las instituciones financieras de la región— para empezar a emular este ejemplo.

Otros autores, como Volz (2012), han sugerido que las instituciones financieras regionales tengan representación formal en el Consejo Ejecutivo del FMI. Pero, para que esto tenga sentido, los países en cuestión deberían hablar con una única voz. Del mismo modo, uno puede imaginar que el FMI podría prestar directamente a una entidad regional o a alguno de sus miembros en proporción a su participación en dicha institución, permitiendo a su vez que los países miembros puedan utilizar los recursos para propósitos como la recapitalización de los bancos (otra vez, rompiendo el circuito diabólico). Pero para que sea viable prestarle a una RFA o a sus miembros, las obligaciones en cuestión deben ser respaldadas de manera conjunta por sus miembros.<sup>11</sup>

Uno puede imaginar un día en que la integración política en Europa alcance el punto donde la representación europea en el Directorio del FMI sea completamente consolidada. De igual manera, uno puede imaginar un día cuando las deudas soberanas de los países europeos se transformen en Eurobonds, respaldados de manera conjunta por todos sus miembros. Pero la marcha forzosa europea para una integración fiscal, bancaria y política aún está muy en sus inicios. Y cualquier unión de este tipo en cualquier otra parte del mundo, incluyendo América Latina, está aún mucho más lejos de concretarse.

## CONCLUSIONES

La relación entre las instituciones financieras regionales y multilaterales todavía es una tarea pendiente. Mi lectura de la experiencia europea es que reglas mecánicas y relaciones fuertemente institucionalizadas entre las RFAs y el FMI no serán viables en la práctica. Pero tampoco se puede ignorar la interacción

---

ser entregado al Gobierno español sino al FROB, aunque el gobierno sería “totalmente responsable” si es que el FROB no podía pagar. (Los recursos en cuestión vendrían del Mecanismo Europeo de Estabilidad, no de un tercero como el FMI lo hizo en los casos de los acuerdos con Grecia, Irlanda y Portugal). Bajo el procedimiento descrito en el texto, la condición de “totalmente responsable” sería eliminada.

11. De otro modo, prestar a países en problemas en la región podría ir contra la restricción del Fondo de salvaguardar sus recursos.

entre ambas instituciones; las RFAs están aquí para quedarse. Esto sugiere enfocarse en los principios generales y aplicarlos tanto como sea posible en cada caso.<sup>12</sup> Primero, se debe evitar una rígida coordinación en el monitoreo de las economías, pues así se evita caer en los peligros de pensar como un único grupo. Segundo, el FMI, que tiene responsabilidades y obligaciones con miembros fuera de cada región específica, debe evitar ponerse en la posición de socio menor de una entidad regional.<sup>13</sup> Tercero, para que el Fondo actúe como miembro principal necesita tener los recursos adecuados y debe resolver cualquier tema relacionado a su gobernabilidad y legitimidad. Finalmente, las RFAs necesitan enfocarse en llenar los vacíos de política que las instituciones multilaterales por su propia naturaleza encuentran complicado resolver. ■

## REFERENCIAS

- Eichengreen, Barry (2012), "Regional Financial Arrangements and the International Monetary Fund," Working Paper N° 394, Asian Development Bank Institute.
- Fondo Monetario Internacional (2013a), "Greece: Ex Post Evaluation of Exceptional Access under the 2010 Stand-By Arrangement," IMF Country Report N° 13/156, junio.
- Fondo Monetario Internacional (2013b), "Stocktaking the Fund's Engagement with Regional Financing Arrangements," Washington, D.C.: FMI, abril.
- Group of 20 (2011), "Principles for Cooperation between the IMF and RFAs," Group of 20, noviembre.
- Henning, Randall (2011), "Coordinating Regional and Multilateral Financial Institutions," Working Paper no.11-09, Washington, D.C.: Peterson Institute for International Economics, marzo.
- Pisani-Ferry, Jean, Andrew Sapir y Guntram Wolff (2013), *EU-IMF Assistance to Euro-Area Countries: An Early Assessment*, Bruselas: Bruegel.
- Truman, Edwin (2010), "The G-20 and International Financial Institutions Governance," Working Paper N° 10-13, Washington, D.C.: Peterson Institute for International Economics, septiembre.
- Volz, Ulrich (2012), "The Need and Scope for Strengthening Cooperation Between Regional Financing Arrangements and the IMF," Discussion Paper N° 15/2-12, Bonn: Eutsches Institut fur Entwicklungspolitik, diciembre.

12. Henning (2011) y FMI (2013b) llegan a las mismas conclusiones.

13. Truman (2010) sostiene el mismo argumento.





### **JULIO VELARDE**

Presidente del Banco Central de Reserva del Perú, desde octubre 2006.

También es gobernador del Fondo Monetario Internacional (FMI) y director del Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR). Ha sido presidente ejecutivo del FLAR, de 2004 a octubre 2006; Director del Banco Central de Reserva del Perú (1990-1992 y de 2001 a 2003); director de varias empresas; consultor de organismos internacionales; decano de la Facultad de Economía, jefe del Departamento de Economía, e investigador y profesor principal de la Universidad de Pacífico (1986-2003). Sus publicaciones y trabajos de investigación se refieren a temas monetarios y financieros. Fue premiado como Gobernador del año de Latinoamérica del 2010, por la revista *Emerging Markets*. Es economista de la Universidad del Pacífico (1974) y cuenta con un M. A. y PhD (c) en Economía, de la Universidad de Brown (1978).

## ▪ **LAS CRISIS FINANCIERAS** ▪ **Y LOS MECANISMOS DE PROTECCIÓN,** ▪ **PERSPECTIVAS DEL FLAR**

▪  
 ▪  
 ▪  
 ▪  
 ▪

▪ **H**istóricamente, las fluctuaciones de los términos de intercambio y los flujos de capitales han constituido elementos primordiales del contexto en el que se desenvuelven las economías de América Latina.

Cuando el FLAR fue constituido<sup>1</sup> las crisis de balanza de pagos eran frecuentemente asociadas a movimientos desfavorables de los precios de las materias primas, en patrones cíclicos de largo plazo. En ese contexto, la normalización de las economías afectadas derivaba de ajustes prolongados del tipo de cambio que justificasen una recuperación suficiente de las exportaciones netas. Este proceso podía tardar varios años.

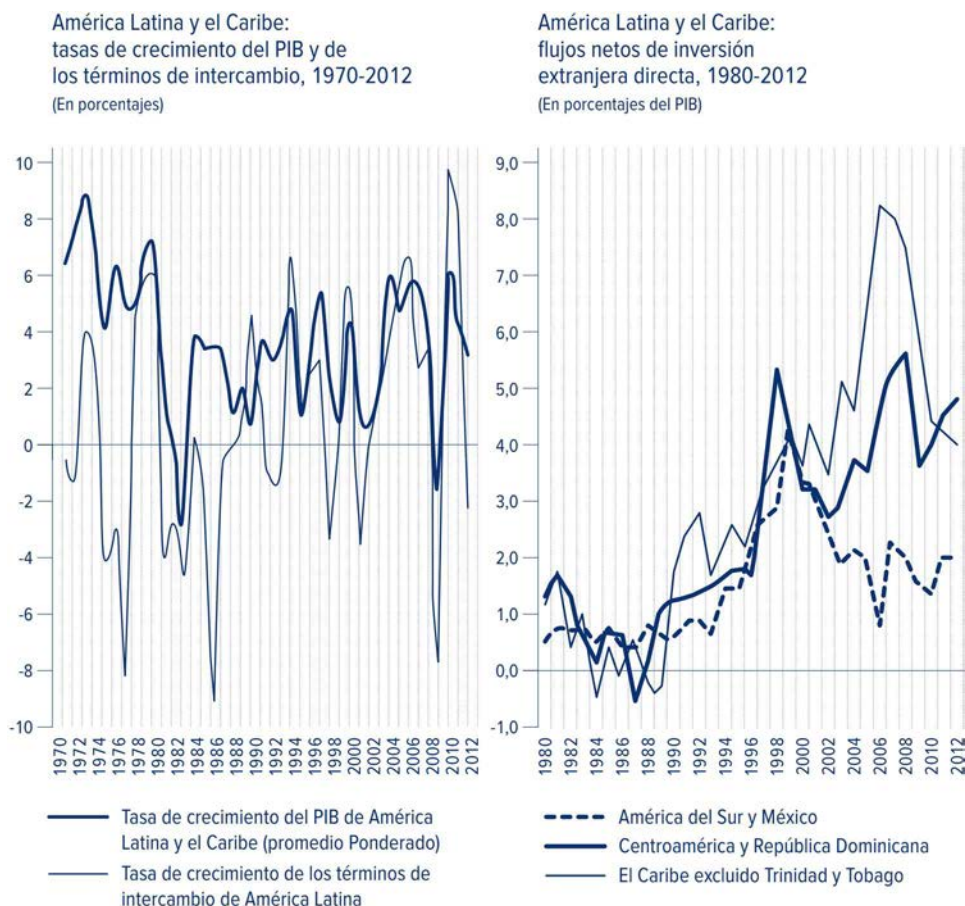
A partir de la década de los años ochenta, las crisis de origen financiero comenzaron a ser más frecuentes y afectaban, principalmente, a países que habían logrado implementar procesos de diversificación de exportaciones y abierto sus mercados de capitales, o que tenían un elevado grado de dolarización. La mayor interrelación de las economías con los mercados internacionales y con economías vecinas elevó sustancialmente la exposición a choques externos. El incremento del riesgo, la magnitud de sus efectos y la velocidad de propagación eran puntos serios por considerar y factores que limitaban fuertemente la eficacia de las políticas macroeconómicas. En este contexto, los episodios llamados “crisis por reversión de capitales” (*sudden stops*) pronto pasaron a ser un tema de atención para los responsables de política macroeconómica y los mercados, por ser más repentinas y de consecuencias más severas.

La crisis asiática, sin embargo, resultó poco relevante en comparación con lo que sucedería en 2007 con la crisis global inmobiliaria desatada en

1. En 1978 se constituyó como Fondo Andino de Reservas (FAR) en el seno del Acuerdo de Cartagena.



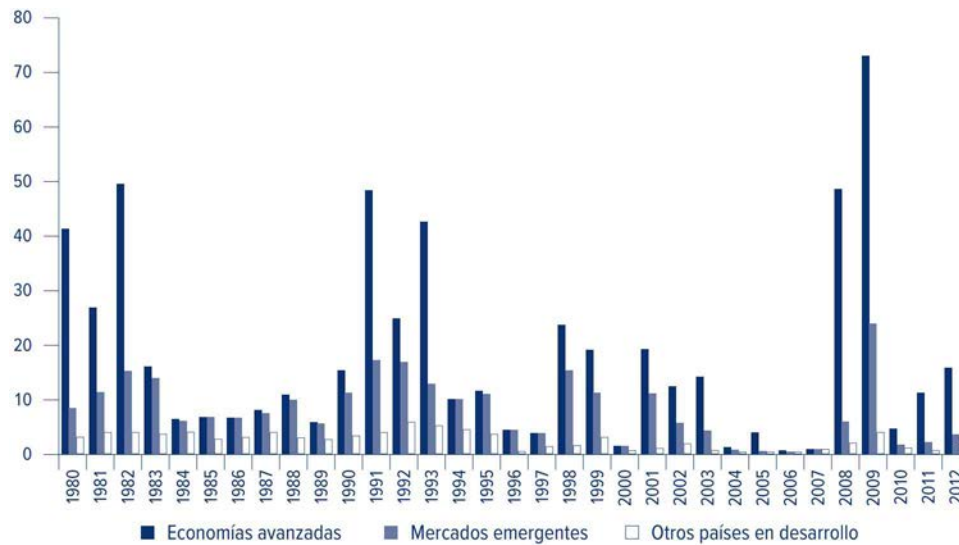
GRÁFICA 1. PIB EN AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE



Estados Unidos, de un alcance y profundidad que ya conocemos y de las que aún hoy varios países intentan recuperarse.

Ambas crisis pusieron de relieve la importancia de los mecanismos de protección financiera ante *shocks* internacionales. Hoy se entiende que es imperativo contar con varios niveles de seguridad. Por ejemplo, ante una eventual ola de retiros o salidas de capitales extranjeros, un país debe poder apelar a sus reservas internacionales (primera línea de defensa); acceder a fuentes de financiamiento externo, particularmente de organismos multilaterales (segunda línea de defensa); o recurrir a un fondo o acuerdo regional (tercera línea de defensa).

GRÁFICA 2. NÚMERO DE PAÍSES AFECTADOS POR CRISIS SISTÉMICAS



## LA SEGURIDAD DE MANTENER MAYORES RESERVAS

143

Mantener un nivel adecuado de reservas internacionales permite evitar ataques especulativos sobre la moneda doméstica y compensar por un tiempo los posibles flujos negativos de capital. Además, es un indicador fundamental en la calificación crediticia de un país así como en la determinación de su fortaleza externa.

En las últimas tres décadas, los países de América Latina han tomado conciencia de su importancia y se han esforzado en aumentar sus saldos de reservas. En general, así ha sido entre varios países del FLAR, especialmente Bolivia, Perú, Uruguay y Paraguay.<sup>2</sup>

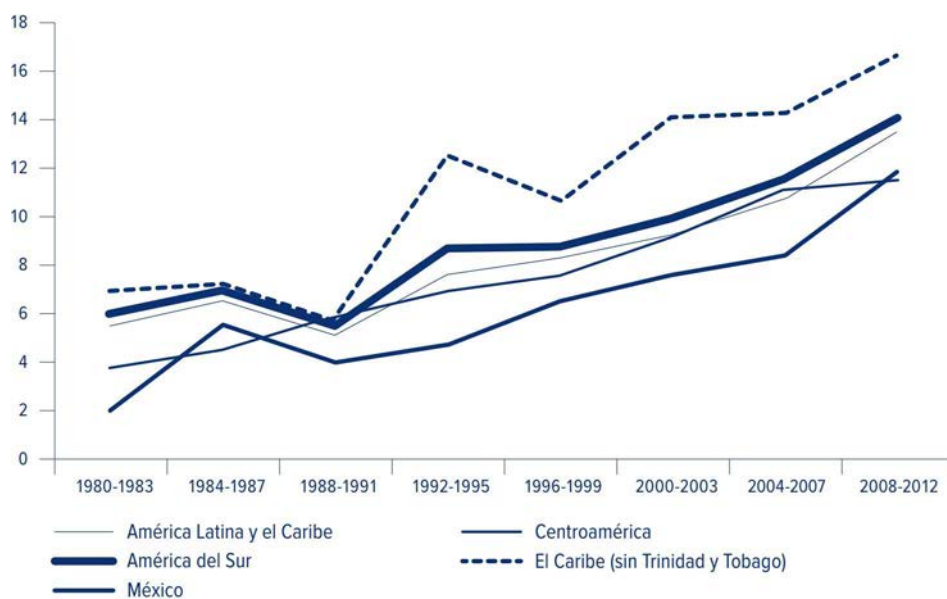
## ACCESO A PRÉSTAMOS DE ORGANISMOS INTERNACIONALES

El segundo nivel de blindaje financiero está constituido por los organismos multilaterales. Estos tienen bien delimitada la división de funciones. Por ejemplo, la supervisión macroeconómica y financiera internacional está a cargo del FMI, mientras que el financiamiento de proyectos públicos de lar-

2. Venezuela y Ecuador han reducido sus tenencias.



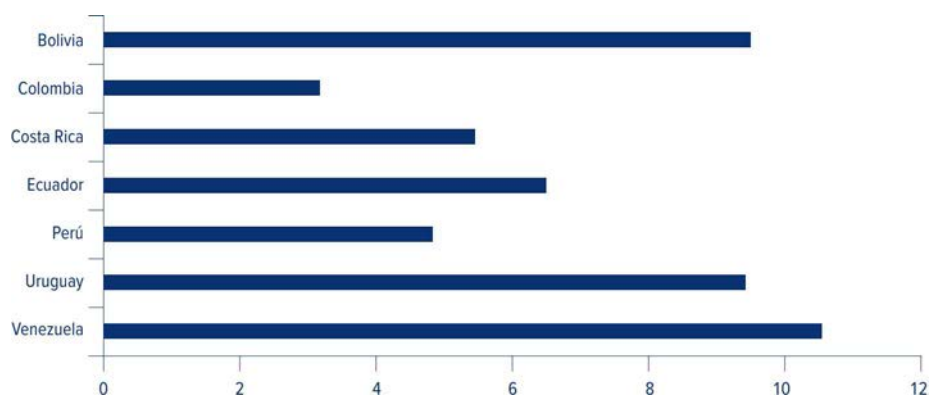
GRÁFICA 3. AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE:  
RESERVAS INTERNACIONALES POR SUBREGIONES, 1980-2012  
(en porcentajes del PIB)



FUENTE: CEPAL

144

GRÁFICA 4. FMI RECURSOS FINANCIEROS DISPONIBLES\*  
(en porcentajes del PIB)



\* Equivalente a 10 veces la cuota

go plazo queda a cargo del Banco Mundial. Más adelante veremos que este esquema se replica también a nivel regional.

De este modo, las crisis de balanza de pagos son atendidas normalmente por el FMI. Por ser una agencia mundial, el FMI tiene como uno de sus principales atractivos la magnitud de sus recursos. A pesar de ello, su capacidad de auxilio no es ilimitada, sobre todo en caso de crisis simultáneas en varios países grandes o en varias regiones del planeta.

Esta es la razón por la cual el FMI mantiene límites de auxilio no muy elevados por país. Por ejemplo, en el caso de los países del FLAR, estos pueden obtener del FMI recursos inferiores a sus actuales tenencias de reservas internacionales (con excepción de Ecuador).

Aparte de las ventajas de contar con la posibilidad de acceder a un crédito con el FMI, hay países que muestran renuencia a acudir a esta instancia debido a la fuerte condicionalidad exigida en sus programas de asistencia.

## LAS VIRTUDES DE LOS MECANISMOS REGIONALES

145

En este contexto, en las últimas décadas los arreglos regionales han adquirido mayor importancia, sea bajo la forma de acuerdos *swap* entre bancos centrales o de fondos regionales de reservas. Representan un tercer nivel de protección, en la cual la proximidad de los países miembros desempeña un rol fundamental. A diferencia de los organismos internacionales, su esquema cooperativo permite aprovechar economías de escala, diversificar riesgos, aprovechar ciclos económicos asimétricos y reciclar recursos de países superavitarios a deficitarios. Ello genera la posibilidad de acceder rápida y oportunamente a los recursos, una baja condicionalidad y costos operativos relativamente bajos.

En general, los acuerdos regionales son efectivos cuando las restricciones de capital son focalizadas a unos pocos países. Es decir, funcionan en la medida en que la correlación de los requerimientos de recursos sea baja, por lo que tampoco son capaces por sí solos de ofrecer total seguridad en caso de crisis generalizadas.

Sin embargo, otorgan un mayor sentido de pertenencia y de solidaridad dado el conocimiento y confianza que existe entre los países. La facilidad de acceder al *pooling* del fondo regional es una buena alternativa para sustituir



la acumulación de reservas domésticas, con la consiguiente reducción de costos financieros.

Dada su función de auxilio, los recursos deben estar disponibles, por lo que son invertidos en activos de mayor liquidez, principalmente aquellos denominados en monedas estables o fuertes.

Los principales fondos regionales son:

- La Multilateralización de la Iniciativa Chiang Mai (CMIM)<sup>3</sup> en Asia. Su creación en 2000 fue una respuesta de los países de ASEAN+3 a la crisis asiática de 1997. Estableció un marco general para la firma de acuerdos *swap* bilaterales de monedas como medio de ayuda a países con problemas temporales de balanza de pagos. Posteriormente, en 2009, los países miembros lograron consolidar los acuerdos bilaterales en un acuerdo regional único, con lo que a los países en problemas les fue posible obtener préstamos incluso en dólares americanos.

El *pool* de reservas inicial fue US\$120 mil millones, pero fue aumentado a US\$240 mil millones en 2012. Los tres principales países (China, Japón y Corea del Sur) contribuyen con US\$192 mil millones, mientras los restantes diez países aportaron US\$48 mil millones. El poder de voto es casi proporcional al aporte de capital.

- El Fondo Monetario Árabe (AMF)<sup>4</sup> fue creado en 1976 entre veintidós países de África y Asia Menor de ascendencia árabe. Sus objetivos son múltiples: uno de ellos es el auxilio en caso de problemas de balanza de pagos, pero, además, incluyen la estabilidad de los tipos de cambio, la cooperación monetaria, la integración económica y el desarrollo de los países miembros.

Su capital asciende a unos US\$2,778 mil millones<sup>5</sup> (los aportes están valuados en dinares árabes contables-AAD<sup>6</sup>). Cuenta con un fondo de reserva general y está autorizado a crear derechos especiales. Ade-

3. Por sus siglas en inglés Chiang Mai Initiative Multilateralization.

4. Por sus siglas en inglés Arab Monetary Fund.

5. Equivalente a AAD 600 millones (Dato a fines de 2012).

6. Por sus siglas en inglés Arab Accounting Dinar. Un AAD equivale a tres DEG (o unos US\$ 4,63).

más del capital pagado, el AMF puede financiarse mediante préstamos de países miembros, de otras instituciones árabes o de empresas financieras privadas, hasta un tope de 200% del capital y la reserva general. El reparto de votos es mixto, con una cuota igual para todos los países, más otra que depende del aporte de capital.

- En Europa existen varios acuerdos de auxilio financiero que han tenido mayor actividad a raíz de la reciente crisis internacional. El Mecanismo Europeo de Estabilidad Financiera (EFSM),<sup>7</sup> que entró en actividad en mayo de 2010, provee asistencia financiera a los países de la Unión Europea (UE), con recursos de financiamiento privado con garantía presupuestal de la UE hasta por €60 mil millones. Su participación fue fundamental para el rescate internacional de Irlanda (2010) y Portugal (2011) por un monto total de €48,5 mil millones.

Su labor fue respaldada por el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (EFSF),<sup>8</sup> establecido también en 2010 con el compromiso de los países de la UE por €440 mil millones (ampliado a €780 mil millones en julio de 2011) y con la posibilidad de obtener recursos del mercado internacional con el aval de la Agencia Financiera Alemana. Este acuerdo tuvo una participación vital en el rescate financiero de Grecia I y II (2010 y 2011), además de los de Irlanda y Portugal, con €209,0 mil millones en total.

Posteriormente, en septiembre de 2012 ambos acuerdos fueron consolidados en el Mecanismo de Estabilidad Europea (ESM),<sup>9</sup> con un capital suscrito de €700 mil millones, a fin de constituir un sistema permanente de apoyo a países de la Eurozona. Este contribuyó con recursos a los programas de España (2012) y Chipre II (2013) por €50,3 mil millones.

- En América Latina tenemos el FLAR, que funciona como fondo de reservas y con una gobernabilidad independiente del aporte de capital.

7. Por sus siglas en inglés European Financial Stabilization Mechanism.

8. Por sus siglas en inglés European Financial Stability Facility.

9. Por sus siglas en inglés European Stability Mechanism.



## EL FLAR

Al igual que otros fondos regionales, la principal ventaja del FLAR reside en la rapidez en el trámite y la prontitud en la transferencia de recursos. Sin embargo, el FLAR dispone de una reducida condicionalidad y alta efectividad para enfrentar crisis de corto plazo. Su actual normatividad se ajusta bien a estas características, particularmente en el caso de los créditos de liquidez y financiamiento contingente, este último efectivo cuando un país enfrenta restricciones temporales en los mercados internacionales.

En comparación con el FMI, el FLAR muestra dos ventajas principales. Nuevamente nos referimos a la velocidad a la hora de otorgar la asistencia financiera, así como a la moderada condicionalidad, solo posible debido al conocimiento del país demandante y confianza que se tiene en él.

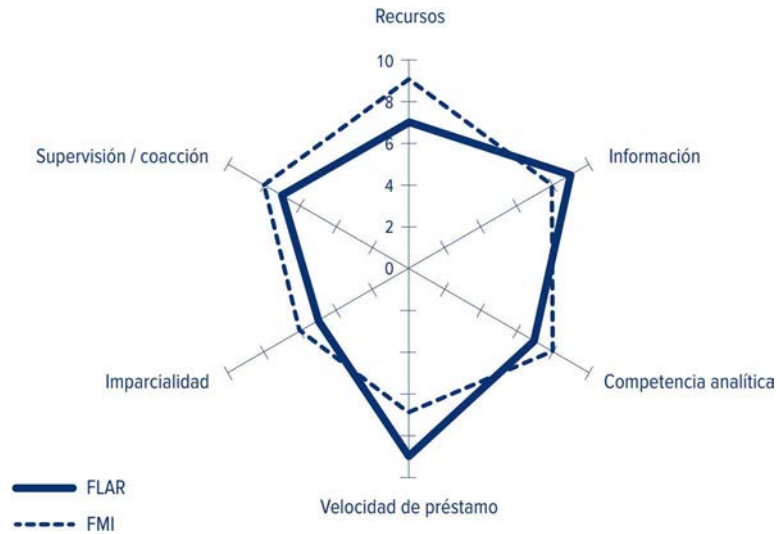
En cuanto al primer punto, el FLAR tarda alrededor de treinta días para que apruebe un préstamo por problemas de balanza de pagos. La agilidad de procedimientos del FLAR se basa en su sistema de votación simple, en el cual cada país miembro cuenta con un voto y una silla en el Directorio y Asamblea. Al lado de otros fondos internacionales y regionales, el sistema de votación del FLAR es el más igualitario.

La siguiente ventaja es la elevada flexibilidad en cuanto a las condiciones impuestas a los prestatarios y la escasa intrusión en el seguimiento de estas condiciones. Las políticas de ajuste necesarias son propuestas por el banco central del país solicitante y el FLAR no exige mayores medidas adicionales. Este elemento es crucial cuando los problemas de balanza responden a factores poco previsibles, cuando tienen carácter temporal o son potencialmente transmisibles a economías aledañas.

La contrapartida de un esquema similar es el riesgo de que el país deudor entre en moratoria. En el caso del FLAR, este riesgo es reducido debido a que los préstamos normalmente no son de grandes montos y a que existe un costo por pérdida de reputación entre sus vecinos. La estadística muestra un cumplimiento en la devolución de los préstamos del FLAR a lo largo de la historia.

La misma división de funciones presentada arriba para las instituciones globales (ayuda en problemas de liquidez o financiamiento de proyectos públicos) se replica también a nivel regional. La primera es atendida por el

GRÁFICA 5. FLAR VS. FMI



FLAR, mientras que la CAF se encarga de fomentar la inversión económica y social.

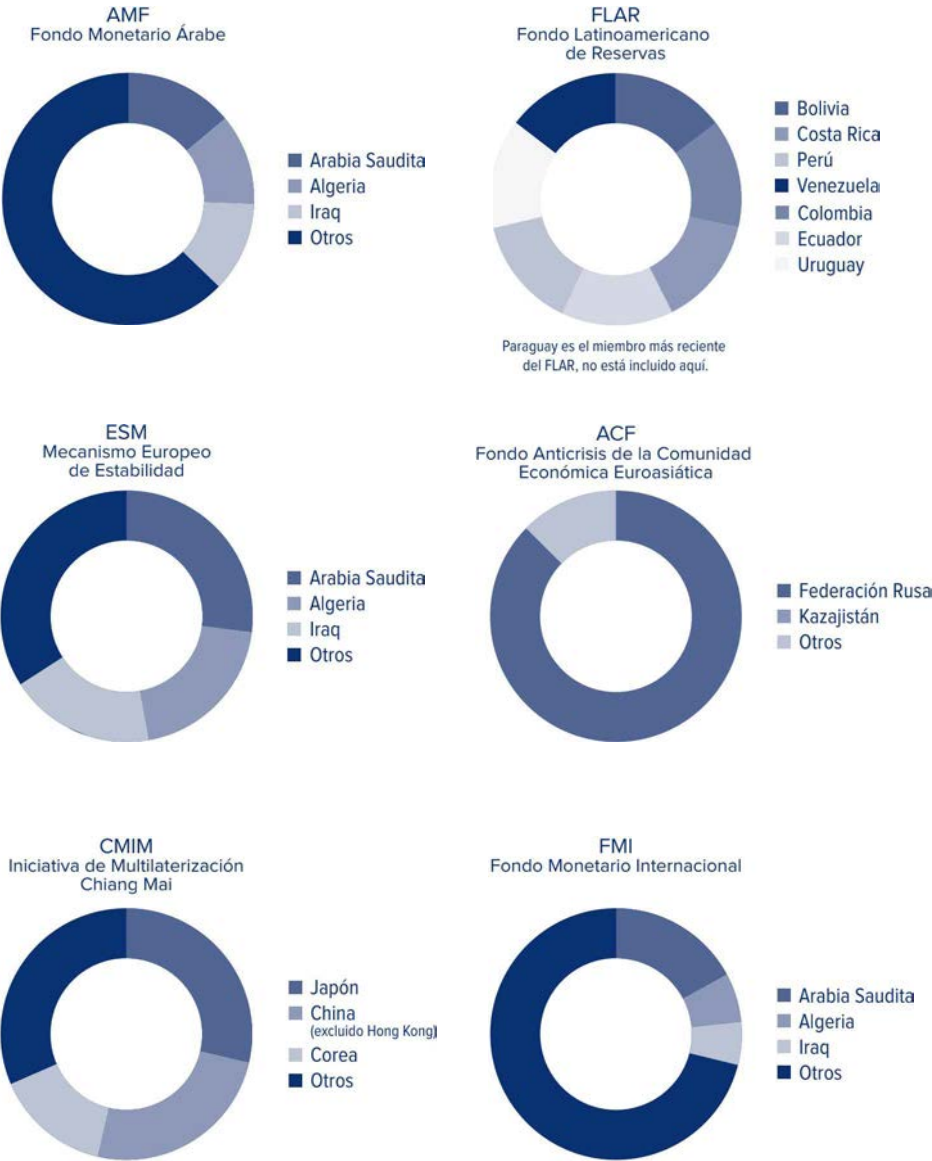
El cumplimiento de estos roles se refleja en la gestión de los activos y pasivos de las instituciones. Así, los recursos del FLAR deben estar disponibles en el corto plazo, por lo que su principal rasgo será un alto grado de liquidez y, por contrapartida, un menor rendimiento.

Esta lógica enfatiza el hecho de que, para cada país, mantener reservas internacionales implica un elevado costo de oportunidad. En este sentido, el FLAR aporta un valor agregado en términos de mejores rendimientos para las reservas de los países. Es por ello que incluso los países más grandes, con escasas probabilidades de recurrir a un auxilio crediticio, también obtienen el incentivo a participar del FLAR.

Además, como entidad especializada en apoyo de pagos internacionales, el FLAR debe administrarse bajo un perfil de riesgo diferente al presentado por otras entidades de alcance regional. Ello constituye el fundamento de la elevada calificación de activos que siempre ha mostrado la institución. Standard & Poor's le asigna la calificación de AA, al considerar su política financiera conservadora, la fortaleza de su perfil de capital y liquidez (inclu-



GRÁFICA 6. DISTRIBUCIÓN DEL PODER DE VOTO



so en escenarios extremos como la crisis de 2008-2009) y una expectativa de que esta solidez financiera se mantenga en el futuro. Moody's otorga una calificación similar.

Por otro lado, su principal desventaja es su capacidad de asistencia financiera. Si bien en 2013 el FLAR ha logrado aumentar el capital suscrito y pagado de sus miembros, el FMI se muestra superior en este aspecto debido a su alcance global y al apoyo de superpotencias como Estados Unidos, Europa, Japón, China y Rusia, principalmente.

### CONCLUSIONES

El actual escenario financiero internacional obliga a los países a contar con diversas líneas de defensa a *shocks* externos que afectan los mecanismos de pago y tienen implicancias en el sector real. En los últimos años, los países han acudido a mecanismos regionales o a acumulación de reservas internacionales. El FLAR constituye una barrera de defensa efectiva ante dificultades de balanza de pagos pero con limitadas posibilidades en caso de una crisis sistémica regional. ■





### **JOSÉ ANTONIO OCAMPO**

Profesor de la Universidad de Columbia.

Ha sido ministro de Agricultura y ministro de Hacienda y Crédito Público en Colombia, así como director nacional de Planeación de este país. También ha sido secretario general adjunto de las Naciones Unidas para Asuntos Económicos y Sociales, y secretario ejecutivo de la CEPAL. Fue director de la Fundación para la Educación Superior y el Desarrollo (Fedesarrollo), profesor de la Facultad de Economía de la Universidad de los Andes (Colombia) y de la Universidad Nacional de Colombia, y profesor visitante de la universidades de Cambridge, Universidad de Yale y Oxford. Es autor de múltiples libros y artículos sobre teoría y política macroeconómica, desarrollo económico, comercio internacional e historia económica. Es economista y sociólogo de la Universidad de Notre Dame en 1972; tiene un doctorado en Economía de la Universidad de Yale.

## ▪ EL FLAR Y SU PAPEL EN LA ▪ ARQUITECTURA FINANCIERA ▪ REGIONAL E INTERNACIONAL

▪  
▪  
▪  
▪  
▪

Una de las diferencias esenciales más importantes entre la crisis financiera del Atlántico Norte de 2007-08 y la que enfrentaron las economías emergentes a partir de la que se desencadenó en Asia Oriental en 1997, ha sido el reconocimiento del papel de las instituciones regionales en la arquitectura financiera internacional. En ese entonces, la iniciativa japonesa de crear un Fondo Monetario Asiático se enfrentó a la oposición frontal de los Estados Unidos y del Director Gerente del Fondo Monetario Internacional (FMI), Michel Camdessus, aunque condujo al lanzamiento de la Iniciativa de Chiang Mai en 2000 entre los países de la Asociación de Naciones del Sudeste Asiático (ASEAN, por sus siglas en inglés), la República de Corea, China y Japón (ASEAN+3). Durante la crisis actual, se han creado o fortalecido varios esquemas regionales, notablemente los europeos y la Iniciativa de Chiang Mai. En este contexto, existen amplias posibilidades de profundizar la cooperación monetaria regional de América Latina, que cuenta con una de las instituciones más destacadas a nivel mundial, el Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR), pero que se caracteriza por una membresía limitada (ocho países) y un tamaño modesto.

Las principales ventajas de las instituciones regionales son el fuerte sentido de pertenencia de los países de la región a ellas, la capacidad que tienen para adaptarse a las demandas de sus miembros y la condición de acreedor preferente que poseen. Esta última se refleja en la baja o nula morosidad en sus obligaciones. El bajo riesgo se refleja, a su vez, en las excelentes calificaciones crediticias. Si dejamos de lado el Banco Interamericano de Desarrollo (BID), que tiene también el respaldo de países desarrollados, la calificación crediticia del Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR) es la mejor de América Latina. Un elemento muy importante del éxito del FLAR, al igual que



otras instituciones regionales de América Latina, ha sido la construcción de entidades técnicas que ofrecen servicios a miembros con diferencias importantes en sus inclinaciones políticas.

Este ensayo analiza una dimensión de dicha cooperación, la referida a los temas monetarios. Está dividido en tres secciones, aparte de esta introducción. La primera considera brevemente el papel de las instituciones regionales en la arquitectura financiera internacional. La segunda resume algunos de los elementos destacados de la experiencia del FLAR. La tercera presenta algunas reflexiones sobre la necesidad de expandir el FLAR para hacer frente a la alta volatilidad financiera internacional que enfrenta la región.

## EL PAPEL DE LA COOPERACIÓN FINANCIERA REGIONAL

El argumento básico en favor de la cooperación financiera regional es el reconocimiento de que la globalización que ha vivido el mundo en las últimas décadas es también un proceso de regionalismo abierto. Esta tendencia tiene su expresión principal en el área de comercio. No ha recibido, sin embargo, adecuada atención en el área financiera, como tampoco por parte de la literatura económica, con la excepción notable de los bancos regionales de desarrollo y la integración monetaria europea.<sup>1</sup>

La institucionalidad financiera regional puede verse como un correlato de la comercial. Incluye la creación de mecanismos de pagos que faciliten el comercio intrarregional, apoyen a los países que enfrenten desequilibrios en la balanza de pagos y financien a los países o regiones atrasadas y la construcción de infraestructura regional o, más en general, la provisión de “bienes públicos regionales”. Puede verse también como complemento de la institucionalidad financiera mundial dentro de una estructura de cooperación financiera de varios niveles. Más aún, dado el carácter incompleto de la arquitectura financiera mundial existente, puede considerarse también como una contribución a llenar los vacíos de la arquitectura existente.

Existe, además, una defensa básica de economía política de las instituciones regionales y subregionales: el mayor sentido de pertenencia de los

1. Entre la literatura existente, se destacan las compilaciones de Ocampo (2006a), Volz y Caliri (2010) y una tercera, aún en curso, de Kawai y Lombardi (2014). Véanse también CEPAL (2001), Mistry (1999) y Ocampo (1999 y 2002).

países miembros y, especialmente, de los medianos y pequeños, que perciben correctamente que tienen una voz más fuerte en ellas. Ello crea una relación especial con los países, que se expresan, en particular, en una sintonía entre las líneas de financiamiento y las demandas de sus miembros, y en la posición de acreedor preferente. Por esta razón, y la señalada en el párrafo anterior, una arquitectura financiera mundial basada en una *red* de instituciones mundiales, regionales y subregionales es mucho más balanceada desde el punto de vista de las relaciones de poder que una que se apoya en unas pocas instituciones de alcance mundial (Ocampo, 2006b). De esta manera, no solo contribuyen a mejorar la estructura de la economía mundial sino también los equilibrios políticos internacionales.

Estas instituciones enfrentan también desafíos importantes. Los principales tienen que ver con la capacidad limitada que tienen los países en desarrollo para manejar ciertos riesgos financieros, así como la necesidad de construir instituciones técnicamente fuertes y de distribuir equitativamente sus beneficios.<sup>2</sup> En el primer caso, uno de los retos principales es la dificultad para ejercer una función anticíclica en gran escala, debido al acceso procíclico que tienen los países emergentes y en desarrollo a los mercados privados de capital. En términos institucionales, el desafío esencial es construir instituciones técnicas sólidas y, por lo tanto, sin injerencia política en su operación cotidiana. En relación con la distribución equitativa de los beneficios, casi en razón de la incapacidad de responder a las demandas de los países miembros de mayor tamaño, estas instituciones deben tener objetivos redistributivos de carácter regional o subregional. Sin embargo, deben evitar que su estructura de gobernabilidad se caracterice por el poder excesivo de dichos países, ya que ello derrotaría el argumento básico de economía política: la mayor voz que otorgan a los países medianos y pequeños.

El sistema de bancos multilaterales de desarrollo es el mejor ejemplo de una arquitectura basada en una red de instituciones de diferentes niveles, ya que al lado del Banco Mundial existen una red de bancos regionales de desarrollo (el Interamericano, el Africano, el Asiático, el Banco Europeo de Inversiones y el Banco Europeo de Reconstrucción y Desarrollo), diversos bancos subregionales y un banco interregional (el Banco Islámico de Desarrollo), al

2. Sobre estas restricciones, véase en particular Culpeper (2006).



cual se podría agregar en el futuro el Banco de los BRICS. La gran ventaja de esta estructura es la capacidad que tienen las distintas instituciones para adaptar sus servicios a las demandas de sus miembros, cuyo resultado es una estructura heterogénea de líneas de crédito y otros mecanismos de apoyo a los países miembros.

En las áreas de cooperación monetaria, la arquitectura internacional es mucho más fragmentada y está dominada por el FMI. A ello se agregan un grupo pequeño de uniones monetarias (la Europea, las dos del África Occidental y Central, la del Caribe Oriental y otras de menor importancia) y un conjunto igualmente pequeño de acuerdos de financiamiento de balanza de pagos, entre los cuales los de más antigua data son el FLAR y el acuerdo de canje (*swaps*) de divisas entre los bancos centrales de ASEAN. A ello habría que agregar la Iniciativa de Chiang Mai del ASEAN+3, creada en 2000 y consolidada con el acuerdo de multilateralización de diciembre de 2009, el Fondo de Estabilidad y otros mecanismos europeos, el FLAR y otros esquemas de cooperación.<sup>3</sup> Entre los proyectos de crear nuevas uniones monetarias, se destaca la del Consejo de Cooperación del Golfo (Pérsico), que ha sido pospuesta varias veces y entrará en funcionamiento solo con una parte de sus miembros.

A estas instituciones cabe agregar algunos mecanismos de pagos y créditos recíprocos de bancos centrales en el marco de algunos acuerdos de integración. Europa proporcionó un modelo temprano y muy exitoso con la Unión Europea de Pagos, creada poco después de la Segunda Guerra Mundial. Estos mecanismos permiten ahorrar en el uso de divisas en las transacciones comerciales y pueden ser, por lo tanto, particularmente útiles en períodos de escasez de divisas. Entre los mecanismos existentes se destaca el Convenio de Pagos y Créditos Recíprocos de la Asociación Latinoamericana de Integración (ALADI).

Una forma de entender los acuerdos monetarios que involucran a países en desarrollo es que dividen las funciones básicas de cooperación en este campo en tres: (i) el diálogo en torno a las políticas macroeconómicas

3. Véase un inventario completo en FMI (2013), que analiza la cooperación entre el FMI y los esquemas regionales. Cabe anotar que antes de la crisis reciente uno de ellos, el Fondo Monetario Árabe, financiaba esencialmente comercio, por lo cual pertenece más a la familia de bancos de desarrollo que de acuerdos monetarios.

y la eventual supervisión y coordinación de dichas políticas; (ii) apoyo de balanza de pagos; y (iii) la coordinación y eventual unificación del tipo de cambio (Ocampo, 2006b). Dada la frecuencia y rigor de las perturbaciones provenientes de la cuenta de capitales, generalmente eliminan el tercero de estos objetivos, que ha sido, por el contrario, central en la historia de la cooperación monetaria europea (Wyplosz, 2006).

Como se señaló en la introducción, una diferencia importante entre la crisis actual y la que tuvo lugar a fines del siglo xx fue el fortalecimiento de algunas instituciones regionales. Estas acciones han sido particularmente notorias en la región que se transformó en el epicentro de la crisis a partir de 2010: la Unión Europea y, en particular, el área euro. Incluyeron la creación de fondos de estabilidad (primero uno temporal en 2010 y otro permanente en 2012, que funcionarán paralelamente por algún tiempo) y las intervenciones del Banco Central Europeo para garantizar el funcionamiento del sistema regional de pagos, otorgar liquidez a los bancos comerciales y, en forma más esporádica (incluso, se puede decir, inconsistente), evitar el desorden en los mercados de deuda pública.<sup>4</sup> En relación con las economías emergentes y en desarrollo, las principales acciones a nivel regional han sido la ampliación y multilateralización de la Iniciativa de Chiang Mai, la creación del Fondo Anticrisis de la Comunidad Económica Euroasiática y algunas iniciativas en materia de pagos en América Latina.<sup>5</sup>

157

## EL FLAR

La región ha creado a lo largo de la historia dos mecanismos de financiamiento de la balanza de pagos: el Fondo Centroamericano de Estabilización Monetaria (FOCEM) y el Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR, originalmente Andino, FAR), en 1969 y 1978, respectivamente. El primero fue un mecanismo de alcance muy limitado que colapsó durante la crisis de la deuda de los años ochenta debido a los cuantiosos desequilibrios de pagos entre sus miembros y fue formalmente eliminado en 1996. El segundo ha sido, por

4. La literatura sobre este tema es amplia. Véanse, entre muchos otros, Wyplosz (2014).

5. Ver Grabel (2012) para una revisión detallada de las iniciativas que se han tomado en el mundo en desarrollo y FMI (2013) para un inventario de las iniciativas regionales y un análisis de la relación del FMI con los distintos acuerdos.



el contrario, una institución exitosa y, de hecho, única en el mundo en desarrollo, que ha prosperado por tres décadas y media.

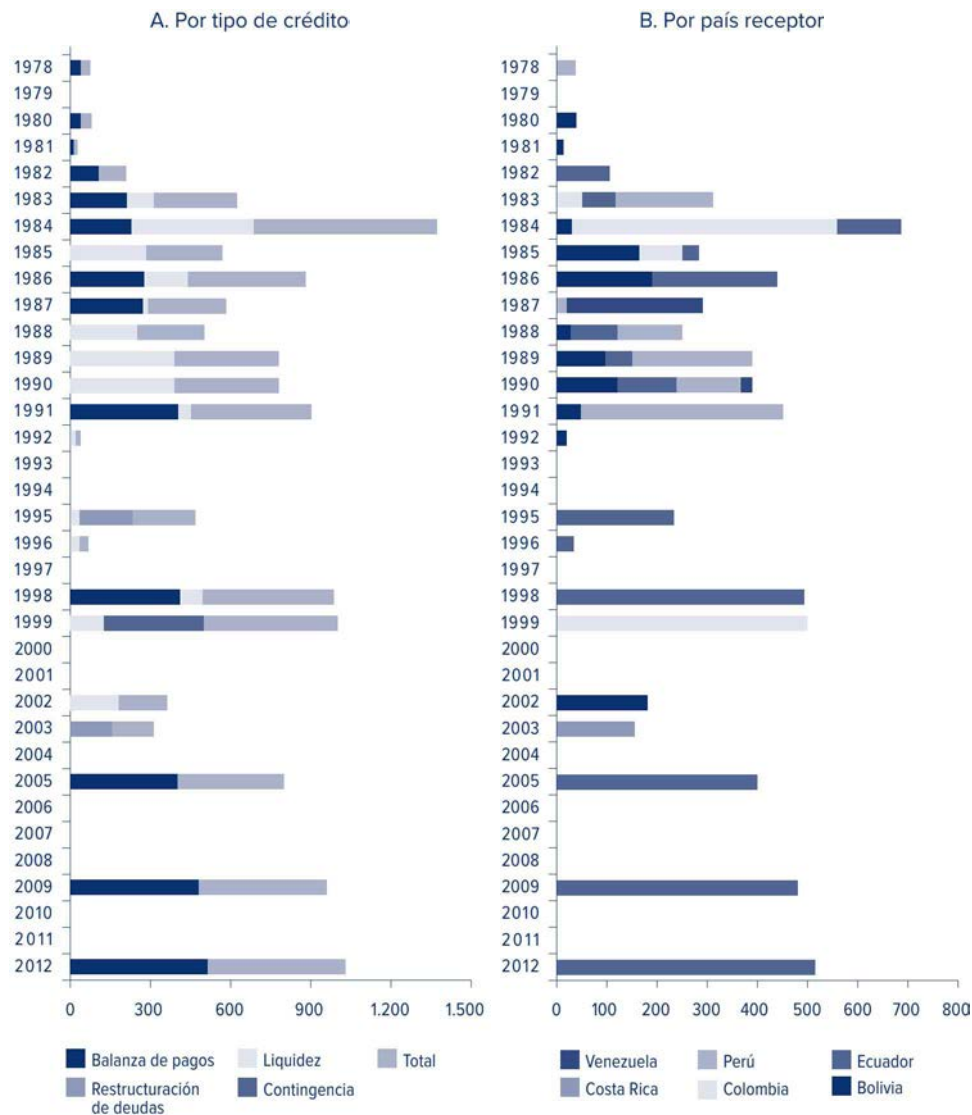
En abierto contraste con la experiencia del FOCEM, el FLAR comenzó a prosperar durante la propia década perdida, cuando facilitó financiamiento a todos sus miembros.<sup>6</sup> Después de transformarse de fondo andino en latinoamericano en 1991, logró la adhesión de Costa Rica en 1999, Uruguay en 2008 y Paraguay en 2013. De acuerdo con sus estatutos, tiene tres funciones básicas: (i) proporcionar apoyos de balanza de pagos a través de préstamos o garantías; (ii) mejorar las condiciones de inversión de reservas de los países miembros; y (iii) contribuir a armonizar las políticas cambiarias, monetarias y financieras de dichos países. La primera ha sido en la práctica la función más importante. La segunda función ha aumentado en años recientes, contribuyendo a manejar los portafolios no solo de reservas de los países sino de otras instituciones públicas y en ambos casos tanto de países miembros como no miembros. La ampliación de esta función ha implicado que la entidad se ha transformado en parte en un intermediario financiero. La tercera función ha sido relativamente marginal: ha comprendido la participación en diálogos macroeconómicos regionales, que han sido muy limitados en sus objetivos y en la organización de conferencias anuales de alto nivel.

De las cinco líneas crediticias con que cuenta la institución, la más utilizada ha sido la de balanza de pagos, que provee financiamiento de hasta tres años (con uno de gracia para amortizaciones) por el equivalente a 2,5 veces el capital pagado.<sup>7</sup> Le sigue de cerca la línea de liquidez, que proporciona recursos por un año y hasta por el capital pagado. La línea de reestructuración de deuda, que tiene condiciones similares a la de balanza de pagos pero se limita a 1,5 veces el capital pagado, ha sido usada en dos ocasiones: por Ecuador en 1995 y por Costa Rica en 2003. La línea de contingencia, que se facilita por seis meses renovables hasta por dos veces el capital pagado, ha sido utilizada solo por Colombia en 1999, pero no fue desembolsada. En tres casos adicionales, los créditos de balanza de pagos o de liquidez no fueron desembolsados y por ello podrían considerarse implícitamente como

6. Véase un análisis más detallado de la historia del FLAR en FLAR (2011b) y Ocampo y Titelman (2014).

7. En este caso, como el de las demás líneas de crédito, Bolivia y Ecuador tienen un cupo adicional de 0.1 veces el capital pagado.

GRÁFICA 1. CRÉDITOS DEL FLAR  
(millones de dólares)





CUADRO 1. FLAR VS. FMI: CRÉDITOS A LOS PAÍSES MIEMBROS, 1978-2013  
(millones de dólares)

|                        | LIQUIDEZ     | BALANZA DE PAGOS | RESTRUC-<br>TURACIÓN<br>DE DEUDA | CONTIN-<br>GENCIA | TOTAL<br>FLAR | %             | DESEM-<br>BOLSOS<br>FLAR | DESEM-<br>BOLSOS<br>FMI | FLAR/FMI    |
|------------------------|--------------|------------------|----------------------------------|-------------------|---------------|---------------|--------------------------|-------------------------|-------------|
| Bolivia                | 779          | 153              | 0                                | 0                 | 931           | 13,9%         | 750                      | 998                     | 0,75        |
| Colombia               | 560          | 229              | 0                                | 375               | 1.164         | 17,4%         | 664                      | 0                       |             |
| Ecuador                | 700          | 2.103            | 200                              | 0                 | 3.002         | 44,8%         | 3.002                    | 1.159                   | 2,59        |
| Perú                   | 519          | 636              | 0                                | 0                 | 1.154         | 17,2%         | 751                      | 2.213                   | 0,34        |
| Venezuela              | 23           | 271              | 0                                | 0                 | 294           | 4,4%          | 294                      | 3.642                   | 0,08        |
| <b>NUEVOS MIEMBROS</b> |              |                  |                                  |                   |               |               |                          |                         |             |
| Costa Rica             | 0            | 0                | 156                              | 0                 | 156           | 2,3%          | 156                      | 0                       |             |
| Uruguay                | 0            | 0                | 0                                | 0                 | 0             | 0,0%          | 0                        | 0                       |             |
| <b>Total</b>           | <b>2.579</b> | <b>3.391</b>     | <b>356</b>                       | <b>375</b>        | <b>6.701</b>  | <b>100,0%</b> | <b>5.617</b>             | <b>8.011</b>            | <b>0,70</b> |
| <b>%</b>               | <b>38,5%</b> | <b>50,6%</b>     | <b>5,3%</b>                      | <b>5,6%</b>       | <b>100,0%</b> |               |                          |                         |             |

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

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

créditos de contingencia.<sup>8</sup> No se ha hecho uso de la una quinta línea de crédito, la de Tesorería.

La Gráfica 1 resume la evolución anual de los créditos otorgados por el FLAR tanto por línea de crédito (panel A) como por país beneficiario (panel B). Como se puede apreciar, los créditos han sido otorgados fundamentalmente durante períodos de crisis: durante la crisis de la deuda de los años ochenta (hasta 1991), 1989-89 y 2009-12, con la mayor concentración en el primer período. Lo que es igualmente interesante, todos los países que eran miembros antes de 2008 han usado sus facilidades crediticias. Esto indica que aún si una crisis golpea a todos los países, como fue cierto de la de la deuda (que también afectó a Colombia, pese a su menor endeudamiento externo), todos los miembros pueden beneficiarse porque las necesidades no coinciden exactamente en el tiempo, es decir porque las necesidades de financiamiento son en la práctica secuenciales y no simultáneas.

Los principales beneficiarios han sido los países más pequeños de la Comunidad Andina: Bolivia y Ecuador. También es cierto que un fondo del

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

CUADRO 2. PRÉSTAMOS DEL FLAR Y EL FMI A PAÍSES MIEMBROS DEL FLAR  
(millones de dólares)

| Subperíodo           | FLAR         |              | FMI          | FLAR/FMI     |
|----------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                      | Aprobado     | Desembolsado | Desembolsado | Desembolsado |
| 1978-1982            | 195          | 195          | 984          | 0,20         |
| 1983-1988            | 2.263        | 2.263        | 1.089        | 2,08         |
| 1989-1993            | 1.250        | 847          | 4.279        | 0,20         |
| 1994-1997            | 267          | 267          | 1.012        | 0,26         |
| 1998-2002            | 1.174        | 494          | 403          | 1,22         |
| 2003-2007            | 556          | 556          | 244          | 2,28         |
| 2008-2013            | 995          | 995          | 0            |              |
| <b>Total</b>         | <b>6.701</b> | <b>5.617</b> | <b>8.011</b> | <b>0,70</b>  |
| Excluyendo Venezuela | 6.407        | 5.324        | 4.370        | 1,22         |

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

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

tamaño actual no podría satisfacer demandas sustanciales por parte de los miembros de mayor tamaño. Estos dos hechos indican que el FLAR no solo ha operado sino que necesita hacerlo con reglas implícitamente redistributivas. Los países más grandes dentro del acuerdo se benefician de todas maneras de los créditos a los más pequeños en la medida en que contribuyen a evitar una contracción severa en los flujos intrarregionales de comercio.

El Cuadro 1 resume la manera como los distintos países han utilizado las facilidades crediticias existentes. En términos absolutos, Ecuador ha sido el usuario más importante, ya que se ha beneficiado de un 45% de los créditos otorgados por el FLAR a lo largo de su historia y más de la mitad de los desembolsados. Colombia, Perú y Bolivia le siguen, en ese orden, con entre 14 y 17% de los créditos otorgados cada uno. Venezuela y Costa Rica han usado las líneas en menores montos. En términos de utilización de las distintas facilidades, Bolivia y Colombia han preferido usar las líneas de liquidez, en tanto que Perú y, en particular, Ecuador, han hecho un uso más activo de las de balanza de pagos; este último ha usado, de hecho, cerca del 70% de los recursos que se han desembolsado a través de esta línea en la historia del FLAR.

Por su parte, el Cuadro 2 compara la historia de los préstamos desembolsados por el FMI con aquellos otorgados y desembolsados por el FLAR a



sus países miembros. El FLAR ha superado a la institución global en varios períodos, incluyendo los años críticos de la crisis de la deuda, la crisis de las economías emergentes de fines de los años noventa y comienzos de los 2000, y la reciente crisis financiera del Atlántico Norte. De hecho, para el período en que ha existido, la FLAR ha superado al FMI en términos de desembolsos, si excluimos a Venezuela de las estimaciones.

El principal período en el cual el FMI superó al FLAR fue en 1989-93, cuando Venezuela usó en gran escala los recursos del FMI, a lo que se agregó un crédito de Perú en 1993. Este caso, al igual que el uso de los créditos contingentes del FMI por parte de Colombia desde 2009 (sin desembolso alguno) indica que el FLAR no puede satisfacer demandas sustanciales de sus miembros de mayor tamaño. Este patrón es similar al que observamos en el caso de los bancos de desarrollo donde, pese al avance logrado por los bancos subregionales, y especialmente por el Banco de Desarrollo de América Latina (CAF), el Banco Mundial está en mejor capacidad de responder a demandas anticíclicas de financiamiento en gran escala de los países de la región. El hecho de que el crédito de contingencia otorgado por el FMI a Costa Rica en abril de 2009 por 492.5 millones de DEGs (Derechos Especiales de Giro), equivalente a US\$732 millones el día de aprobación, supere su capacidad de endeudamiento con la FLAR, refleja otro problema: la necesidad de actualizar su tamaño para responder a las necesidades de hoy.

Por otra parte, la historia de uso de las líneas de ambos fondos por parte de los miembros del FLAR indica que una de las grandes ventajas de un fondo regional es que facilita que los países adopten estrategias diferentes de uso de las facilidades crediticias a las cuales tienen acceso. Bolivia y Ecuador (antes de 2009) tendieron a utilizar las líneas del FLAR y el FMI en forma complementaria. Otros países han preferido utilizar el fondo regional sobre el subregional: Colombia durante los años ochenta y noventa, Perú en la segunda mitad de la década de los ochenta y Ecuador en épocas recientes. El FMI ha predominado, por el contrario, cuando hay grandes necesidades de financiamiento de los países de mayor tamaño: Venezuela en 1989-91, Perú en 1993 y las líneas contingentes que ha usado Colombia recientemente. Costa Rica también ha utilizado a ambas instituciones en forma complementaria y, como ya se señaló, su preferencia por el FMI en épocas recientes muestra más bien las limitaciones de tamaño del FLAR.

## LA COOPERACIÓN MONETARIA REGIONAL FRENTE A LA VOLATILIDAD FINANCIERA INTERNACIONAL

¿En qué medida sirve la cooperación financiera regional alcanzada para enfrentar la volatilidad financiera que enfrentan los países en desarrollo hoy? Las experiencias del pasado indican que los mecanismos con que cuenta la región son muy útiles pero resultan insuficientes.

Entre los bancos, la CAF y el BID han logrado cumplir una función claramente anticíclica, que es en cualquier caso más limitada de la que puede llevar a cabo el Banco Mundial. Sin embargo, la capacidad del Banco Mundial de emprender una operación anticíclica similar a la de 2008-10 es más limitada hoy, debido a las restricciones de capital que enfrenta la entidad y la renuencia de su accionista principal a capitalizar a las entidades financieras internacionales. Esto acrecienta la demanda sobre el BID y los bancos subregionales hacia el futuro.

Dado el papel anticíclico importante que jugaron los bancos multilaterales en el financiamiento del comercio internacional durante la crisis reciente, conviene resaltar igualmente la importancia de mantener una línea clara de acción en este campo. Lo mejor en este sentido sería articular las acciones de los bancos multilaterales a una red de financiamiento del comercio intrarregional de la cual hagan parte también los bancos nacionales de desarrollo o de comercio exterior. El financiamiento del comercio debe ser claramente una función de los bancos de desarrollo más de que de los fondos de reservas.<sup>9</sup> Esta red también podría ser utilizada para promover las inversiones directas intrarregionales.

Los convenios de pagos ofrecen, por su parte, posibilidades interesantes en coyunturas críticas. Sin embargo, sus potencialidades dependen de que haya un alto grado de compensación en las transacciones intrarregionales. Por el contrario, en presencia de grandes desequilibrios, dichos acuerdos pueden colapsar (como aconteció con el FOCEM), a no ser que cuenten con un sistema complementario para financiar los déficit de balanza de pagos, una función que puede eventualmente proveer un fondo de reservas al cual estén asociados (una propuesta que se presenta más adelante). También

---

9. Esto último es lo que ha sugerido, erróneamente a mi juicio, el Comité Latinoamericano de Asuntos Financieros (2012).



existen posibilidades interesantes de avanzar hacia un sistema multilateral de pagos en las monedas de los países de la región, con cruces frecuentes de cuentas (incluso diarios) para evitar que los bancos centrales incurran en riesgos cambiarios. La principal restricción al uso de monedas nacionales es la ausencia de servicios similares a los que proveen los bancos comerciales en divisas, que aparte del crédito incluyen cobertura de riesgo cambiario, lo que a su vez tiene como requisito el desarrollo de mercado de futuros en dichas monedas. Por lo tanto, la profundización de un acuerdo de pagos en monedas nacionales exige de la creación de mercados de futuros en monedas de la región, un área en la cual pueden cooperar nuevamente los bancos multilaterales en asocio con los bancos nacionales de desarrollo y de comercio exterior. El uso de monedas de cuenta para los pagos intrarregionales también ofrece algunas potencialidades, preferiblemente en la modalidad del peso andino creado en el marco del FLAR en los años ochenta. En todo caso, las autoridades deben ponderar cuál de estas opciones (un sistema de pagos en monedas nacionales o la creación de una moneda de transacción regional) es preferible, ya que resulta redundante poner en funcionamiento ambas opciones.

Las mayores potencialidades las ofrece la construcción de un fondo regional de reservas de gran alcance, tanto en términos de membresía como de tamaño. Dado su excelente comportamiento histórico, la solución obvia es construir dicha institución a partir del FLAR. Los estudios existentes<sup>10</sup> han demostrado, por lo demás, que las correlaciones entre las variables macroeconómicas de los distintos países (en particular, términos de intercambio y flujos netos de capital) no son todas positivas o no son estadísticamente significativas, por lo cual un fondo regional sí es viable (Agosin y Heresi, 2011; Machinea y Titelman, 2007; Titelman *et al.*, 2014). Además, aun si dichas correlaciones son positivas y hay, por lo tanto, contagio, el fondo puede ser viable si la demanda de recursos del fondo es secuencial o si afecta a distintos países con intensidad diferente, como ha sido cierto en ambos casos en la historia del FAR/FLAR. El análisis de Agosin (2012) indica, de hecho, que los efectos regionales de la crisis asiática de 1998-99 y argentino-brasileña de 2001-02 fueron secuenciales y de diferente intensidad, especialmente en

10. Véase una relación más detallada de estos ejercicios en Ocampo y Titelman (2014).



el segundo caso; el impacto de la crisis financiera del Atlántico Norte en la región fue, por el contrario, mucho más generalizado y simultáneo.

Otros ejercicios han mostrado que la mezcla de acceso a un mayor volumen de reservas y variabilidad de las mismas (el llamado “coverage ratio”) es benéfico para el grueso de los países (Machinea y Titelman, 2007; Rosero, 2011). Para aquellos para los cuales no lo es, una razón puede ser que el tipo de cambio absorbe los choques externos, por lo cual puede haber beneficios colaterales asociados a la mayor estabilidad de esta variable. Por último, un ejercicio retroactivo realizado por la FLAR (2011b) muestra que todos los países miembros se han beneficiado de sus servicios en términos de las condiciones y el acceso a sus líneas de crédito en relación con aquellas disponibles en los mismos momentos en los mercados. Nótese que hay beneficios adicionales que no se incluyen en estos ejercicios, en particular la contribución potencial a reducir el contagio regional de las crisis financieras, la estabilidad del comercio intrarregional (incluyendo la estabilidad de las tasas de cambio) y, más en general, la estabilidad económica regional.

Un fondo ampliado podría cubrir una proporción alta de las necesidades de financiamiento. Agosín y Heresi (2011) han estimado que con el 15% de las reservas de 2008 de los doce países más grandes de la región (US\$70.000 millones) se podrían haber cubierto todas las salidas de capital que tuvieron lugar después de la quiebra de Lehman Brothers, excepto las de Brasil, y que hubiera cubierto el M1 de todos los países, excepto Brasil y México. En un trabajo posterior, Agosín (2012) propuso un fondo con poco más de \$10.000 millones de capital, \$15.000 de créditos contingentes de sus miembros y \$10.000 de endeudamiento, es decir con capacidad de financiamiento de \$35.000 millones, que se podría ampliar con un acceso a una línea de crédito del FMI de \$30.000 millones. Un ejercicio del FLAR (2011a) indica que un fondo sudamericano, equivalente a tres veces el capital actual y con contribuciones de Brasil iguales al doble de los países con mayores aportes actuales, tendría una capacidad crediticia de unos US\$21.000, suficientes para cubrir en promedio el 82% de las deudas de corto plazo y el 27% del M1 de los países, si las demandas son simultáneas, pero con coberturas en general pequeñas de los países más grandes, por lo cual sería bueno aspirar a un fondo de mayor tamaño. Por su parte, el Comité Latinoamericano de Asuntos Financieros (2012) ha sugerido un fondo de \$25.000 millones de capital, con



capacidad de préstamo de \$50.000 millones, ampliable potencialmente al doble de esta magnitud.

Sin embargo, un fondo de tamaño más modesto también puede ser de gran utilidad, como lo indica de hecho la propia historia del FLAR. Titelman *et al.* (2014) muestran que incluso con la escala de las contribuciones actuales al FLAR (después del aumento del 40% acordado en 2012) y con aportes de Brasil y México equivalentes a tres veces el de los países medianos), el fondo respectivo de \$9.000 millones y con una capacidad de préstamo de \$15.000 (con el 65% del apalancamiento potencial con el que funciona el FLAR), podría haber cubierto todas las necesidades de financiamiento de los países pequeños en las dos últimas décadas, y 85% del total incluyendo a los países de tamaño mediano (es decir, exceptuando a Brasil y México).

Lo conveniente, en todo caso, es ampliar significativamente el tamaño del FLAR, que es equivalente apenas una sexta parte de los aportes a la Iniciativa de Chiang Mai, si se estiman como proporción del PIB, y menos de la décima parte si se calcula en relación con las cuotas de los miembros de Chiang Mai en el FMI, y aún más pequeño (5% en uno y otro caso) si se comparan con el Fondo de Estabilidad Europeo.<sup>11</sup> Esto debe hacerse no solo con la ampliación de la membresía sino también con aportes que deben duplicar o triplicar los niveles actuales. Algunos de estos aportes podrían hacerse en parte con acuerdos de canje (*swaps*) entre los bancos centrales, como en el Acuerdo de Chiang Mai, o como líneas contingentes como los “Nuevos acuerdos para la obtención de préstamos” (*New arrangements to borrow*) del FMI. Sin embargo, la naturaleza básica de fondo de reservas debe mantenerse.

El FLAR ampliado podría utilizarse también como la base institucional del mecanismo de pagos y créditos recíprocos de la ALADI y de los sistemas de pagos entre bancos centrales, del que se beneficiarían en ambos casos todos sus miembros. La gran ventaja es que ofrecería las líneas de balanza de pagos complementarias es la liquidez de dichos acuerdos de pagos.

Una institución de este tipo podría ser igualmente el marco para ampliar significativamente el diálogo de políticas macroeconómicas. Este diálogo

11. Véase las comparaciones en FMI (2013), gráfica 2. Aquí han sido actualizadas para incluir el aumento del capital del FLAR del 40% y la duplicación de las contribuciones a Chiang Mai, que no están incluidas en los cálculos del FMI.

macroeconómico ha tenido lugar en el pasado en distintas formas, pero su institucionalidad ha sido débil. Debería transformarse en un sistema formal de intercambio de información, diálogo entre las autoridades y alerta temprana. Sobre este sistema se deberá ir construyendo un mecanismo de supervisión macroeconómica, que es esencial para el funcionamiento de fondo de reservas regional de gran alcance y que serviría de base para una eventual coordinación de políticas.

Las líneas con que ya cuenta la FLAR son un buen punto de partida. De ellas, la de contingencia debe ser ampliada hasta dos años (como la del FMI) y se podría crear una línea de crédito compensatorio relacionada con el deterioro de los términos de intercambio, que parece factible dada las correlaciones muchas veces negativas que tienen los términos de intercambio de los países de la región (Agosín y Heresi, 2011; Agosín, 2012). No parece, sin embargo, conveniente evolucionar hacia préstamos presupuestales, pero una alternativa podría ser hacer algo más flexible la línea de Tesorería (extendiendo, por ejemplo, el plazo); de otra manera, esa línea debería ser eliminada. Como ya se señaló, el manejo del financiamiento del comercio intrarregional debería ser igualmente una función de una red de bancos de desarrollo más que del fondo de reservas.

También se ha propuesto que el fondo pueda invertir en bonos emitidos por los países de la región. Esta propuesta sería inconveniente, ya que un principio fundamental para el funcionamiento de un mecanismo de apoyo a la balanza de pagos es que sus inversiones tengan una correlación nula o negativa con las variables macroeconómicas que afectan a sus miembros (FLAR, 2011b). La inversión en fondos regionales iría en contravía de este principio y reduciría, por lo tanto, la capacidad del fondo de operar como un instrumento anticíclico. Esto es aun menos conveniente si los bonos están denominados en monedas nacionales, ya que ello agregaría un riesgo cambiario a las operaciones del fondo de reserva. Esto contrasta con las políticas de los bancos de desarrollo, que sí pueden y deben ser activos en los mercados de bonos en monedas nacionales.

Un fondo de reservas ampliado tendría que tener al menos tres categorías de miembros (las dos actuales más una para los dos países más grandes de la región) y quizás cuatro, si se desea incorporar a las pequeñas economías del Caribe. Esto plantea importantes problemas de economía política.



La más importante es la de pasar de un sistema de “un país, un voto”, con la cual funciona actualmente el FLAR, a uno de voto ponderado. Este último podría restringirse a créditos de gran tamaño, en los cuales que el voto podría tener en cuenta tres factores diferentes: votos básicos iguales por país, una proporción basado en las contribuciones al fondo común y votos adicionales más bajos en proporción a las líneas de canje o créditos contingentes.

El segundo es identificar claramente las ventajas para los países que solo podrán utilizar parcialmente las líneas de crédito (Brasil y México) o que tienen poca probabilidad de utilizarlo (los que tienen un “coverage ratio” bajo) de que se asocien a la institución.<sup>12</sup> Las ventajas están relacionadas con la contribución que ello haría a la estabilidad económica de la región, incluida la estabilidad del comercio intrarregional, de la cual todos los países se benefician. Además, la historia del FLAR indica que aún los países relativamente grandes pueden beneficiarse de sus créditos.

El último tema de economía política se relaciona con la inclusión o no cláusulas de condicionalidad en los créditos. Sin embargo, ello rompería con la tradición del FLAR de prestar únicamente con base en el programa de ajuste que presentan los países. Más aún, introduciría complejísimos problemas de economía política. Por este motivo, no es conveniente avanzar en esta dirección.

Debido a las limitaciones que tendría aún un FLAR ampliado para financiar a los países más grandes, o de enfrentar coyunturas críticas de alcance mundial, una alternativa adicional es crear líneas de crédito del FMI a dichos fondos (Agosín, 2012). Sin embargo, sería esencial que dichas líneas carecieran de condicionalidad. De hecho, la condicionalidad del FMI que exige el Acuerdo de Chiang Mai para préstamos más allá de cierto nivel es reconocida generalmente como un obstáculo para el uso de sus recursos por parte de sus países miembros. Otra alternativa serían líneas de canje con la reserva federal, como las que contaron Brasil y México durante la crisis financiera del Atlántico Norte (Comité Latinoamericano de Asuntos Financieros, 2012). Un acceso sin condicionalidad a líneas del FMI sería sin duda la mejor opción. ■

12. Véase un análisis de este tema, que incluye una comparación con la Iniciativa de Chiang Mai, en Levy Yeyati (2012).

## REFERENCIAS

- Agosin, Manuel (2012), “Un Fondo Monetario Latinoamericano: Dimensiones requeridas y modalidades”, en FLAR, *Papers and Proceedings, VII Conferencia Internacional de Estudios Económicos*.
- y Rodrigo Heresi (2011), “Hacia un Fondo Monetario Latinoamericano”, FLAR, *Papers and Proceedings, Conferencia Internacional de Estudios Económicos de 2010*.
- CEPAL (Comisión Económica para América Latina y el Caribe) (2001), *Crece con estabilidad: el financiamiento del desarrollo en el nuevo contexto internacional*, Bogotá, CEPAL: Alfaomega.
- Comité Latinoamericano de Asuntos Financieros (2012), “Provisión de liquidez en tiempos de crisis: ¿es suficiente recurrir al FMI?”, *Declaración N° 27*, 11 de diciembre, en: [http://www.claaf.org/documents/Espanol/27\\_declaracion.pdf](http://www.claaf.org/documents/Espanol/27_declaracion.pdf)
- Culpeper, Roy (2006), “Reforming the Global Financial Architecture: The Potential of Regional Institutions”, en José Antonio Ocampo (ed.), *Regional Financial Cooperation*, Washington D.C.: Brookings Institution y CEPAL, capítulo 2.
- FLAR (Fondo Latinoamericano de Reservas) (2001a), “Un ejemplo ilustrativo de escenarios de capital para un FLAR ampliado con países de la Unasur actualmente no miembros”, Documento de trabajo interno, noviembre 18.
- (2001b), “El FLAR dentro de la arquitectura financiera regional: historia y desempeño en perspectiva”, Documento de trabajo interno, diciembre.
- FMI (Fondo Monetario Internacional) (2013), “Stocktaking the Fund’s Engagement with Regional Financing Arrangements”, abril 11, disponible en: [www.imf.org](http://www.imf.org)
- Grabel, Ilene (2012), “Financial Architectures and Development: Resilience, Policy Space, and Human Development in the Global South”, en Khalid Malik y Maurice Kugler (eds.), *Human Progress and the Rising South*, Nueva York: Oficina de Desarrollo Humano del Programa de Naciones Unidas para el Desarrollo, capítulo 7.
- Kawai, Masahiro y Domenico Lombardi (eds.) (2014), *Financial Regionalism and the International Monetary System*, Washington D.C.: Brookings Institution Press, en prensa.
- Levy Yeyati, Eduardo (2012), “Fondo Latinoamericano de Reservas: Diagnóstico y recomendaciones”, en FLAR, *Papers and Proceedings, VII Conferencia Internacional de Estudios Económicos*.
- Machinea, José Luis y Daniel Titelman, Daniel (2007), “¿Un crecimiento menos volátil? El papel de las instituciones financieras regionales”, *Revista de la CEPAL*, N° 91, abril.
- Mistry, Percy S. (1999), “Coping with Financial Crises: Are Regional Arrangements the Missing Link?”, en *International Monetary and Financial Issues for the 1990s*, Vol. 10, Ginebra: UNCTAD.



- Ocampo, José Antonio (1999), *La reforma del sistema financiero internacional: un debate en marcha*, Santiago: Fondo de Cultura Económica y CEPAL.
- (2002), “Recasting the International Financial Agenda”, en John Eatwell y Lance Taylor (eds.), *International Capital Markets: Systems in Transition*, Nueva York: Oxford University Press.
- (ed.) (2006a) *Regional Financial Cooperation*, Washington D.C.: Brookings Institution y CEPAL [Existe una versión con un menor número de capítulos en castellano *Cooperación financiera regional*, Santiago: Libros de la CEPAL N° 91].
- (2006b), “Regional Financial Cooperation: Experiences and Challenges”, en José Antonio Ocampo (ed.), *Regional Financial Cooperation*, Washington D.C.: Brookings Institution y CEPAL, capítulo 1.
- y Daniel Titelman (2014), “Regional Monetary Cooperation in Latin America”, en Masahiro Kawai y Domenico Lombardi (eds.) (2014), *Financial Regionalism and the International Monetary System*, Washington D.C.: Brookings Institution Press, en prensa.
- Rosero, Luis Daniel (2011), *Essays on International Reserve Accumulation and Cooperation in Latin America*, Tesis doctoral, Universidad de Massachusetts, Amherst.
- Titelman, Daniel, Cecilia Vera, Pablo Carvallo y Esteban Pérez-Caldentey (2014), “Un fondo de reservas regional para América Latina”, *Revista de la CEPAL*, N° 112, abril.
- Volz, Ulrich y Aldo Calíari (eds.) (2010), *Regional and Global Liquidity Arrangements*, Bonn: German Development Institute y Center of Concern.
- Wyplosz, Charles (2006), “Regional Exchange Rate Arrangements: The European Experience”, en José Antonio Ocampo (ed.), *Regional Financial Cooperation*, Washington D.C.: Brookings Institution y CEPAL, capítulo 4.
- (2014), “Financial Regionalism in Europe: Gaps Hurt”, en Masahiro Kawai y Domenico Lombardi (eds.) (2014), *Financial Regionalism and the International Monetary System*, Washington D.C.: Brookings Institution Press, en prensa.







### GUILLERMO PERRY

Actualmente es *non-resident fellow* del Centro para el Desarrollo Global y profesor de la Universidad de los Andes. Ha sido economista jefe para América Latina y el Caribe por el Banco Mundial desde 1996 al 2007. Antes de unirse al Banco Mundial, Perry colaboró con el Gobierno colombiano en distintos ámbitos: fue ministro de Hacienda y Crédito Público, ministro de Minas y Energía; director nacional de Impuestos y director adjunto del Departamento Nacional de Planeación y Consejo Nacional de Políticas Económicas (CONPES). Fue también miembro de la Asamblea Constitucional (1991) y del Senado de la República (1990). Ha escrito numerosos artículos sobre desarrollo económico, desigualdad, macroeconomía, política fiscal, política financiera, finanzas internacionales, política energética.

Su experiencia profesional incluye consultoría internacional en finanzas públicas y política energética para varias instituciones y gobiernos en el mundo.

- **EL FUTURO DEL FLAR:**
- ¿UN FONDO MONETARIO LATINOAMERICANO
- COMO PRESTAMISTA DE PRIMERA
- INSTANCIA?

- 
- 
- 
- 
- 
- 

## **EL PORQUÉ DE LOS FONDOS MONETARIOS REGIONALES**

El alto y creciente grado de globalización financiera presenta grandes oportunidades para los países en desarrollo: abundantes flujos de inversión extranjera directa en una variada gama de sectores y proveniente de muchas fuentes; acceso a amplios recursos financieros de largo plazo y bajo costo, como complemento a los recursos limitados, de menor plazo y mayor costo de su sistema financiero doméstico; posibilidades de diversificación del riesgo país para sus inversionistas y de acceso a seguros, reaseguros (que facilitan el desarrollo de su industria doméstica de seguros) y productos de manejo de riesgo que no encuentran en su mercado doméstico, y que les permiten cubrirse al menos parcialmente de riesgos cambiarios, de variaciones bruscas en los precios de los *commodities* y del impacto financiero de los desastres naturales. Pero el proceso de globalización financiera también los ha sometido a riesgos crecientes de contagio financiero y de reversas súbitas de los flujos de capitales, que pueden conducir a profundas y costosas crisis cambiarias, financieras y fiscales, con serias consecuencias sobre el crecimiento económico y el bienestar ciudadano durante períodos prolongados, como lo ponen en evidencia los trabajos publicados en la sección tres de este libro.

Estos episodios se han originado en ocasiones en crisis en un país de la región, cómo sucedió después de la crisis mexicana de 1982, a su vez en buena parte causada por un cambio brusco en la política monetaria estadounidense que elevó notablemente las tasas de interés internacionales.<sup>1</sup> En otras en países

---

1. Calvo, Reinhart y Vegh (1995).



lejanos y con quienes teníamos pocas relaciones comerciales, como fue el caso después de la crisis rusa en 1998, a su vez en buena parte causada por el impacto de la crisis asiática de 1997 sobre los precios de los *commodities*. Y en unas más en los países industrializados, como ocurrió después de la crisis desatada por la quiebra de Lehman Brothers en octubre del 2008, que convirtió lo que hasta entonces era una crisis hipotecaria aparentemente modesta en los EE.UU., en la crisis financiera global más profunda desde la que antecedió a la Gran Depresión de los años treinta, y que obligó al rescate de buena parte del sistema financiero norteamericano y de muchos bancos grandes en Europa y otras regiones para evitar un colapso de la economía mundial.

Esos riesgos no han desaparecido. Hasta hace poco vivimos en vilo con la posibilidad de una nueva crisis financiera en Europa y del fin del euro, como consecuencia de la crisis en el mercado de los bonos soberanos de varios miembros de la Comunidad Europea, que sin duda habría ocasionado otro remezón profundo en los mercados financieros globales. Si bien ese riesgo se ha mitigado en el corto plazo con las acciones de rescate emprendidas por la Comunidad, el Banco Central Europeo y el Fondo Monetario Internacional (FMI, en adelante), no está aun totalmente conjurado. Y ahora comienza a aparecer en el horizonte el riesgo de una crisis financiera en China, o por lo menos un ‘aterrizaje duro’ en sus tasas de crecimiento, con consecuencias mayores sobre los precios de los *commodities* y, por tanto, sobre el riesgo país en la mayoría de los países latinoamericanos y los flujos de capital hacia ellos.

Por todas estas razones los países en desarrollo, y el mundo en su conjunto, necesitan cada vez más un prestamista internacional de última instancia (a imagen y semejanza de la función que cumplen los bancos centrales a nivel doméstico) que pueda apoyar a gobiernos individuales en contener los efectos de crisis financieras, cambiarias o fiscales incipientes y, por tanto, sus efectos sobre el sistema financiero global; y, de manera especial, a los países sometidos a reversas súbitas en sus flujos de capital como consecuencia de contagio financiero por hechos ocurridos en otras latitudes. Desde hace mucho tiempo diversos analistas han venido insistiendo en esta necesidad. La mayoría de los países desarrollados, sin embargo, se habían opuesto o, por diversos motivos, no habían promovido esta idea. Solamente durante

la crisis global del 2008/2009 hubo un movimiento en esta dirección, procediéndose a una significativa capitalización del FMI y a la aprobación de líneas de apoyo crediticio más amplias y automáticas, como ocurre con la Línea de Crédito Flexible (FCL) a la que países en desarrollo precalificados (con buenos fundamentos macroeconómicos) pueden tener acceso inmediato en volúmenes superiores a las cuotas hasta entonces vigentes en caso de resultar afectados por choques externos adversos.

Pero estamos aún muy lejos de lo requerido. Por esa razón, durante la última crisis global la Reserva Federal y el Banco Central de Japón pusieron amplias líneas de crédito a disposición de países considerados de importancia sistémica en su área de influencia (como ya había ocurrido en 1994 con México), con el objeto de contribuir a prevenir la extensión de la crisis al mundo emergente. Y por esa misma razón la Comunidad Europea creó una serie de instituciones y fondos regionales de apoyo a los mercados de bonos soberanos y los bancos europeos, con el objeto de contener la extensión de la crisis a toda Europa y la consecuente implosión de la zona del euro.<sup>2</sup>

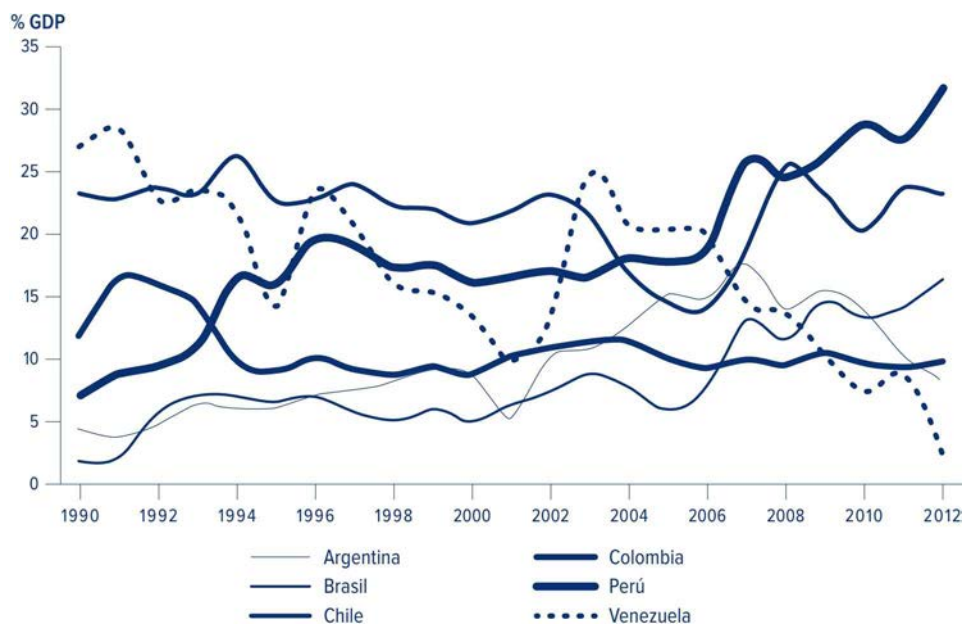
Asimismo, ante la magnitud de estos riesgos y la ausencia de un prestamista internacional de última instancia, los países en desarrollo han venido fortaleciendo su posición de liquidez externa, acumulando niveles crecientes de reservas internacionales (gráfica 1) y reduciendo, o manteniendo a raya, el endeudamiento externo público y privado, en particular de corto plazo, y sus déficits en cuenta corriente.

Sin embargo, estos altos niveles de acumulación de reservas son muy costosos para los países individuales, ya que implican dedicar una parte importante del ahorro doméstico a inversiones en activos líquidos de bajo rendimiento, en vez de invertirla en acelerar el crecimiento económico o en activos externos más rentables, pero menos líquidos. Y representa una solución de aseguramiento incompleta e ineficiente desde un punto de vista global, como lo han puesto de presente varios analistas.<sup>3</sup> Sería mucho más eficiente hacer un *pooling* global de reservas en una institución como el FMI, ya que los riesgos no son perfectamente correlacionados (y sería aún mejor que el FMI tuviese capacidad de emitir suficiente liquidez internacional en momentos de necesidad).

2. Eichengreen, 2014, en este volumen.

3. Ver, entre otros, Summers, (Eichengreen, 2011), McKay, Volz, & Wölfinger, 2010.



GRÁFICA 1. RESERVAS INTERNACIONALES TOTALES  
(% del PIB)

FUENTE: Bancos centrales, Fondo Monetario Internacional (FMI), cálculos propios. Los datos para Chile incluyen el Fondo de Estabilización Económica y Social (FEES) desde 2007

En ausencia de esta solución óptima, sería más eficiente hacer *pooling* de reservas a nivel regional que acumularlas individualmente (o, al menos, combinar estas dos opciones), en la medida en que los riesgos no estén perfectamente correlacionados.<sup>4</sup> Esa es la principal justificación de los Fondos Monetarios Regionales (FMR en adelante), como complemento del actual FMI, en ausencia de un prestamista global de última instancia. Pero no es la única: puede haber países en una región que no están en capacidad de

4. McKay, Volz, & Wölfinger, 2010; Eichengreen, 2011; Levy-Yeyati 2012; Tittleman, 2012. Un FMR también puede ser útil, aun cuando los riesgos estén altamente correlacionados, si se cumplen las siguientes condiciones: (i) Las demandas individuales se presentan sucesivamente en el tiempo (como ocurrió en el FLAR durante la década de 1980); (ii) Los choques afectan a los países miembros con distintas intensidades; (iii) Hay externalidades asociadas con el comercio, de tal manera que la financiación de emergencia puede mitigar los efectos multiplicadores de la crisis a través de la contracción del comercio intrarregional (parte de la justificación inicial para la creación del FLAR).

hacer el aseguramiento deseable a nivel individual y, por tanto, resultan más vulnerables que sus vecinos ante choques externos y, de entrar en crisis, podrían ocasionar efectos adversos sobre otros vecinos. O puede suceder que a algunos países el acceso a líneas del FMI o de la Reserva Federal les resulte más difícil o les tome más tiempo concretarlo y mientras tanto puede profundizarse su crisis con efectos adversos sobre la región.

Por tanto, aun a los países que están en capacidad de acumular mayores reservas internacionales en forma individual y acceder con mayor facilidad y prontitud a recursos del FMI o de la Reserva Federal les conviene participar en un *pool* regional de reservas por tres motivos: primero, porque —si la contribución al *pool* sigue contabilizándose como parte de sus reservas— constituye una forma más eficiente y barata de acumulación; segundo, porque pueden reducir el riesgo de efectos adversos por la profundización de crisis en países vecinos más vulnerables; tercero, porque, en caso de necesidad, ellos podrían obtener recursos de liquidez con mayor facilidad y prontitud —así no sea en magnitudes suficientes— mientras concretan un mayor apoyo por parte del FMI o de la Reserva Federal. Como veremos luego, estas tres razones de conveniencia deberían llevar a Brasil, Chile y México a participar en un fondo monetario regional (un FLAR ampliado), así hoy consideren que no lo necesiten. Al momento de fundar el FAR (el antecesor del actual FLAR) el Banco de la República de Colombia tenía reticencias similares a las que hoy pueden tener los bancos centrales de estos países, pero las tres razones enunciadas han demostrado claramente su validez en este caso.<sup>5</sup>

Es por estas mismas razones que el G20,<sup>6</sup> y el propio FMI, en el año 2011 optaron por recomendar la creación o consolidación de FMR complementarios,

5. Colombia sufrió una profunda crisis en 1999 y el acceso inmediato al FLAR fue de enorme importancia mientras negociaba un programa con el FMI, después de treinta años de tener una relación crediticia con esa entidad. Asimismo, el acceso al FLAR evitó que Venezuela y Ecuador, los dos mercados más importantes para sus exportaciones de manufacturas, restringieran sus importaciones de Colombia, como ocurría anteriormente con frecuencia.

6. “We recognize the importance of effective global and regional safety nets.” G20 Summit, Junio 2012. En Octubre 2011, los Ministros de Hacienda y los Gobernadores de los Bancos Centrales del G20 acordaron en seis “Principios para la Cooperación entre el FMI y los Acuerdos Financieros Regionales”, los cuales fueron luego suscritos por los líderes del G20 en la Cumbre de Cannes en Noviembre 2011.



como una parte de la nueva arquitectura financiera internacional, y señalaron que serían especialmente útiles para los países pequeños de cada región, mientras que antes se habían opuesto a esta idea cuando fue propuesta por Japón y otros países asiáticos en 1997/98.<sup>7</sup> Naturalmente que algunos países o regiones han tenido otras motivaciones para proponer e impulsar la creación de FMR como sustitutos del FMI: o bien por considerar que hay un ‘estigma’ asociado con acudir al FMI o bien porque desean escapar a su ‘condicionalidad’, o por razones puramente ideológicas. Estas fueron, en parte, las razones que motivaron a los países asiáticos en 1998 a proponer un FMR asiático. Pero, aparte de que esas razones no serían de aceptación general, los FMR no deben verse como sustitutos del FMI, pues resultaría muy ineficiente que tuvieran un tamaño tal que les permitiera cubrir simultáneamente necesidades de todos los países, en el evento de una crisis regional o global de magnitud considerable. Incluso resulta improbable e innecesario que puedan atender las necesidades ocasionales de los países más grandes de cada región, ya que estos, por su importancia sistémica, son los que tienen acceso más fácil y expedito al apoyo del FMI y de los países desarrollados, como ha ocurrido con el apoyo directo del tesoro norteamericano y de la Reserva Federal a Brasil y México.

### LA RELACIÓN DE LOS FMR CON EL FMI

Como ya se ha dicho, los FMR no tienen capacidad para responder de manera eficiente a las necesidades simultáneas de todos los países de su región, aunque pudiesen cubrir las necesidades de los países pequeños y medianos al mismo tiempo. Por ello necesitan ser complementados con la provisión de liquidez global en los períodos de crisis.

Dadas las ventajas comparativas de los FMR (mayor rapidez, contacto permanente con los países de la región y, por tanto, mayor conocimiento de sus problemas coyunturales) y el FMI (mayores recursos y mayor capacidad de estructurar e imponer programas de ajuste, cuando estos son necesarios) —ver sección siguiente—, los FMR deberían prestar automáticamente, y sin mayores condiciones, como prestamistas de primera instancia (Lender of First Resort) y el FMI debería actuar como prestamista de última instancia,

---

7. Luego Chiang Mai.

Lender of Last Resort), cuando los recursos del FMR no son suficientes y/o se requiera un programa de ajuste severo para restablecer el equilibrio externo. En virtud del tamaño limitado de sus recursos, esta especialización implicaría que los FMR pueden proteger a los países pequeños y medianos de la región del impacto de choques adversos, y el FMI atiende principalmente a los países más grandes, que tienen mayor importancia sistémica y que, por ello mismo, supervisa de manera más concienzuda y conoce mejor.

Los FMR resultarían así especialmente útiles para atender los problemas de países pequeños y medianos que no tienen acceso inmediato al FMI (por no ser elegibles para la Línea de Crédito Flexible (FCL) o porque, siéndolo, no deseen solicitar acceso por razones de *signalling*, como ha venido ocurriendo)<sup>8</sup> y que, además, no han podido acumular grandes cantidades de reservas internacionales, o han preferido no hacerlo debido a su alto costo de oportunidad.

Esta división del trabajo evitaría, en principio, la necesidad de un acuerdo operativo ex ante entre los FMR y el FMI. Los acuerdos ex ante son complejos de negociar, desde el punto de vista de la economía política del proceso, y pueden resultar en que no se utilice el FMR, como ha sucedido en el caso de la Iniciativa de Chiang Mai, pues si los países requieren un acuerdo previo con el FMI para acceder al FMR, prefieren acceder de una vez directamente al FMI.

Conviene observar que esta propuesta es enteramente consistente con las conclusiones de Eichengreen (2014) en este volumen, basadas en el análisis de la reciente experiencia europea.<sup>9</sup> Y con otros trabajos previos sobre los FMR existentes, como se indica a continuación.

### EL CASO LATINOAMERICANO, EL FLAR Y LOS FMR EN LA PRÁCTICA

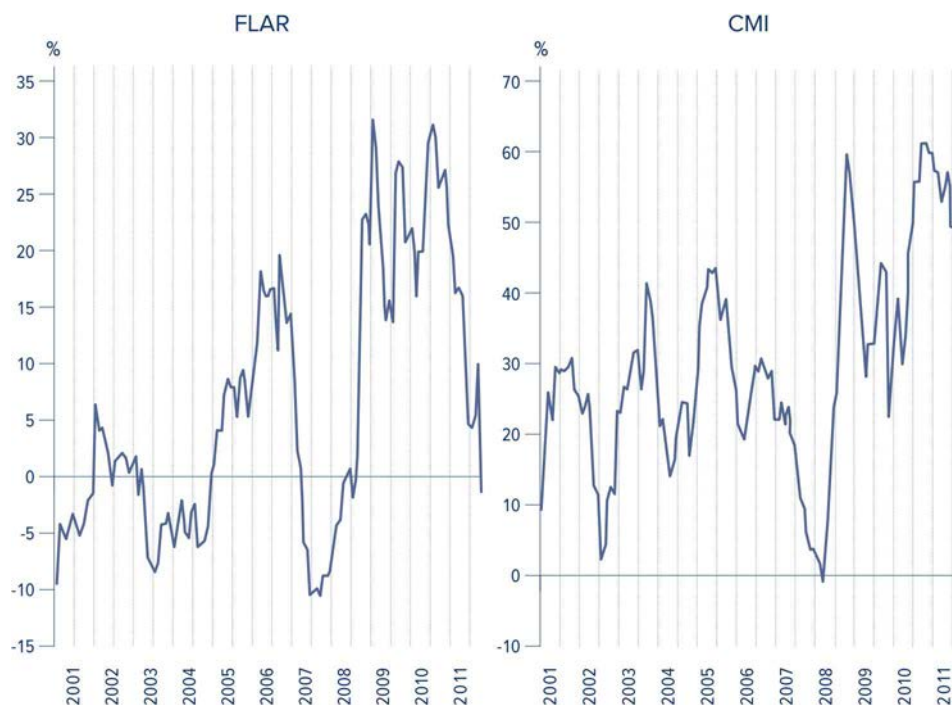
En épocas ‘normales’, los países latinoamericanos cumplen la condición principal para que un FMR sea una solución eficiente, frente a la acumulación

8. Por esta razón, solo tres de los varios países elegibles han solicitado acceso al FCL: Colombia, México y Polonia.

9. Eichengreen concluye, en efecto, que siempre que haya recursos del FMI este debe definir la condicionalidad y manejar el proceso, por lo cual no debe ser un *junior partner* con FMR's en ningún caso.



GRÁFICA 2. **CORRELACIÓN DE RIESGOS EN LATINOAMÉRICA**  
(Variación trimestral de las reservas internacionales, correlaciones en ventana móvil)



FUENTE: Eduardo Levy Yeyati, "Fondo Latinoamericano de Reservas: Diagnóstico y Recomendaciones", mimeo, 2012.

individual de reservas por parte de los países miembros: una baja correlación en sus riesgos cambiarios y sus crisis de balanza de pagos.<sup>10</sup> Sin embargo, la correlación de riesgos y crisis aumenta considerablemente en períodos en los que hay contagio financiero y crisis regionales y globales, como sucedió en la década de los ochenta, en 1998/1999 y en 2008-2009.<sup>11</sup> Ver gráfica 2.

Un FMR latinoamericano no constituiría, por tanto, una solución eficiente para cubrir las necesidades de todos sus miembros en estos períodos de crisis regional o global. El acceso a recursos del FMI es una alternativa muy superior en estos períodos. Este hecho ratifica la necesaria

10. Titelman, Hacia una cobertura regional más amplia de un fondo de reservas, 2012  
Levy-Yeyati, 2012.

11. Levy-Yeyati, 2012.

complementariedad de los FMR y el FMI en el caso latinoamericano y, en particular, la conveniencia de que un FMR latinoamericano opere como prestamista de primera instancia, con capacidad para cubrir las necesidades esperadas de los países pequeños y medianos, y el FMI como prestamista de última instancia, en especial para los países grandes de la región, que tienen importancia sistémica, tal y como se sugirió en la sección anterior.

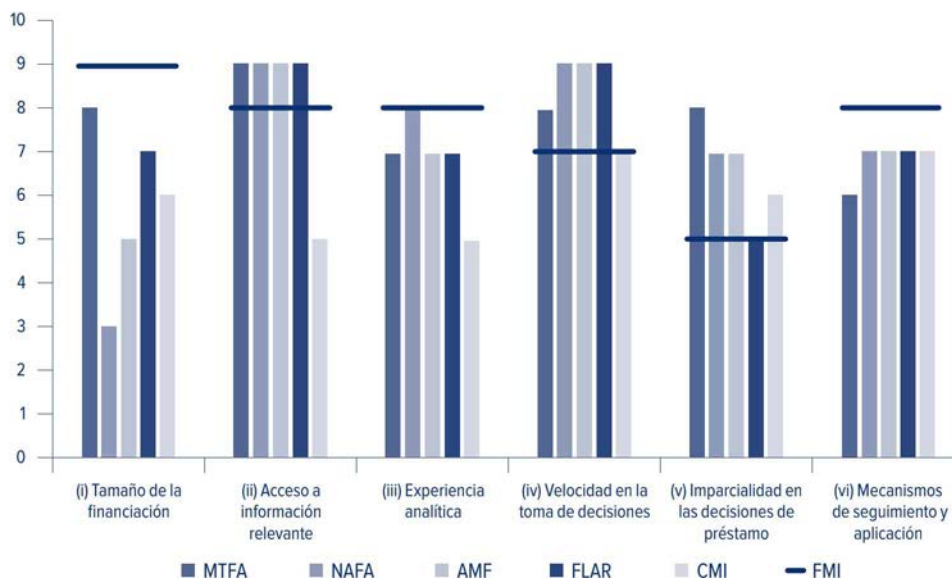
De hecho, como se observa a continuación, los FMR no han tenido en la práctica la capacidad de atender las necesidades simultáneas máximas de todos los países de su región, aun cuando varios de ellos sí las de los países pequeños y medianos.

Los FMR existentes incluyen el Fondo Monetario Árabe (FMA), creado en 1976 y que cubre veintidós países (aunque, como indica Ocampo [2014] en este volumen, pese a su nombre ha operado más como un banco de desarrollo regional); la Iniciativa de Chiang Mai (CMI, por sus siglas en inglés) en Asia, creada en 1997 y reformada ('multilateralizada') en el 2010; la Facilidad Financiera para la Estabilización Europea (MTFA), luego convertida en el Mecanismo de Estabilización Europeo (MEE); el Acuerdo Monetario Marco Norteamericano (NAFA, en adelante), creado como parte de NAFTA, y el FLAR, creado como FAR en 1978 como parte de la Comunidad Andina (cubriendo Bolivia, Colombia, Ecuador, Perú y Venezuela), y extendido 1989 al ámbito regional, aunque solo tres países de fuera de la región andina se han incorporado hasta ahora como miembros: Costa Rica, en el año 2000, Uruguay en el 2009, y Paraguay en el 2013.

Hay dos evaluaciones comparativas recientes de los FMR existentes. La gráfica 3 resume los resultados de la efectuada por McKay, Volz y Wolfinger en el 2010. Según ella, los FMR, en general, tienen menores recursos (como proporción de las necesidades eventuales totales de sus miembros), menor capacidad analítica y mecanismos de monitoreo y condicionalidad efectiva más débiles que el FMI, aunque superan al FMI en rapidez de respuesta, acceso a información relevante e imparcialidad en las decisiones.

La otra evaluación (Eichengreen, 2011) concluye, de manera similar, que: 1) Los FMR pueden apoyar tan solo las necesidades potenciales de los países miembros más pequeños, a pesar de que el MEE cuenta, en principio, con el respaldo de la UE y NAFA con el de los Estados Unidos; 2) La capacidad de vigilancia es baja, excepto en la UE, a pesar de que el CMI acaba de crear un grupo de



GRÁFICA 3. EVALUACIÓN DE LOS FMR EXISTENTES  
(FMI línea horizontal)

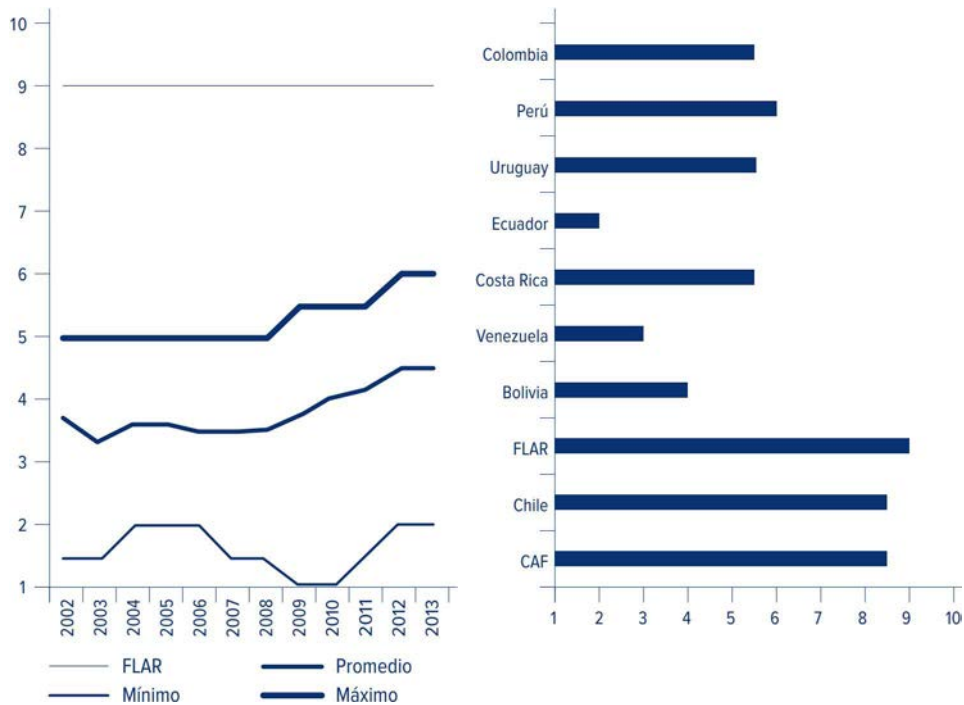
FUENTE: Julie McKay, Ulrich Volz, and Regina Wolfinger (2010), *Regional Financing Arrangements and the Stability of the International Monetary System*. Banco Central Europeo.

investigación independiente (el Asean Macroeconomic Research Office, AMRO) y FLAR tiene alguna capacidad; 3) La toma de decisiones es rápida y la legitimidad es alta (aunque ni el CMI ni el NAFA han sido usados aún); 4) La capacidad de trabajar en coordinación con el FMI es mixta. El FMA y el FLAR no cuentan con mecanismos establecidos para ello, pero colaborado efectivamente en la práctica, en forma efectiva. En contraste, el MEE cuenta con un mecanismo de coordinación formal (la *troika*), cuya, y la experiencia deja mucho que desear (Eichengreen, 2014), y el CMI exige contar con un programa con el FMI como requisito para desembolsar más del 30% de la cuota (inicialmente 20%), lo que ha llevado a que no se use, como ya se indicó.

Una evaluación reciente detallada de la operación del FLAR concluye que:

1. En tiempos de necesidades financieras, todos los países miembros han accedido a los recursos del FLAR. Durante 1978-2003 los desembolsos del FLAR ascendieron al 60% de los desembolsos del FMI a los países andinos (110% excluyendo Venezuela).

GRÁFICA 4. CALIFICACIONES DE RIESGO CREDITICIO  
(FLAR, miembros, Chile y CAF 2002-2013)

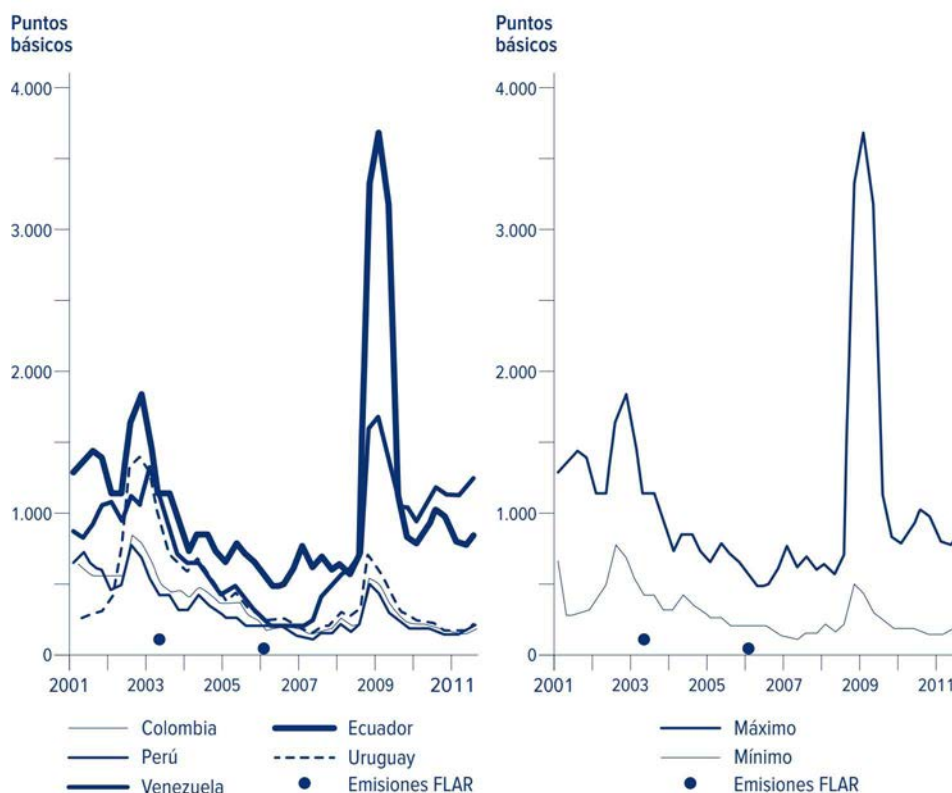


FUENTE: FLAR.

2. Todos los países han obtenido beneficios financieros netos de su membresía, aunque estos han sido mucho mayores para Ecuador, y menores para el caso de los tres países más grandes (Colombia, Perú y Venezuela).
3. El FLAR ha obtenido calificaciones de grado de inversión (Aa2), varios niveles por encima de la más alta clasificación de los países miembros, y aun por encima de Chile y la CAF. El *spread* de los bonos emitidos por el FLAR ha sido también mucho más bajo que el de sus miembros. Ver gráficas 4 y 5.

El capital y las reservas del FLAR (USD3.3 miles de millones) permitirían colocaciones por USD3.9 miles de millones, lo suficiente para atender simultáneamente los cupos máximos de los cuatro países más pequeños (Costa Rica, Bolivia, Ecuador y Uruguay) y un 30% de los cupos máximos de los tres países



GRÁFICA 5. PRIMAS DE RIESGO  
(FLAR y miembros)

FUENTE: FLAR.

más grandes (Colombia, Perú y Venezuela). Para lograr cubrir las necesidades simultáneas de los países de tamaño pequeño y mediano en la región, se haría indispensable que Brasil y México participaran, aportando sumas absolutas mayores que los demás, aunque seguramente menores en comparación con su PIB o su nivel de reservas. Así Japón y China (y en menor medida Corea) aportan sumas mayores en el CMI, para que este fondo pueda, en principio, atender simultáneamente las necesidades de todos los países pequeños y medianos de la región. En ningún caso el FLAR ampliado aspiraría a cubrir las necesidades eventuales de Brasil o México, ya que ello requeriría un *pooling* de reservas excesivamente alto y muy ineficiente, frente a la alternativa de que acudan al FMI. De hecho, países sistémicamente importantes, como Brasil y México no solamente han tenido siempre acceso muy rápido al FMI, sino también a

amplias líneas especiales del Tesoro norteamericano (México en 1994) o de la Reserva Federal. (Brasil y México en el 2009).

## **LOS RETOS DE CONVERTIR A FLAR EN UN FMR**

### LA RELACIÓN CON EL FMI O CON OTROS PROVEEDORES DE LIQUIDEZ INTERNACIONAL

Como se dijo atrás, un FMR latinoamericano podría actuar como prestamista de primera instancia y el FMI como prestamista de última instancia. En general, el FMR latinoamericano podría cubrir las necesidades simultáneas de los países pequeños y medianos, aunque en ocasiones algunos de ellos requirieran cantidades mayores a las que les pudiera otorgar el FMR y, en consecuencia, acudirían también al FMI. El FMR no tendría la capacidad de atender las necesidades totales de países grandes (Brasil y México), pero, como se ha dicho, estos dos países, por su importancia sistémica, tienen acceso preferente en la práctica al FMI y al Tesoro norteamericano o a la Reserva Federal.

Idealmente, para aumentar su capacidad crediticia más allá de lo permitido por el aporte de sus miembros, el FMR latinoamericano debería tener acceso al FCL. Sin embargo, en tal caso el FMI, probablemente, exigiría adoptar una estructura de condicionalidad similar a la suya, lo cual haría más lentos e inciertos los procesos de aprobación del FMR latinoamericano, perdiendo su atractivo como prestamista de primera instancia. Además, por esta razón, o por motivos puramente ideológicos, los gobiernos de algunos miembros actuales del FLAR y/o de miembros prospectivos probablemente se opondrían a una relación orgánica con el FMI.

Otras alternativas teóricas para aumentar la capacidad crediticia de un FMR latinoamericano serían las de convenir líneas de crédito contingente con la Reserva Federal y/o el Tesoro de los Estados Unidos, o con otros proveedores de liquidez extraregional, como el China Investment Corporation y los fondos soberanos de riqueza de otros países con grandes excedentes de reservas. Estas opciones serían menos deseables desde el punto de vista de la arquitectura financiera internacional, y seguramente proveerían menos recursos de los que podrían obtenerse con el FMI. Además, un acuerdo orgánico con la Reserva Federal y/o el Tesoro de los Estados Unidos, podría



tener la oposición de algunos gobiernos de la región por motivos políticos y no es seguro de que esas entidades estuviesen dispuestas a prestar a un FMR latinoamericano en lugar de hacerlo directamente a países individuales. Podría resultar más viable el efectuar acuerdos con China u otros países en desarrollo con grandes excedentes de reservas, pero el proceso de negociación sería complejo, lento y de incierto resultado.

Por todas estas razones, un FMR latinoamericano seguramente deberá contar, al menos en un principio, solamente con los recursos que permitan las contribuciones de sus miembros y un endeudamiento prudente en el mercado internacional de capitales.

#### LA ECONOMÍA POLÍTICA REGIONAL

Si bien la conversión del FLAR en un FMR latinoamericano sería consistente con los mandatos tanto del G20 (en el que participan Brasil y México, junto con Argentina) como de UNASUR, la economía política del proceso sería compleja.

Ante todo, habría que convencer a las autoridades de Brasil y México, como potenciales prestamistas netos del FLAR, de que su participación les aportaría las siguientes ventajas, con base en la experiencia positiva que han tenido los países más grandes (como Colombia) dentro FLAR:

1. Permitiría evitar, mitigar o gestionar las externalidades negativas de crisis en países pequeños y medios de la región (contagio financiero, restricciones comerciales, crisis sociales y políticas).
2. Les proporcionaría beneficios financieros netos y ganancias geopolíticas.
3. Para facilitar su incorporación (y los aumentos necesarios en las contribuciones de los países miembros actuales), los aportes de capital deberían ser contabilizados como reservas de los países, como ocurre con las contribuciones al FMI. Esto requiere un acuerdo mínimo con el FMI, que se facilitaría si cada país tiene acceso automático a crédito del FLAR al menos por el monto de su contribución.
4. Solo comprometería una pequeña fracción de sus reservas.

El cuadro 1 muestra que, en efecto, las contribuciones requeridas bajo esquemas alternativos constituirían una fracción muy pequeña

de las reservas actuales de esos países, muchos menores que las que hoy aportan al FMI (*cifras*). El cuadro 1 se basa en una contribución total de 25 billones de dólares, como lo recomendó el CLAAF,<sup>12</sup> la que, con un nivel de *leverage* en los mercados de capitales de apenas un dólar por cada dólar de contribución, habría permitido cubrir la mitad de las salidas netas de capitales de la región durante la crisis del 2008/2009 (102 billones de dólares) y más que las salidas netas de capital de todos los países exceptuando a Brasil y México (41.6 billones de dólares). Estas contribuciones equivaldrían apenas al 0.5% del PIB regional. Algo superior a las actuales del FLAR que apenas ascienden al 0.27% del PIB sumado de sus miembros, pero mucho menos que las del CMI (0.84% del PIB regional) o que los aportes latinoamericanos al FMI (1.3% del PIB regional). Como fracción de las reservas actuales (fin de 2012) representaría apenas el 3.5%.

Además, las contribuciones de Brasil y México constituirían una fracción mucho menor de su PIB (0.2% en el caso de Brasil y 0.5% en el de México, si se adopta una estructura parecida a la actual del FLAR, con tres niveles de cuotas en lugar de las dos actuales —Brasil y México aportarían el doble que los países medianos—, lo cual facilitaría los acuerdos entre los miembros actuales o de sus reservas (1.7% en el caso de Brasil; 4.05% en el de México) que para los países de tamaño medio o pequeño, lo cual se justificaría porque estos últimos serían los más beneficiados por un FLAR ampliado. Ver la columna denominada FLAR en el cuadro 1. Las columnas denominadas FMI y CMI muestran cómo serían las contribuciones si se adoptara la estructura actual que tienen en el FMI y en el CMI, respectivamente. Ambas exigirían contribuciones mayores por parte de Brasil y las del FMI también mayores por parte de México.

En síntesis, una estructura basada en la actual del FLAR —con Brasil y México aportarían el doble que los países medianos— con aumentos razonables de las contribuciones de los miembros actuales, y aportes modestos de Brasil y México, como proporción de sus reservas o de su PIB, permitiría cubrir las necesidades simultáneas de los países pequeños y medianos de la región o el 50% del total de la región, en un evento como el del 2008/2009. En otras palabras, haría una contribución significativa a la estabilidad de

12. CLAAF, diciembre, 2012.



la región, con un costo modesto para sus miembros, especialmente si las contribuciones se pudieran contabilizar como reservas propias, lo cual no debería ser difícil de acordar con el FMI.

CUADRO 1. **CONTRIBUCIONES DE CAPITAL REQUERIDAS PARA UN FMR EN LATINOAMÉRICA**  
(Cubriendo la mitad de las salidas netas de capitales regionales en 2008-2009)

|            | % PIB |      |      | % RESERVAS |       |      |
|------------|-------|------|------|------------|-------|------|
|            | FLAR  | FMI  | CMI  | FLAR       | FMI   | CMI  |
| Brasil     | 0.2%  | 0.3% | 0.3% | 1.7%       | 2.0%  | 2.4% |
| México     | 0.5%  | 0.5% | 0.7% | 4.0%       | 4.0%  | 5.7% |
| Argentina  | 0.4%  | 0.8% | 0.4% | 4.3%       | 7.6%  | 4.0% |
| Chile      | 0.8%  | 0.6% | 0.7% | 4.7%       | 3.4%  | 4.4% |
| Colombia   | 0.6%  | 0.4% | 0.6% | 6.2%       | 4.0%  | 5.8% |
| Perú       | 1.1%  | 0.6% | 1.1% | 4.0%       | 2.2%  | 3.8% |
| Venezuela  | 0.6%  | 1.4% | 0.6% | 7.0%       | 15.8% | 6.7% |
| Bolivia    | 4.0%  | 1.2% | 0.2% | 8.2%       | 2.4%  | 0.5% |
| Costa Rica | 2.4%  | 0.7% | 0.1% | 20.7%      | 5.7%  | 1.1% |
| Ecuador    | 1.5%  | 0.9% | 0.1% | 33.3%      | 19.5% | 1.8% |
| Uruguay    | 2.1%  | 1.1% | 0.1% | 9.6%       | 5.0%  | 0.5% |
| Paraguay   | 4.1%  | 0.7% | 0.2% | 19.7%      | 3.3%  | 1.1% |
| Total      | 0.5%  | 0.5% | 0.5% | 3.6%       | 3.6%  | 3.6% |

FUENTE: Cálculos propios basados en Titelman (2012)

Finalmente, los bancos regionales de desarrollo (BID y CAF), percibidos como *brokers* honestos, podrían ayudar a superar los problemas de coordinación asociados con la ampliación requerida del FLAR y su fortalecimiento financiero y técnico. Ellos deben considerar, en adición, ser prestamistas del FLAR, en lugar de proporcionar liquidez directa a corto plazo a los países en estrés, una función que no constituye el centro de sus mandatos de desarrollo, ni parte de sus competencias básicas y que, por lo general, entra en conflicto con la asignación de recursos a los programas de desarrollo en períodos de crisis regional o global. También podrían apoyar al FLAR a proporcionar una evaluación técnica de las necesidades de ajuste de los países, lo que mejoraría su capacidad de monitoreo y de asistencia técnica a los países en dificultades. ■

## REFERENCIAS

- Agosin, M. (2012), A Latin American Monetary Fund, Required Dimensions and Modalities, CAF/FLAR Conference, Cartagena.
- Calvo, G. y C. Reinhart (1999), When Capital Inflows Come to a Sudden Stop: Consequences and Policy Options, junio.
- Calvo, G., C. Reinhart y C. Vegh (1995), Targeting the real exchange rate: Theory and evidence. *Journal of Development Economics* vol. 47(1), pp.97-133, junio.
- Calvo, G. (2008), Systemic Sudden Stops: The Relevance Of Balance-Sheet Effects And Financial Integration, NBER Working Paper 14026, mayo.
- Calvo, G., (2005), Emerging Capital Markets in Turmoil: Bad Luck or Bad Policy? Cambridge, MA: MIT Press.
- Calvo, G. (2014), Sudden Stop and Sudden Flood of Foreign Direct Investment: Inverse Bank Run, Output, and Welfare Distribution, enero.
- Calvo, G, Leiderman, L. y C Reinhart, (1996), Capital Flows to Developing Countries in the 1990s: Causes and Effects, *Journal of Economic Perspectives*, Vol.10 N° 2, Spring, 123-139.
- CLAAE, (2014), Enter the Dragon: Risks from China to Latin America, Statement 31: Washington DC, USA, junio.
- Eichengreen, B. (2011), The International Financial Architecture and the Role of Regional funds, mimeo. FLAR
- (2014), “Instituciones Financieras regionales y el FMI: ¿Qué hemos aprendido de Europa?” Construyendo un Fondo Latinoamericano de Reservas. Los 35 años del FLAR. pp. 128-139.
- Fernandez-Arias, E., y Hausmann, R. (2000), The Redesign of the International Financial Architecture from a Latin American Perspective: Who Pays the Bill? RES Working Papers, 4245.
- G-20, (2012), “Principles for Cooperation between the IMF and Regional Financing Arrangements”.
- Giorgianni, L (2012), Regional Safety Nets and the IMF: Leveraging Strengths, CAF/FLAR Conference, Cartagena.
- Levy Yeyati, E. (2012), “Fondo Latinoamericano de Reservas: Diagnostico y Recomendaciones”, mimeo.
- Lombardi, D, (2012), The Relationship Between Global and Regional Safety Nets, CAF/FLAR Conference, Cartagena.
- McKay, J., Volz, U., y Wölfinger, R. (2010), Regional Financing Arrangements and the Stability of the International Monetary System. Discussion Paper, German Development Institute, 13.
- Ocampo, J.A. (ed.) (2006a), Regional Financial Cooperation, Washington D.C.: Brookings Institution y CEPAL.



- Ocampo, J.A. y D. Titelman, (2012), Regional Monetary Cooperation in Latin America, CAF/FLAR Conference, Cartagena.
- Sussangkarn, C. (2010), The Chiang Mai Initiative Multilateralization: Origin, Development and Outlook. *ADB Working Paper 230: Asian Development Bank*.
- Sussangkarn, C. (2012), Prevention and resolution of foreign exchange crises in East Asia. *Asian Development Bank Institute, WP 363*.
- Titelman, D. (2007), Less volatile growth? The role of regional financial institutions. *CEPAL Review 91*.
- Titelman, D. (2012), Hacia una cobertura regional más amplia de un fondo de reservas, Presentación, FLAR, Cartagena.
- Volz, U., (2012), The Need and Scope for Strengthening Cooperation Between RFA's and the IMF, CAF/FLAR Conference, Cartagena.
- The World Bank (2011), *Financial Development in LAC*. Regional Flagship Report 2011.







## • CAPÍTULO IV •

---

*Los logros y desafíos del FLAR*





### MIGUEL URRUTIA

Profesor de la Universidad de los Andes.

Fue gerente general del Banco de la República de 1993 a 2005. También ha sido secretario general del Ministerio de Hacienda y Crédito Público de Colombia, asesor de la Junta Monetaria, subgerente técnico del Banco de la República, jefe del Departamento Nacional de Planeación, director ejecutivo de Fedesarrollo, gerente del Departamento de Desarrollo Económico y Social en el Banco Interamericano de Desarrollo, y ministro de Minas y Energía de Colombia. También ha sido profesor de la Universidad Nacional de Colombia, director del Centro de Estudios de Desarrollo Económico y vicerector de Estudios de Desarrollo en la Universidad de Naciones Unidas. El profesor Urrutia obtuvo su licenciatura *Magna Cum Laude* en 1961 en la Universidad de Harvard. Posteriormente, obtuvo el título de máster y doctorado en Economía en la Universidad de California, Berkeley.

## ▪ BREVE HISTORIA DEL FLAR

- 
- 
- 
- 
- 
- 
- 

### LOS ORÍGENES

El Fondo Andino de Reservas nace en el marco del Acuerdo de Cartagena en 1978. En esa época los países andinos habían sufrido recurrentes crisis de balanza de pagos que habían generado serios problemas a los intentos de integración en el continente. La idea de crear el fondo andino fue evitar con este instrumento la reversión en los acuerdos de integración creados por las barreras al comercio en momentos de falta de liquidez internacional. La idea fue que una entidad financiera propia, a través de la cooperación mutua, pudiera complementar y en algunos casos remplazar al Fondo Monetario Internacional en momentos en que los desequilibrios externos frenaran el crecimiento económico.

La realidad era que para varios países resultaba difícil obtener recursos financieros cuando se presentaban crisis de balanza de pagos por caídas en los términos de intercambio, problema recurrente para economías cuyas exportaciones se concentraban en los recursos naturales. Ante la caída en los términos de intercambio, se secaba el crédito tanto de bancos como proveedores y había la percepción de que los ajustes macroeconómicos requeridos por el FMI no solo no eran adecuados para las condiciones específicas de los países, y de todos modos eran políticamente muy costosos.

La esperanza era que en el Fondo Andino de Reserva y en los países miembros se entendieran mejor los procesos de ajuste diseñados y mejor adaptados a las condiciones de las economías y las estructuras políticas de los países de la región. No creo que haya habido la esperanza de que la institución regional tuviera los recursos suficientes para remplazar al FMI, pero sí se creía que podía dar apoyo más rápidamente, sin muchas condiciones, y así dar más tiempo para llevar a cabo ajustes estructurales.



Dados estos objetivos, los mecanismos planteados para la nueva institución financiera fue el diseño de apoyos de liquidez en momentos de crisis de balanza de pagos de los países miembros, otorgando créditos y garantizando préstamos de terceros. Las solicitudes de apoyos debían demostrar una disminución en los ingresos de cambio exterior. El banco central solicitante también debía presentar al presidente ejecutivo de la institución una exposición sobre la medidas de política monetaria, crediticia, cambiaria, fiscal y de comercio exterior que las autoridades nacionales correspondientes han adoptado y pretenden adoptar para corregir o atenuar los desequilibrios de balanza de pagos. El presidente analiza el programa económico presentado por el país solicitante y presenta un informe al Directorio.

En la historia del actual FLAR, por regla general, el Directorio siempre ha avalado el programa presentado por el respectivo banco central sin solicitar condicionalidades adicionales para otorgar los créditos. En esto difiere radicalmente con relación al FMI. Esta práctica se justifica al verificar que por la solidaridad política regional los bancos centrales siempre han pagado oportunamente sus deudas con el FLAR y en algunos casos han prepagado. Aun en situaciones de suspensión de servicios de la deuda pública externa, por parte de los gobiernos de los países miembros, los bancos centrales siempre han cumplido oportunamente sus obligaciones en el FLAR.

En 1989, como una iniciativa de los países andinos, se transformó el FAR en Fondo Latinoamericano de Reservas para ampliarlo a toda América Latina, partiendo de las bases de un organismo en pleno funcionamiento. Se consideró que el cambio sería un paso adicional hacia la integración regional, y la diversificación de miembros fortalecería la solidez de la institución, disminuyendo los riesgos financieros.

Después del ingreso de los países andinos en 1978 (Venezuela, Colombia, Ecuador, Perú y Bolivia), Costa Rica en el 2000, Uruguay en el 2008 y Paraguay en 2013 se hicieron miembros. Las normas sobre contribución de capital establece mayores contribuciones para los países grandes, y los diferentes topes a los apoyos de liquidez se relacionan con el capital pagado. En la siguiente tabla se consignan los aportes de capital de los diferentes países en la actualidad.

Los montos máximos de acceso, en base al capital pagado, son los que aparecen en el Cuadro 2.

CUADRO 1. CAPITAL SUSCRITO Y PAGADO DEL FLAR

| Países miembros | Capital suscrito<br>Millones USD | %   | Capital pagado<br>Millones de USD |
|-----------------|----------------------------------|-----|-----------------------------------|
| Bolivia         | 328,1                            | 9   | 237,5                             |
| Colombia        | 656,3                            | 18  | 475,5                             |
| Costa Rica      | 328,1                            | 9   | 328,0                             |
| Ecuador         | 328,1                            | 9   | 237,5                             |
| Paraguay        | 328,1                            | 9   | 0,0                               |
| Perú            | 656,3                            | 18  | 475,0                             |
| Uruguay         | 328,1                            | 9   | 238,0                             |
| Venezuela       | 656,3                            | 18  | 475,2                             |
| Total           | 3.609,4                          | 100 | 2376,3                            |

CUADRO 2. MONTOS MÁXIMOS DE ACCESO SEGÚN  
CAPITAL PAGADO AL 31 DE JULIO DE 2013  
(Millones de USD)

| Tipo de crédito                              | País de dimensión<br>económica grande | País de dimensión<br>económica pequeña |
|----------------------------------------------|---------------------------------------|----------------------------------------|
| Balanza de pagos                             | 1.185                                 | 594                                    |
| Reestructuración<br>de deuda pública externa | 711                                   | 356                                    |
| Contingencia                                 | 948                                   | 475                                    |
| Liquidez                                     | 474                                   | 237                                    |

FUENTE: FLAR

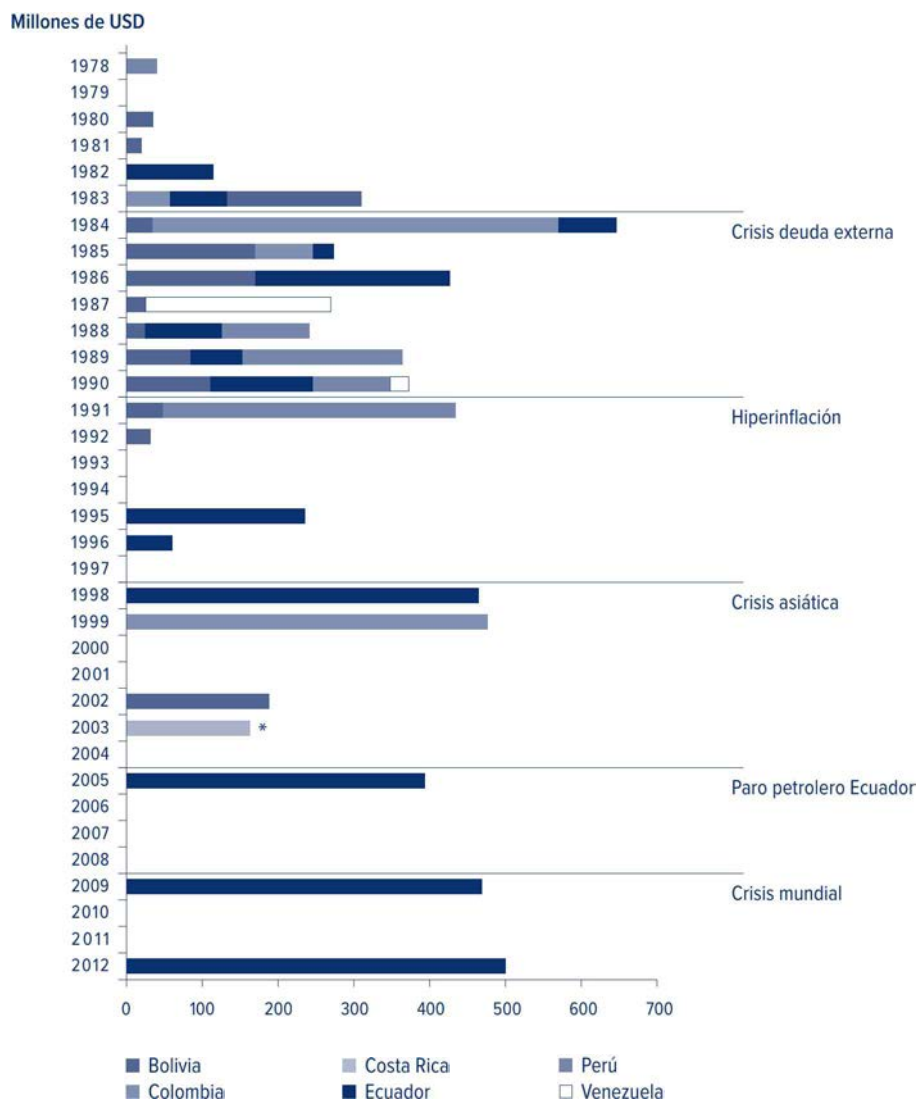
197

## HISTORIA DE LOS APOYOS A LOS PAÍSES

Todos los países, excepto Uruguay y Paraguay que solo se hicieron miembros recientemente, han recibido crédito del FLAR en la historia de la institución. La mayoría de los créditos antes de 1990 fueron de apoyo a la balanza de pagos, frecuentemente en casos de crisis por caída en exportaciones, y después de 1984 fueron más comunes las crisis por reversión en los flujos de capitales. La siguiente gráfica muestra los créditos aprobados históricamente. El país que más crédito ha recibido es Ecuador, país para el cual el monto máximo de acceso al FLAR es relativamente más alto con relación al tamaño de su economía, y que ha tenido mayores dificultades para acceder a recursos de liquidez del FMI.



GRÁFICA 1. CRÉDITOS APROBADOS HISTÓRICAMENTE



\*No hubo crisis en Costa Rica.

Crédito para reestructuración de deuda pública externa de Banco Central.

Lo que es claro es que los recursos del FLAR son pequeños y las ayudas que puede suministrar a los países de la región en una crisis internacional que afecte a varios de ellos al tiempo es limitada. Desde los años ochenta las crisis de reversión en los flujos de capitales han creado situaciones de contagio

en los mercados de capitales que afectan al tiempo a muchos países y que requieren, por lo tanto, grandes fondos de apoyo de liquidez, superiores a los que puede movilizar el FLAR. Para solucionar este problema la entidad ha explorado varias innovaciones.

Tomando en cuenta que las crisis en los mercados de capitales pueden ser más cortas que las estructurales de balanza de pagos, la entidad ha perfeccionado los créditos de corto plazo, asegurando más liquidez para sus recursos prestables. El otro camino explorado es el de apalancar esos recursos a través del mercado internacional. Precisamente por el bajo riesgo de no pago de su cartera, el *rating* de crédito del FLAR es muy bueno y a través de la intermediación del crédito internacional puede incrementar su capacidad de apoyos de liquidez. En 2003 y 2008 la entidad colocó con éxito USD200 millones en el mercado de capitales.

Un nuevo fenómeno de la última década es que muchos países de la región han aumentado substancialmente las reservas internacionales de sus bancos centrales. Mientras las inversiones de capital en el FLAR se consideren parte de las reservas internacionales en el mercado de capitales, podría capitalizarse la entidad con una parte de las reservas de los bancos centrales miembros y así aumentar la capacidad de acción del Fondo. La capitalización sin cambiar las participaciones no tiene problemas, pero si cualquier banco central considera que no tiene suficientes reservas internacionales líquidas sobrantes para participar en una emisión de capital general, se podría considerar la emisión de acciones privilegiadas que no alteraran la participación en la toma de decisiones. En un esquema de ese tipo sería necesario asegurar que la entidad genere las utilidades que hagan atractiva la inversión para los bancos centrales.

## EL FLAR Y LA REVERSIÓN ABRUPTA EN LOS FLUJOS DE CAPITALES

Después de 1984 ha crecido la recurrencia de paradas abruptas en los flujos de capitales y el FLAR ha adoptado medidas para ayudar a los países a prepararse para mitigar ese problema. Una de ellas fue ofrecerle a los bancos centrales y las instituciones públicas la posibilidad de hacer depósitos en la entidad con atractivas características de seguridad y rendimiento. En los países la inversión de su liquidez en moneda extranjera en el FLAR tiene ventajas políticas y de transparencia.



La entidad también ha ofrecido asesoría y manejo de reservas internacionales a sus socios. Este servicio tiene una utilidad relativa para los grandes bancos centrales de la región, que tienen sus propios y sofisticados departamentos de manejo de reservas, pero han sido útiles para algunos bancos centrales más pequeños.

Pero la estrategia principal adoptada es aumentar la participación de otros países en la entidad. Esto da una base de recursos más diversificada y reduce la concentración de las demandas de recursos.

### **EL TERCER OBJETIVO DEL FLAR**

Entre los objetivos del FLAR está “contribuir a la armonización de las políticas cambiarias, monetarias y financieras de los países miembros”. Dicho objetivo no se ha logrado. Hubo en los años noventa un intento de los bancos centrales por establecer una meta común de inflación, pero los las autoridades políticas de varios países no le dieron apoyo a la iniciativa.

En el siglo XXI han aumentado las diferencias en los modelos de desarrollo de los miembros de la institución, y no parece posible la armonización de las políticas cambiarias, monetarias y financieras de los países miembros. Aunque la armonización facilitaría grandemente la integración regional, la realidad es que lo más práctico es concentrar la estrategia del FLAR en perfeccionar y profundizar la capacidad de la institución en los apoyos para solucionar crisis de liquidez de los países miembros de manera rápida y sin muchas condiciones.

### **CONCLUSIÓN**

Desde su creación, el Fondo Latinoamericano de Reservas ha tenido el objeto de ser un mecanismo de liquidez internacional encargado de apoyar con crédito a los países de manera rápida y sin condiciones que dificulten las soluciones de las crisis externas periódicas. En esta labor limitada, pero importante, la institución ha tenido cierto éxito y ha sido menos afortunada como promotor efectivo del sueño de la integración económica regional. ■







### ANA MARÍA CARRASQUILLA

Presidente ejecutiva del FLAR desde 2011. Previamente, en 2004, fue designada secretaria general y directora jurídica. Ocupó el cargo de presidenta ejecutiva encargada del organismo, por un período de más de tres años. Antes de ello, trabajó por más de siete años en el sector privado, especializándose en Derecho Financiero Internacional. Trabajó extensamente como asesora legal en Colombia, en asuntos locales e internacionales, y asesoró al Gobierno Nacional y a los gobiernos regionales de Colombia, en asuntos relacionados con derecho tributario, inversiones y financiamiento.

Ha publicado diversos artículos sobre derecho financiero y bancario, y derecho comparado. Es abogada egresada de la Universidad del Rosario de Bogotá, Colombia, y tiene una Maestría (LL.M.) en Derecho Financiero Internacional de la facultad de Derecho de la Universidad de Boston.

## ▪ LOS ÚLTIMOS DIEZ AÑOS ▪ Y EL FUTURO DEL FLAR

▪  
▪  
▪  
▪  
▪  
▪  
▪

Los ocho países de América Latina que hoy hacen parte del FLAR se han beneficiado de los productos y servicios que ofrece la entidad, de los apoyos de liquidez, de los servicios orientados a lograr una mejor inversión de las reservas internacionales y del espacio ofrecido para la discusión sobre temas monetarios, cambiarios y financieros regionales y globales. Así mismo, el compromiso y el fuerte sentido de pertenencia de los países miembros han promovido un comportamiento crediticio ejemplar y varios esfuerzos para su fortalecimiento patrimonial. La implementación de las políticas definidas diez años atrás para consolidar y ampliar la acción del FLAR en la región y la continuidad que han imprimido las directivas a estas políticas han contribuido a que el FLAR sea una entidad reconocida por su aporte a la estabilidad macroeconómica regional.

El FLAR ha mostrado una gran capacidad para responder rápidamente a las necesidades de sus miembros, ha crecido patrimonialmente, ha ampliado su membrecía, ha diversificado su abanico de productos y servicios, es depositante de los recursos de la mayoría de bancos centrales, ministerios y entidades públicas de la región, ha registrado resultados financieros satisfactorios y ha logrado la calificación crediticia más alta de cualquier país o entidad multilateral de América Latina. La entidad cuenta con una estructura de gobierno simple, tiene un equipo humano de primer nivel, es ágil, goza de empoderamiento regional, ha incorporado nuevos países y ha captado el interés de potenciales nuevos miembros.

Estos resultados no se habrían logrado sin el liderazgo de sus directivas, quienes han tomado las medidas necesarias para mantener y ampliar los logros alcanzados por el FLAR, adaptando su estructura organizativa y operacional a las necesidades de los países.



Varios estudios y análisis han resaltado el impacto positivo para los países que pertenecen al FLAR y los beneficios que podrían obtener otros potenciales miembros. Los avances internos han sido menos comentados, pero son igualmente relevantes para entender la evolución de la entidad y también para identificar los retos que se enfrentan para consolidar su posicionamiento como una entidad ejemplo de la arquitectura financiera regional.

Desde mi ingreso al FLAR a inicios de 2004 como Secretaria General y desde 2008 en la Presidencia Ejecutiva, primero como encargada y luego nombrada en propiedad, he tenido la satisfactoria oportunidad de ser partícipe de los esfuerzos realizados. El objetivo de esta nota es hacer algunos comentarios sobre los logros del FLAR en los últimos diez años y los principales avances en el ámbito interno, para luego abordar brevemente los retos identificados y las acciones prioritarias hacia el futuro.

## LOS PRINCIPALES LOGROS DEL FLAR EN LOS ÚLTIMOS DIEZ AÑOS<sup>1</sup>

204

América Latina no ha estado exenta de los riesgos que significa el creciente grado de integración comercial y financiera. A lo largo de la historia reciente, la región ha enfrentado episodios de crisis fiscales, cambiarias y financieras, y vivido sus efectos negativos sobre el crecimiento económico y el bienestar de su población. No obstante, de manera individual y cooperada, también se destacan varios esfuerzos para reducir la vulnerabilidad derivada de la mayor inserción de la región en la economía mundial.

Hay un consenso generalizado de que el FLAR ha sido uno de los mecanismos desarrollados con éxito en la región para ese fin. Parte importante del éxito ha residido en que la entidad ha sabido responder de manera eficiente y sólida a las necesidades y demandas de los países que hacen parte del arreglo. Por su parte, los países miembros han mostrado un elevado compromiso con la entidad y han contribuido de manera importante a su fortalecimiento patrimonial y a su excelente historial crediticio.

La institución se creó 1979 como una respuesta a la necesidad de los países de la región de contar con una institución financiera propia basada

1. Varios estudios y análisis han abordado este tema. Para mayor detalle, ver los diferentes artículos contenidos en la publicación del FLAR, *Papers and Proceedings de la Conferencia internacional* para los años 2007, 2010 y 2012.

en la cooperación mutua que permitiera, a través de la extensión de créditos deliquidez, afrontar los problemas derivados de desequilibrios en la balanza de pagos de sus economías y, al mismo tiempo, facilitara el proceso de integración regional.

En la actualidad el FLAR cuenta con ocho países miembros: Colombia, Ecuador, Perú, Bolivia, Venezuela, Costa Rica, Uruguay y Paraguay. Los cinco primeros se convirtieron en miembros en 1979. Los tres últimos se unieron al FLAR más recientemente, Costa Rica en 2000, Uruguay en 2008 y Paraguay en 2013, como resultado del objetivo del FLAR de ampliar su membresía, pero también debido al reconocimiento de los países de los beneficios que trae pertenecer a la entidad. Seis de los ocho países miembros, en particular los más pequeños, han recibido apoyos crediticios del FLAR y en sus 35 años de existencia ninguno de los países ha dejado de cumplir con sus obligaciones para con la institución.

Sin pretender ser un sustituto del FMI, el prestamista de última instancia más importante a nivel global, sino más bien un complemento a nivel regional, el FLAR se ha caracterizado por ser altamente eficiente y rápido para satisfacer los requerimientos de liquidez y desembolsar los recursos solicitados por los países. En ello ha influido de manera importante la no existencia de condicionalidad en materia de política macroeconómica por parte del país solicitante, otra diferencia importante con el FMI y también por diversos avances logrados en la institucionalidad y operación de la entidad, cada vez más técnica, eficiente y bien enfocada en sus objetivos primordiales.

Además de ser un mecanismo de acceso a liquidez internacional, el FLAR ha venido desarrollando satisfactoriamente la segunda función establecida en sus estatutos: mejorar las condiciones de inversión de las reservas internacionales de los países miembros, ampliando dicho servicio a los países no miembros. Casi de manera generalizada, en los países en desarrollo, la acumulación de reservas internacionales ha sido uno de los mecanismos más utilizados para protegerse frente a los riesgos de desequilibrios externos y eventuales episodios de fuertes salidas de capitales. Sin embargo, dado el bajo rendimiento de las inversiones de las reservas internacionales, generalmente colocadas en títulos altamente líquidos, la solución no resulta óptima. En la búsqueda de producir mejoras a estas respuestas individuales, el FLAR ha desarrollado una alta capacidad y experiencia en la administración



de carteras y gestionado de manera sofisticada el portafolio conformado por las reservas internacionales depositadas por los bancos centrales de países miembros como de países no miembros y de los fondos colocados por otras entidades públicas y multilaterales. De esta manera, el FLAR ha evolucionando desde una estructura de *pool* de reservas puramente dicha a una estructura de intermediario financiero.

Por último, como parte del abanico de productos, el FLAR se ha venido convirtiendo en un escenario de discusión sobre temas macroeconómicos relevantes para la región a través de la organización de foros en los que han participado analistas económicos del más alto nivel y a los que asisten los funcionarios de los bancos centrales miembros y entidades públicas regionales. Así mismo, ofrece asistencia técnica a sus clientes, a través de pasantías, cursos y capacitaciones en temas de interés común. Esto hace parte de los avances en su función de promover la coordinación de las políticas monetaria, cambiaria y financiera que también tiene asignada la institución en sus estatutos desde su creación hace 35 años.

206

### **LAS PRINCIPALES LÍNEAS DE ACCIÓN ESTRATÉGICAS ADOPTADAS EN LA ÚLTIMA DÉCADA**

En 2004 se llevó a cabo un importante ejercicio de planeación estratégica, el cual sirvió de base para definir las principales líneas de acción del FLAR en el mediano plazo con dos objetivos primordialmente. En primer lugar, las acciones deberían estar encaminadas a continuar cumpliendo con la misión de servir de apoyo a los bancos centrales de los países miembros en sus necesidades de liquidez de corto plazo y en la optimización del manejo de sus reservas internacionales y a fortalecerse como centro de discusión y análisis de temas macroeconómicos y financieros a nivel regional. En segundo lugar, las iniciativas también deberían seguir el objetivo de posicionar al FLAR como una institución con fuerte presencia regional, relevante para todos sus miembros, reconocida por la disponibilidad de productos financieros competitivos para sus clientes, conformada por un equipo humano profesional, técnico, especializado y ágil, y apoyada en una base tecnológica y de sistemas moderna.

Se definieron seis frentes de acción, a saber: (i) fortalecimiento institucional; (ii) ampliación de la membresía; (iii) fortalecimiento patrimonial; (iv)

otorgamiento de créditos; (v) ampliación de los productos y servicios; y (vi) *rating* crediticio.

Resulta importante señalar que este esfuerzo que comenzó bajo la Presidencia Ejecutiva de doctor Julio Velarde ha mostrado una alta continuidad bajo la del doctor Rodrigo Bolaños y la mía propia. En mi opinión, la continuidad en las estrategias y acciones de mediano plazo hace también parte de la explicación de los buenos resultados del FLAR en los últimos años.

#### (I) FORTALECIMIENTO INSTITUCIONAL

Los esfuerzos de fortalecimiento institucional se orientaron a la adecuación de la estructura organizacional a las mejores prácticas y estándares internacionales en materia de gobierno corporativo y gestión de riesgos, segregando funciones, eliminando potenciales conflictos de interés y fortaleciendo los mecanismos de control. Dentro de estos esfuerzos vale la pena destacar la reestructuración de la política de gestión de activos y pasivos, la redefinición de la estructura interna de la Dirección de Estudios Económicos, la creación de la Dirección de Riesgos y Operaciones, y las mejoras en las labores de control interno y auditoría.

La Dirección de Estudios Económicos fue adecuada a responder de manera satisfactoria a la necesidad de contar con análisis periódicos de la coyuntura macroeconómica independientes. Estos no solo deberían orientarse a identificar los principales desarrollos macroeconómicos y potenciales riesgos, sino también a promover la discusión sobre temas macroeconómicos a nivel regional. Se definió un perfil altamente especializado para el director de esta dirección. Adicionalmente, se creó una red de divulgación de informes periódicos y se iniciaron las conferencias anuales sobre temas macroeconómicos de interés de los bancos centrales que han permitido fortalecer los lazos académicos y el intercambio técnico entre analistas y académicos, banqueros centrales y otros representantes de los equipos económicos de los países, y la comunidad económica internacional, en general.

#### (II) AMPLIACIÓN DE LA MEMBRECÍA

Hasta el momento, el FLAR ha respondido a los requerimientos de liquidez de sus países miembros. Sin embargo, los análisis internos y los estudios



externos han identificado la necesidad de ampliar la membrecía y el capital de la entidad con el fin de contar con una mayor capacidad de respuesta frente a una eventual demanda simultánea de varios países.

Desde 2004 estos esfuerzos han sido intensos e ininterrumpidos a través de acercamientos, visitas y reuniones bilaterales con los bancos centrales de un número importante de países de la región. Estos esfuerzos han abarcado, en muchos casos, en diversas ocasiones a Argentina, Brasil, México, Chile, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua, Paraguay, República Dominicana, Trinidad y Tobago, Aruba y Surinam.

En 2007, la República Oriental del Uruguay manifestó formalmente su voluntad de ser miembro del FLAR, convirtiéndose en el miembro número siete, en junio de ese año. En mayo de 2008, el país depositó el instrumento de ratificación en el Banco de la República de Colombia y procedió a formalizar su adhesión pagando USD125 millones por concepto de capital y USD12.5 millones, proporcional al pago de las reservas institucionales.

En septiembre de 2012, la República del Paraguay manifestó formalmente su voluntad de ser miembro del FLAR, convirtiéndose en el miembro número ocho. Su adhesión fue aprobada por la Asamblea de Representantes mediante el Acuerdo No. 174, en ese mismo mes.

En relación con la imagen y las relaciones públicas del FLAR, durante el período 2011-2014, se ha trabajado para aumentar la visibilidad del FLAR a nivel regional e internacional, posesionar la imagen del FLAR, estrechar relaciones con países miembros y no miembros a través de alianzas estratégicas, fortalecer las relaciones con aliados estratégicos como CAF, BID, FMI, BIS, CEPAL, CEMLA, LACEA, exaltando públicamente su relevancia e importancia como un fondo de reservas regional en pleno funcionamiento, que desempeña un rol clave dentro de la arquitectura financiera regional.

### (III) FORTALECIMIENTO PATRIMONIAL

En cuanto a los esfuerzos orientados a fortalecer patrimonialmente la institución debe mencionarse que en 2010, los bancos centrales de Costa Rica y Uruguay realizaron prepagos de capital al FLAR por la totalidad de su capital suscrito. En el año 2012, en una clara señal de apoyo a la institución y un respaldo inequívoco a su fortalecimiento financiero, los países

miembros prepagaron el capital suscrito anterior y aumentaron dicho capital en un 40%.

Es importante anotar también que los países miembros han capitalizado utilidades desde su creación y existe un acuerdo para capitalizar utilidades hasta completar el pago del capital suscrito actual.

A diciembre de 2013, el FLAR registraba un capital suscrito de US\$3.281,3 y un capital pagado de US\$2.370,6.

#### (IV) OTORGAMIENTO DE CRÉDITOS

Todos los países miembros, salvo Uruguay y Paraguay, que ingresaron más recientemente, se han beneficiado de los recursos de crédito del FLAR. En monto, estos recursos han sido significativos, cuando se les compara, por ejemplo, con el financiamiento excepcional otorgado por el FMI. Los bancos centrales han pagado oportunamente todas sus deudas y en algunos casos las han prepagado. Aún en situaciones de suspensión del servicio de la deuda pública externa por parte de los gobiernos de los países miembros, los bancos centrales siempre han cumplido oportunamente sus obligaciones con el FLAR.

Ha sido ampliamente reconocido que el FLAR tiene la capacidad de responder rápidamente a las demandas de sus países miembros. Por regla general, el Directorio siempre ha avalado el programa presentado por el respectivo banco central sin solicitar condicionalidades adicionales para otorgar créditos. El período de aprobación de créditos de balanza de pagos y reestructuración de deuda externa a bancos centrales ha sido, en promedio, de 32 días.

Dentro de los créditos de los últimos años se destacan los otorgados a la República de Ecuador para apoyo de la balanza de pagos: a) en 2005, por un monto de USD400 millones; b) en 2009, por un monto de USD480 millones; c) en 2012 por un monto de USD514 millones; y d) en 2014 por un monto de USD617 millones. Se destaca la contribución indispensable que el FLAR ha hecho con estos créditos a que la economía ecuatoriana culmine su proceso de normalización de acceso a las ventanillas de liquidez externa, tanto multilaterales como del mercado internacional de valores.



## (V) MEJORA Y AMPLIACIÓN DE LOS PRODUCTOS Y SERVICIOS

El FLAR ha venido ampliando de manera importante los servicios ofrecidos a sus miembros. En cuanto a los productos financieros, el FLAR ofrece diferentes líneas de crédito con diferentes propósitos (apoyos para balanza de pagos, reestructuración de deuda pública de los bancos centrales miembros, liquidez, contingencia y tesorería), recepción de depósitos, administración de activos, gestión de carteras, custodia y de medición y control de riesgos de carteras de inversión. Así mismo, la entidad presta servicios de asesoría legal, contable, financiera, de riesgos, asistencia técnica, entrenamiento y transferencia de conocimiento.

En función de las necesidades cambiantes de los clientes, el FLAR también se ha preocupado por lograr mejoramientos de los productos crediticios. En este aspecto, se destacan las modificaciones a la línea de crédito de contingencia para hacerla más fácil y flexible.

210

## (VI) MEJORAS EN EL RATING CREDITICIO

El FLAR cuenta en la actualidad con la calificación crediticia más alta de cualquier país o entidad multilateral de América Latina. Las mejoras continuas en la calificación de riesgos por parte de las agencias calificadoras han tenido en consideración el fuerte respaldo de sus miembros, su estatus de acreedor preferente, la política financiera conservadora basada en una sólida posición de liquidez, niveles limitados de apalancamiento y una alta calidad de activos, que se ha mantenido en el tiempo, incluso en escenarios extremos de *stress* financiero como en 2008 y en la expectativa que estas políticas y solidez financiera se mantendrán hacia el futuro. Dentro de las mejoras en la calificación recientes se destacan las siguientes:

En junio de 2006, S&P elevó la calificación crediticia de la entidad de A+ a AA-, para el mediano plazo y, de A1 a A1+, para el corto plazo. Además, esta agencia modificó la perspectiva crediticia de estable a positiva. Asimismo, en junio de 2006, Moody's confirmó la calificación Aa2, para el mediano plazo y P1, para el corto plazo, con perspectivas de riesgo de crédito estable.

En junio de 2008, el FLAR obtuvo un aumento en su calificación crediticia por parte de la agencia calificadora de crédito S&P, que la elevó de AA- a

AA, para el mediano plazo, en una perspectiva global estable, a pesar de la coyuntura del año 2008. Asimismo, en junio de ese mismo año, Moody's confirmó la calificación Aa2, para el mediano plazo y P1, para el corto plazo, con perspectivas de riesgo de crédito estable. Estos ratings se han mantenido año tras año.

## PLANES DE ACCIÓN HACIA EL FUTURO

Los anteriores logros son motivo de satisfacción para quienes desde el Directorio y la entidad hemos tenido la oportunidad de ser artífices y partícipes de los mismos. No obstante, también representan el desafío de trabajar para mantenerlos, consolidarlos y ampliarlos, estableciendo nuevas metas y proyectos.

Pero en esa tarea también se ha trabajado. A partir de discusiones y análisis se han definido los planes hacia el futuro en los que, con el apoyo del directorio del FLAR y el equipo directivo, la entidad está y seguirá concentrada.

El primero es seguir manteniendo al FLAR como un proveedor rápido y limitado de liquidez para los países miembros, lo cual se logra gracias a un ambiente de confianza y un esquema de gobierno corporativo en el cual los países miembros tengan el mismo poder de voto.

Debe trabajarse para ampliar la membrecía a través de una agresiva difusión de los logros de la entidad y los beneficios que representaría para los países que no son miembros pertenecer a él, como son tener acceso a un potencial proveedor de liquidez, a un administrador de activos internacionales de primera categoría y a un foro de diálogo franco entre pares sobre temas de macroeconomía y política monetaria.

La estrategia de ampliación del FLAR debe estar enfocada hacia todos los países de América Latina. Los países sistémicos de la región (Brasil y México) podrían ingresar, en un principio, como la actual categoría de países grandes (Colombia, Perú y Venezuela, que cuentan con un capital suscrito de USD656.250.000 y un capital pagado de USD475.000.000). Los países pequeños de la región deben reconocer el valor de ser miembros del FLAR, aunque ello signifique un esfuerzo grande, en términos contables, sobre sus actuales reservas internacionales.



Es de esperar que, dadas las diferentes estructuras económicas de los países de la región, una ampliación de la membresía se refleje en mayor diversificación del riesgo de crédito. Sin embargo, habrá que estudiar los cambios en materia de gobierno corporativo que deberían acompañar el aumento en el número de miembros con el fin de mantener adecuadas salvaguardas para mitigar el surgimiento de eventuales nuevos riesgos.

Por su parte, esperamos llegar a un consenso al interior del Directorio acerca de cómo optimizar las líneas crediticias actuales del FLAR e incrementar el acceso a recursos propios y de terceros (fondos especiales, *swaps*, líneas de crédito con la Reserva Federal, el FMI, China, etc.). A nuestro juicio, el FLAR podría ofrecer mayor protección a sus miembros si se pudiera establecer un vínculo *ex ante* con otras fuentes de liquidez, en lugar de actuar *ex post* buscando líneas de crédito con estos actores una vez aparecen los problemas.

Se revisarán los actuales lineamientos de inversión del FLAR, de forma que los mismos logren, simultáneamente, el objetivo de preservar el capital real de la Institución y generar utilidades para esta, dentro de parámetros de riesgo aceptables para el Directorio.

Asimismo, se continuará fortaleciendo patrimonialmente la institución creando nuevos productos y servicios, tales como vehículos especiales de inversión, para servir mejor las necesidades de la comunidad de bancos centrales y otras entidades públicas de la región.

Se pondrá en marcha un proyecto pionero de Código de Principios y Mejores Prácticas en gestión de inversiones de reservas internacionales y fondos públicos y negociación de contratos financieros, que contará con la participación de varios bancos centrales de la región y fondos soberanos, y tiene como objeto que los bancos centrales y fondos públicos de la región los tomen como referencia para sus prácticas de inversión, gobierno corporativo y políticas de negociación.

Para finalizar, no me queda más que reiterar que todos estos esfuerzos futuros estarán concentrados en lograr un FLAR ampliado, realmente latinoamericano, que siga siendo ejemplo de una institución de buen funcionamiento. ■







**EDUARDO A. MORÓN P.**

Actualmente es presidente de la Asociación Peruana de Empresas de Seguros (APESEG). También es asesor de la Presidencia Ejecutiva del FLAR y profesor de la Universidad del Pacífico.

Previamente, fue director de Estudios Económicos del FLAR de abril de 2012 a julio de 2014. Ha sido viceministro de Economía, director del Centro de Investigación, director de la maestría en Economía y profesor principal del Departamento de Economía de la Universidad del Pacífico. Ha escrito libros y documentos de investigación sobre pensiones, política fiscal, monetaria y cambiaria. Es PhD en Economía por la Universidad de California (EE.UU.), máster en Economía por la Universidad del CEMA (Argentina) y licenciado en Economía por la Universidad del Pacífico del Perú.

## ▪ EL FLAR COMO HERRAMIENTA ▪ PARA LA ESTABILIDAD ▪ MACROECONÓMICA DE LA REGIÓN<sup>1</sup>

▪  
▪  
▪  
▪  
▪

**E**l presente ensayo ilustra el proceso de evolución del FLAR, desde un organismo propio creado para apoyar problemas de balanza de pagos en la subregión andina, a ser un organismo regional con una solida institucionalidad y en pleno funcionamiento, el cual ha contribuido en el proceso de estabilización macroeconómica de sus países a lo largo de sus más de tres décadas de existencia. Durante este período, la región prácticamente se ha transformado al pasar de ser una de las más inestables en el mundo a una región con importante estabilidad, lo cual se refleja en los fundamentales macroeconómicos y la ampliación de fuentes de financiamiento externo para la región en su conjunto.

El papel del FLAR como instrumento para la estabilidad macroeconómica de la región, a lo largo de su historia, se puede resumir en tres aspectos centrales: (i) adaptación de sus líneas y servicios a las cambiantes necesidades sin perder su característica de ser un organismo especializado; (ii) mejora en su capacidad de acción contracíclica en eventos de mayor dificultad de financiamiento externo de sus países miembros y; (iii) el FLAR es parte activa de la red de seguridad financiera global que, durante las recientes crisis, ha demostrado vacíos de cobertura para países pequeños y medianos.

La adaptación del FLAR a las necesidades de los países miembros se ha presentado en dos líneas de acción. La primera de ellas es la creación y modificación de las diferentes líneas de crédito, acorde con las necesidades de sus países miembros. La segunda línea de acción ha sido la ampliación de los servicios prestados a bancos centrales y entidades oficiales de la región latinoamericana.

---

1. Agradezco la colaboración de Carlos Giraldo (FLAR) en la preparación de este artículo.



A finales de los setenta e inicios de los ochenta, época en la cual fue creado el FLAR, inicialmente como Fondo Andino de Reservas (FAR), la subregión Andina experimentó diversos episodios de dificultad de liquidez externa y de ahí el amplio uso del mecanismo durante la década de los ochenta. Durante este período, todos los países miembros fueron usuarios del FLAR bajo las diferentes modalidades crediticias de la época (balanza de pagos y liquidez). La primera modalidad que se usó fue la de apoyo a la balanza de pagos, por parte del Banco Central de Reserva del Perú, en 1978 (también se usó en 1983). Posteriormente, esta línea fue usada, en su orden, por Bolivia (1980, 1981 y 1986), Ecuador (1982, 183 y 1986), Colombia (1984) y Venezuela (1987).

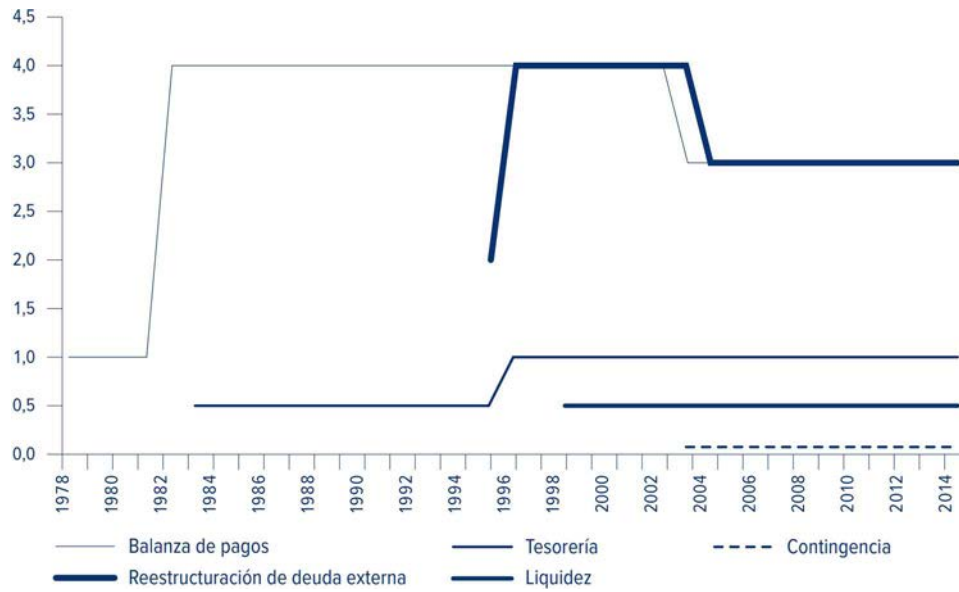
Posteriormente, se creó la línea de liquidez de corto plazo, inicialmente bajo la figura de un depósito a término del FLAR en un banco central miembro. Esta línea fue usada en 1983 por primera vez, por Colombia y Ecuador, y se creó con el fin de atender desbalances de corto plazo en los bancos centrales. Mediante esta línea se otorgaron más de USD1500 millones durante la década de los ochenta y más de USD700 millones durante la década de los noventa.

En la década de los noventa y atendiendo a las necesidades de financiamiento de los países miembros se crearon dos nuevas modalidades de crédito: el crédito de restructuración de deuda pública externa de bancos centrales y el crédito de financiamiento contingente. La primera de estas líneas se creó mediante Acuerdo 180 del 20 de febrero de 1995, bajo el entendimiento que la mejora en las condiciones de financiamiento externo de los bancos centrales de los países miembros contribuye a la estabilidad de la balanza de pagos. Este crédito ha sido usado en dos ocasiones (Ecuador en 1995 y Costa Rica en 2003). En 1998,<sup>2</sup> se creó la línea de financiamiento contingente, motivada por la posibilidad de que los países miembros enfrentaran contingencias de origen externo e interno sobre los flujos de capitales a corto plazo que puedan determinar expectativas adversas sobre el tipo de cambio y presiones indebidas sobre el mercado de divisas. Este crédito ha sido usado en una ocasión, en 1999, por parte del Banco de la República de Colombia. Más recientemente, en 2003, fue creado el crédito de tesorería de muy corto plazo, el cual aún no está operativo.

---

2. Acuerdo 212 del 12 marzo de 1998.

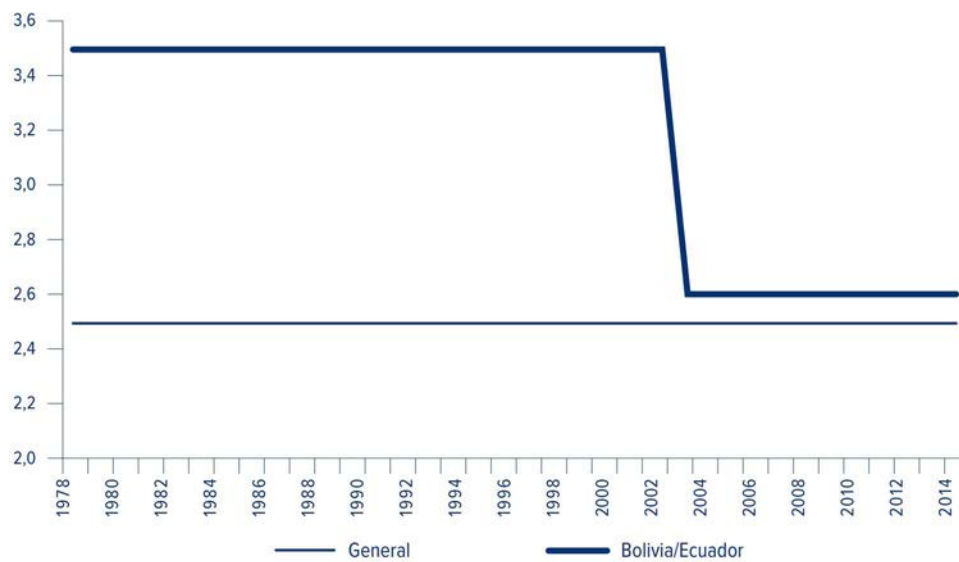
GRÁFICA 1. PLAZO MÁXIMO DE ACCESO A CRÉDITOS FLAR  
(Número de años)



FUENTE: FLAR, Dirección de Estudios Económicos

217

GRÁFICA 2. CUPO MÁXIMO DE ACCESO A CRÉDITOS FLAR  
(Número de veces el capital pagado)



FUENTE: FLAR, Dirección de Estudios Económicos



Las líneas de crédito anteriormente mencionadas han presentado modificaciones a lo largo de su existencia, tanto en plazo como en monto (gráficas 1y 2), en atención a las cambiantes necesidades de los países miembros y a una estructura financiera de acción oportuna durante eventos de crisis. Si bien estas líneas cuentan con diferentes instancias de decisión, en todos los casos se ha asumido como regla no imponer condicionalidades a los países solicitantes de un crédito. Esto le ha permitido al organismo reaccionar de manera rápida y oportuna en la aprobación y desembolso de los créditos, lo cual es un elemento esencial y diferenciador con otros proveedores de liquidez internacional.

En la última década y media, la actividad crediticia del FLAR ha descendido de manera importante, y se puede explicar en buena medida por eventos puntuales de sus países miembros. Esta situación está asociada a aspectos positivos como la mejor situación macroeconómica de la mayoría de los países miembros y al mayor número de ventanillas de liquidez externa disponibles para las economías de la región. Países como Colombia y Perú han mejorado enormemente en las últimas dos décadas y tienen un acceso preferente a múltiples ventanillas de liquidez. Pero otros países miembros también han tenido avances muy importantes en esta dirección. Recientemente, Bolivia y Paraguay ingresaron de manera exitosa a los mercados internacionales de deuda pública, y lo propio hizo Ecuador en su retorno a los mercados de deuda pública internacional. Estos hechos, a su vez, potencian la labor del FLAR como seguro de liquidez externa, pues el FLAR como cualquier cadena, es tan fuerte como el eslabón más débil. Por ello, el fortalecimiento macroeconómico del resto de países permite reducir la demanda de créditos y fortalece el perfil crediticio del FLAR.

Otra gran línea en la cual el FLAR ha avanzado es en la apertura de nuevos servicios y productos, no solo de los bancos centrales miembros, sino también a todas las entidades oficiales de la región. Este aspecto está en línea con los objetivos del FLAR en la medida en que contribuye a mejorar las condiciones de inversión de las reservas internacionales de la región y, en consecuencia, a reducir el costo del seguro que estas representan, como un aspecto que contribuye a la estabilidad macroeconómica. En la actualidad, el FLAR ofrece servicios a bancos centrales e instituciones oficiales de la región de depósitos a plazo, administración de activos o gestión de carteras, y



medición y control de riesgos de carteras de inversión. Actualmente, el FLAR es considerado un *safe haven* para los inversionistas soberanos. La institución tiene la más alta calificación entre cualquier institución multilateral o país de la región, lo cual le facilita a su vez canalizar asistencia contracíclica hacia sus países miembros, por medio del apalancamiento en los mercados. Asimismo, el FLAR goza de la inembargabilidad de sus activos, característica que no puede ser ofrecida por intermediarios financieros privados.

En igual sentido, el FLAR ha estado muy activo en la realización de servicios de asesorías técnicas y capacitaciones a bancos centrales y entidades oficiales de la región, así como en la realización de foros de discusión académica.

En lo referente a su acción contracíclica, el FLAR ha sido clave durante episodios críticos de cierre del financiamiento externo disponible. En décadas pasadas, el FLAR fue muy usado, dadas las limitadas fuentes de financiamiento externo de la región. Hoy en día, los países cuentan con mayor fortaleza y opciones de financiamiento externo que implican una menor demanda del mecanismo FLAR, lo cual está en línea con la filosofía de creación del organismo. Sin embargo, si hay que tener en cuenta el protagonismo del organismo a lo largo del tiempo en episodios críticos para sus países miembros, incluso de aquellos que en la actualidad cuentan con una posición privilegiada en materia de estabilidad macroeconómica y financiamiento externo.

Por ejemplo, al final de la década de los ochenta e inicio de los noventa, la economía peruana experimentó una profunda crisis, caracterizada por hiperinflación y fuerte pérdida de reservas internacionales hasta llegar a niveles negativos. En dicha ocasión, la acción del FLAR fue crucial para que las autoridades restablecieran el acceso al financiamiento externo, en primer lugar, con organismos multilaterales y, posteriormente, con el mercado internacional. La actuación del FLAR también fue clave para que el plan de ajuste macroeconómico ganara credibilidad por parte de la comunidad internacional. El FLAR también cumplió un papel notable mediante el otorgamiento de dos créditos (financiamiento contingente y liquidez) al Banco de la República Colombia durante la profunda crisis económica de 1999, la peor crisis en décadas. Si bien Colombia no desembolsó los recursos, el acceso a estos le permitió ganar tiempo para preparar la estrategia de flexibilización del



régimen cambiario, ya que la tasa de cambio estaba siendo objeto de ataques especulativos, así como para formalizar un acuerdo con el FMI (Uribe, 2014). Más recientemente, el organismo ha cumplido un papel clave en el proceso de normalización del acceso a liquidez internacional en economías como la ecuatoriana.

Finalmente, un aspecto clave del FLAR lo representa su lugar dentro de la arquitectura financiera regional y global, como prestamista de primera instancia y de rápida acción durante episodios de liquidez externa, pese a que sus recursos son limitados. A lo largo de su existencia, la institución ha ocupado un lugar relevante para sus países miembros especialmente los de menor tamaño relativo. En el ámbito internacional, hay claridad sobre la insuficiencia de los organismos globales para cubrir la demanda contracíclica de liquidez de los países pequeños y ciertos medianos. Este hecho ha sido evidente durante las recientes crisis económicas. En consecuencia, el FLAR constituye un activo valioso para la estabilidad macroeconómica de la región.

**220**

En conclusión, el FLAR ha demostrado ser una institución sólida, cumplidora de su misión a lo largo de su existencia, en cumplimiento de la cual ha acompañado a la graduación de varios países como macroeconómicamente estables en una región. Hoy día el FLAR es una realidad, un trabajo en progreso que ha cumplido un notable papel en el proceso de estabilización de la región. ■

## REFERENCIA

Uribe, José Darío (2014), Hacia un fortalecimiento del FLAR.







### JUAN ANTONIO MORALES

Fue presidente del Banco Central de Bolivia entre 1995 y 2006.

Recibió el premio como el “mejor presidente de banco central de Latinoamérica” en 2005, por la revista *Emerging Markets*.

Fue nombrado decano de la facultad de Ciencias Económicas y Financieras de la Universidad Católica Boliviana el 2008.

En 2009, fue profesor invitado Universidad de Columbia en Nueva York. Es invitado anual a la Facultés Universitaires Notre-Dame de la Paix de Namur en Bélgica. Ha escrito numerosos libros y artículos sobre la política económica boliviana. Obtuvo su doctorado en economía en la Universidad Católica de Lovaina en Bélgica.

## ▪ **BOLIVIA EN LA HISTORIA DEL FLAR**

▪  
▪  
▪  
▪  
▪  
▪  
▪  
▪  
▪

### **INTRODUCCIÓN**

En este artículo se documenta el acceso de una economía pequeña a los mecanismos crediticios del Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR), por qué y cómo lo hizo. Se explora también las avenidas para una mayor participación en un FLAR, que ha evolucionado muy significativamente desde sus inicios en 1978, y que parece estar en una fase de transformación y ampliación.

Bolivia se adhirió al Fondo Andino de Reservas (FAR), que más tarde se convertiría en el FLAR, desde su creación. Esta adhesión hacía parte de los compromisos que había tomado con los mecanismos de integración andina. El mayor beneficio que veían las autoridades bolivianas estaba relacionado con la función principal del FAR en ese momento, que era la de ser un fondo común de reservas.

**223**

### **LOS OBJETIVOS INICIALES DEL FONDO ANDINO DE RESERVAS**

Se concebía al FAR como una instancia a la que podría recurrirse, para evitar que los desequilibrios externos dañaran al comercio regional. Los desequilibrios de balanza de pagos eran sobre todo de su cuenta corriente. Era bastante claro, en una era de tipos de cambio fijos pero reajustables, que problemas emergentes de la balanza de pagos podían ocasionar devaluaciones de las monedas nacionales o, en su caso, acentuar las medidas de control de cambios, que varios países de la región tenían en su arsenal de medidas de política económica, lo que lesionaría al comercio de los países del Grupo Andino.

Estaba también presente la idea de ahorrar divisas en el comercio internacional, yendo un paso más allá del mecanismo de compensación de pagos



de ALADI y eventualmente apuntando a una unión monetaria. Se tenía muchas esperanzas en los pesos andinos. Una eventual unión monetaria tenía como prerequisite la armonización de las políticas monetarias y cambiarias del pacto regional, lo que estaba también mencionado entre los objetivos del FAR.

El FAR estaba limitado a los miembros del Grupo Andino y si un país se alejaba de ese bloque regional perdía su pertenencia. Esta condición subrayaba la naturaleza del FAR como mecanismo para reforzar la integración andina. Esta situación iría a cambiar radicalmente con la mutación de FAR en FLAR en 1989.

No se veía al FAR como un sustituto del Fondo Monetario Internacional sino más bien como un complemento y, sobre todo, como una institución que se añadiría a las otras entidades de la región, para fortalecer al Grupo Andino.<sup>1</sup> El país tenía la condición, junto con Ecuador, de país de menor desarrollo relativo, lo que en esencia implicaba plazos más largos para la adopción de los programas destinados a la construcción de una unión aduanera. El aporte que Bolivia hacía al capital del FAR era también de la mitad del que contribuían los países más grandes.

La década de los años setenta fue muy especial para Bolivia. La economía, fuertemente favorecida por altos precios para las exportaciones, crecía a tasas anuales alrededor del 7%. La integración andina ocupaba un lugar significativo en su estrategia de crecimiento.

Durante esos años de bonanza exportadora y con acceso reanudado a los créditos de la banca privada internacional, Bolivia no necesitaba apoyo alguno de balanza de pagos ni recurrir al FMI o al FAR.<sup>2</sup> Esta situación no duró mucho y hacia fines de la década, justamente cuando el FAR estaba tomando forma, aparecieron los primeros síntomas de la crisis de deuda externa y de las dificultades, tanto fiscales como de balanza de pagos, que sobrevendrían después.

1. Que más tarde, en 1996, se convertiría en la Comunidad Andina de Naciones.

2. No tenía programa con el FMI aunque se sometía a su vigilancia y se beneficiaba con su asistencia técnica.

## EL FAR EN LOS MOMENTOS DE CRISIS

A fines de 1979, cuando el contexto internacional se había deteriorado y la crisis internacional de deuda externa se agravaba, Bolivia se vio obligada a devaluar. Para el ajuste macroeconómico que acompañaba a la devaluación, el Gobierno boliviano apeló al FMI y consiguió un crédito *stand-by*, el que tuvo que cancelarse antes del último desembolso por los incumplimientos. Es bajo las condiciones anotadas que el gobierno pidió apoyo al FAR obteniendo dos préstamos de balanza de pagos, el primero en 1980 por USD39.4 millones y el segundo, en 1981, por USD13.1 millones.

Es de hacer notar el patrón que se repetiría en los siguientes años. Bolivia acudía en primer lugar al FMI y solamente después al FAR. Quedaba claro para las autoridades bolivianas que los recursos del FMI eran insuficientes, estando limitados por la pequeña cuota que Bolivia tenía ante este organismo. Los acuerdos con el FMI también tomaban mucho tiempo y estaban acompañados de una condicionalidad que, dado el contexto político de la época, el Gobierno no podía cumplir.

En los años 1984-1985, durante el gobierno de Hernán Siles Suazo, Gobierno civil, en medio de una severa crisis, causada en gran parte por la severidad de la crisis de deuda externa, que desembocaría en una hiperinflación y en una catástrofe económica nunca vista antes, Bolivia volvió a recurrir al FAR, obteniendo dos préstamos de liquidez, uno por USD30 millones y USD165 millones respectivamente. Bolivia no sufría *sensu stricto* un problema por choques de flujos de capital, pero la modalidad de crédito de liquidez tenía la ventaja de ser expedita. Los créditos del FAR le ayudaron a Bolivia a pagar importaciones esenciales, en un momento en que otras fuentes de financiamiento se habían cerrado.<sup>3</sup> Se ha de subrayar el hecho de que el FAR otorgó esos préstamos de liquidez a un país que estaba sumido en una crisis profunda. Lo hizo, además, oportunamente y sin amarrarle condicionalidades.

En agosto de 1985 el Gobierno boliviano anunció un programa ortodoxo y drástico de estabilización. El programa se elaboró sin acuerdo con el FMI, pero con la declarada intención de lograrlo. Recién se logró un convenio casi

3. Bolivia continuó obteniendo recursos del FMI hasta 1983, en montos muy modestos y claramente insuficientes para financiar las importaciones, aun las más esenciales.



un año más tarde, después de un muy laborioso proceso de negociación.<sup>4</sup> El acuerdo con el FMI englobaba varias líneas de crédito de esa institución, que totalizaban aproximadamente USD156 millones (127% de la cuota de Bolivia). Desde un principio el gobierno boliviano consideró que este apoyo era insuficiente, que era necesario movilizar recursos adicionales y es entonces que se vio la conveniencia de recurrir a créditos del FAR.

### OPORTUNIDAD Y FLEXIBILIDAD DE LOS CRÉDITOS DEL FAR

A las pocas semanas de anunciado el programa de estabilización, Bolivia sufrió un choque exógeno de gran magnitud, que fue el derrumbe del mercado internacional del estaño. En esa época, el estaño constituía la principal exportación boliviana. El choque exógeno acentuó la necesidad de recursos externos. Ellos eran necesarios no solo para financiar las importaciones esenciales para la reanudación del crecimiento sino también para reestructurar la empresa estatal Corporación Minera de Bolivia. Sin esa reestructuración la ejecución del plan de estabilización hubiese sido imposible. La reestructuración implicaba en lo esencial el despido de veintiún mil trabajadores de los 27.6 mil con los que contaba la empresa. A esta operación se la llamó relocalización.

Para conseguir la aceptación de los mineros se les ofreció compensaciones extralegales, es decir que iban más allá de las compensaciones por desahucio e indemnización previstos por la ley general del trabajo. Encontrar los recursos para financiar esta operación, dada la estrechez fiscal en la que se debatía el país, era una tarea difícil. Es en ese aprieto que se recurrió al FAR. Se obtuvo de él un préstamo de balanza de pagos por USD100 millones.<sup>5</sup> Se ha de observar que este préstamo en los hechos era de ajuste estructural, para financiar una reforma de gran envergadura.<sup>6</sup> Fue, con gran visión y quizás saliéndose un poco de las prácticas habituales que el FAR puso los recursos que necesitaba un país en momentos de graves dificultades, aunque con un programa coherente para encararlas.

4. Un obstáculo mayor en la negociación con el FMI era la mora sustancial que Bolivia tenía con los acreedores privados internacionales. Para detalles de esa negociación véase Boughton (2001, p. 484-488).

5. Véase Sanjinés Krause (1987, p.161) para el financiamiento por el FAR de la relocalización.

6. En 1985, el FAR concedió también un préstamo de liquidez por USD90 millones.

CUADRO 1. PRÉSTAMOS A BOLIVIA DEL FMI Y DEL FLAR

| Período      | FMI        | FLAR       |
|--------------|------------|------------|
| 2003-2006    | 200        |            |
| 1998-2002    | 138        | 181        |
| 1994-1997    | 146        |            |
| 1988-1992    | 175        | 313        |
| 1988-1987    | 156        | 190        |
| 1979-1985    | 115        | 248        |
| <b>Total</b> | <b>930</b> | <b>931</b> |

FUENTES: FLAR, FMI y Banco Central de Bolivia.

Viendo en retrospectiva la operación, se puede percibir los alcances de la decisión, la que puso en el tapete de discusión las condiciones de elegibilidad. El FAR tenía que considerar la solicitud de un país que acababa de sufrir una de las más violentas hiperinflaciones de la historia mundial y que además estaba en mora con los bancos privados internacionales. Pero Bolivia, a diferencia de otros países de la región, estaba al día con sus obligaciones con las instituciones financieras internacionales. Tenía, además, un ambicioso programa de estabilización y un Gobierno que daba muestras muy claras de que tenía la intención de hacerlo cumplir.

El Directorio del FAR mostró flexibilidad a la vez que confianza. Es cierto que el FAR tomaba un riesgo mayor al normal, pero en cambio gozaba del suficiente prestigio como para que los países que se endeudaban con él honraran sus deudas. La sanción de no hacerlo era percibida por Bolivia como grande y con costos elevados. El hecho de que Bolivia contara con un programa con el FMI contribuyó a la decisión del Directorio, aunque no fue un factor decisivo. El apoyo del FAR fue crucial y oportuno; por su parte, Bolivia honró su préstamo a cabalidad.

Bolivia continuó beneficiándose con préstamos del FMI, después de llegar a un acuerdo en 1986, y con los del FLAR. En total, entre 1978 y el 2006 los préstamos del FLAR fueron del mismo monto que los del FMI (Cuadro 1). ¿Entonces por qué Bolivia acudía en primer lugar al FMI y solamente cuando los recursos que obtenía eran insuficientes se dirigía al FAR? La respuesta viene dada por consideraciones de economía política: los programas con el



FMI reforzaban la credibilidad de la política económica, especialmente de estabilización, lo que abría las puertas al financiamiento de otras instituciones financieras internacionales y a la cooperación bilateral.<sup>7</sup> El FAR podía poner los recursos, pero no el sello de aprobación que demandaban los otros donantes de Bolivia.

## EL FLAR EN ÉPOCAS TRANQUILAS

La década de los años noventa fue la década de las grandes transformaciones estructurales que siguieron al programa de estabilización de 1985. Para efectuar sus reformas estructurales Bolivia pudo contar con los créditos de las instituciones financieras internacionales. Más importante aún, luego de las privatizaciones (llamadas en Bolivia, capitalizaciones), los flujos de inversión directa extranjera aumentaron sustancialmente. Para completar el panorama, se ha de añadir las varias y generosas condonaciones de deuda.

228

Desde mediados de los años noventa y en la primera década de este siglo, Bolivia en vez de recurrir a préstamos (aunque sí lo hizo de manera precautoria el año 2002) reforzó su participación en el capital del FLAR, lo que le daba la posibilidad de acceder a mayores recursos, si la contingencia surgiera. Además de contar con esta posibilidad, Bolivia hasta el 2006 contabilizaba sus aportes al FLAR entre sus reservas internacionales.<sup>8</sup>

Bolivia, en la primera década de este siglo, efectuó en varias ocasiones depósitos en el FLAR de sus reservas internacionales, como parte de su gestión de activos y dadas las tasas interesantes que ofrecía la entidad regional. Se benefició así con un mejor rendimiento para sus reservas internacionales que el que hubiese obtenido sin el FLAR. Con la gestión de esos depósitos para Bolivia (y otros países), el FLAR cumplía con uno de los cometidos que impulsaron su creación y avanzaba en su propósito de convertirse en un centro financiero regional.

7. Países donantes como Alemania ponían un acuerdo con el FMI como condición para desbloquear su ayuda.

8. Esta contabilización como reservas internacionales contravenía las convenciones del FMI al respecto.

## LOS CRÉDITOS DEL FLAR COMO CRÉDITOS PRECAUTORIOS

Después de que se desatara la crisis regional en 1999, luego de la devaluación del real brasileño en enero de ese año, aparecieron fisuras en las armazones fiscal y de balanza de pagos bolivianas. Preocupaba en especial, el aumento del déficit público así como la nueva y rápida acumulación de deuda pública.

El deterioro de la economía, más los efectos de contagio de la crisis financiera regional y las incertidumbres políticas, originaron sacudones muy fuertes en el sistema financiero boliviano. Es en ese contexto que Bolivia obtuvo un préstamo de liquidez del FLAR por USD180.7 millones, que era una suma considerable, que empero no se desembolsó.<sup>9</sup> Bolivia lo tenía como un préstamo precautorio por si lo necesitara, dada la gravedad de la situación. La normalización de la situación financiera, con un retorno parcial pero significativo de los depósitos que habían sido retirados de los bancos, incidió para que no se usara este crédito.

A principios del año 2003 ocurrió una rebelión policial, que tuvo un saldo sangriento. El FMI, temeroso de que ocurrieran desestabilizaciones tanto en Bolivia como, por contagio, en los países vecinos, ofreció inmediatamente su apoyo al Gobierno boliviano con un programa *stand-by*. El programa *stand-by* estaba sujeto a una supervisión intensa por el FMI, con metas verificables trimestralmente de cumplimiento. ¿Por qué Bolivia no utilizó más bien los recursos ya otorgados por el FLAR en esa coyuntura?

Los más altos intereses y el corto plazo del crédito del FLAR fueron una consideración importante para no hacerlo. Más de fondo, el problema principal no era una conmoción exógena a la cuenta capital de la balanza de pagos, habida cuenta además de que el Banco Central de Bolivia aceleró el ritmo de sus minidevaluaciones del tipo de cambio fijo deslizante, lo que atenuó la caída de reservas internacionales. El problema macroeconómico principal era fiscal: el acuerdo con el FMI contribuía a desbloquear los créditos de los donantes multilaterales y bilaterales, lo que el FLAR no podía ni tenía por qué hacerlo.

9. Ocampo y Titelman (2012) lo consideran con toda razón como un crédito contingente.



### A MANERA DE CONCLUSIÓN: EL FLAR EN LA ERA DE ABUNDANTES RESERVAS

A mediados del 2003 la crisis regional comenzó a desvanecerse, además de que los precios internacionales de los principales productos de exportación bolivianos comenzaron a subir muy fuertemente. La conjunción de un vigoroso crecimiento de las economías de los socios comerciales de Bolivia y de altos precios internacionales para las exportaciones bolivianas cambió completamente el panorama. A lo anterior se vino a sumar la condonación de la porción de la deuda externa boliviana que quedaba. Se ha de mencionar, también, la significativa desdolarización financiera de los últimos años, que contribuyó a aumentar, directa e indirectamente, las reservas internacionales.

Bolivia vio pronto fortalecida su posición de reservas internacionales, que en proporción de su PIB, son ahora las más altas de la región, y tan altas como las de China. Aunque no hay todavía estudios sistemáticos, se puede pensar que Bolivia está con más reservas internacionales que las que necesita para fines de autoseguro.

230

Bolivia tiene un grado débil de inserción al mercado internacional de capitales, lo que hace que el país sea menos sensible a choques de la cuenta capital de su balanza de pagos. No habría el problema de paradas bruscas. Las dificultades pudiesen provenir, a diferencia de otros países de la región, más por el lado de la cuenta corriente. En efecto, la alta dependencia de las exportaciones bolivianas en materias primas, le da una gran vulnerabilidad a su cuenta corriente. De producirse un déficit significativo en la cuenta corriente se puede conjeturar que se tendría grandes dificultades de acceso al ahorro externo y que se tendría que emplear las reservas internacionales.

Mantener reservas muy altas para autoasegurarse es ineficiente, como nos lo hace notar la abundante literatura al respecto, aún reconociendo que hay una discusión sobre la magnitud del costo de oportunidad de mantenerlas.<sup>10</sup> Además, existiendo mecanismos como el FLAR, se reduce la necesidad de mantener reservas muy altas.<sup>11</sup>

10. La acumulación de reservas no ha sido solamente precaución sino que ha estado también motivada por la política cambiaria y por el deseo de transmitir a la población la idea de una macroeconomía boyante.

11. Hay condiciones técnicas para una mutualización idónea de las reservas en el FLAR, como las discutidas *inter alia* por Eichengreen (2006).

Aun admitiendo que Bolivia pudiese necesitar usar sus reservas internacionales, parece evidente que tiene gran espacio para una política de activos internacionales, ya sea aumentando sus depósitos en el FLAR, o mejor todavía aumentando su contribución al capital del FLAR. Con esta última medida podría desplazar una porción importante de sus actuales reservas hacia fondos de estabilización o de inversión, con un aseguramiento equivalente al que tiene ahora con su autoseguro.

Bolivia ha sido un claro beneficiario del FLAR, más bien de su predecesor el FAR, cuando era un fondo pequeño, basado en la confianza, y con condiciones poco exigentes de elegibilidad para sus prestatarios. Un fondo significativamente más grande que el actual y con países miembros más grandes estaría en el interés de países pequeños, como Bolivia, si preserva la flexibilidad y la oportunidad que le caracterizan ahora. También les conveniría reforzar los mecanismos de seguimiento y evaluación de los progresos para la armonización de las políticas cambiarias, monetarias y financieras, que estaba entre los objetivos iniciales del FAR y ahora lo está en el FLAR. ■

231

## REFERENCIAS

- Banco Central de Bolivia (1979-2002), *Memorias*. La Paz, Bolivia: publicaciones del Banco Central de Bolivia.
- Boughton, M. J. (2001), *Silent Revolution: The International Monetary Fund, 1979-89*. Washington, D.C.: International Monetary Fund.
- Eichengreen, B. (2006), "Insurance Underwriter or Financial Development Fund: What Role for Reserve Pooling in Latin America?", CEPAL serie Financiamiento del Desarrollo, N° 186, LC/L.2621-P. Santiago de Chile: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).
- Ocampo, J. A., y Titelman, D. (2012), "Regional monetary cooperation in Latin America". ADBI Working Paper Series. N° 373. Tokio: Asian Development Bank Institute. August.
- Sanjinés Krause, A. (1987), "Ortodoxia o Heterodoxia? La Estabilización de la Economía Boliviana (1985-1986)". *Estudios Económicos*. México DF: El Colegio de México, Centro de Estudios Económicos. p. 143-165





### MARCELO ZABALAGA

Presidente a.i. del Banco Central de Bolivia desde noviembre de 2010. Antes se desempeñó como superintendente de Bancos y Entidades Financieras a.i. (2007-2009). En Madrid, fue director de Investigación de la Fundación CIREM (2000-2002) y director internacional de Argentaria (1999-2000). Asimismo, fue gerente general de AFP Futuro de Bolivia (1997-1998) y director ejecutivo de FADES, la Fundación para Alternativas de Desarrollo (1993-1997). También ha sido consultor en temas económicos para entidades públicas y privadas en Bolivia, Perú, Colombia, Brasil, Panamá, Honduras, Nicaragua, México, España y Suiza.

Es licenciado en Economía y magíster en Desarrollo y Análisis político de la Universidad de Ginebra, Suiza (1977).

## ▪ BOLIVIA EN EL FLAR

- 
- 
- 
- 
- 
- 
- 
- 
- 

### LA RELACIÓN DEL FLAR CON EL BANCO CENTRAL DE BOLIVIA

Desde su creación, el Fondo Andino de Reservas y luego en su estructura y nombre actuales, de Fondo Latinoamericano de Reservas ha sido de gran utilidad para Bolivia, particularmente en cuatro ámbitos:

- a. Por los créditos otorgados por esta organización al país.
- b. Por la asistencia técnica recibida.
- c. Por las inversiones que el Banco Central de Bolivia ha realizado en el FLAR.
- d. Por los seminarios, cursos y pasantías dictados por esta organización, en los cuales participaron distintos funcionarios del BCB a lo largo de los años.

233

#### A. CRÉDITOS RECIBIDOS POR BOLIVIA

A partir de la década de los ochenta, el FLAR otorgó una decena de créditos a Bolivia que estuvieron dirigidos, en primera instancia, al apoyo a la Balanza de Pagos del país y, posteriormente, a cubrir necesidades de Liquidez que presentó Bolivia entre 1980 y 1992.

En este sentido, el FLAR desembolsó un total de USD 152 millones por créditos para la Balanza de Pagos y USD 433 millones por créditos de liquidez, haciendo un acumulado de USD 585 millones. Es importante indicar que estos recursos ayudaron en gran medida a mitigar *shocks* que pudieron haber tenido efectos muy adversos sobre la economía boliviana.



## B. ASISTENCIA TÉCNICA

El FLAR fue también útil al país a través de la prestación de asistencia técnica. En 2007, a solicitud del BCB, funcionarios del FLAR realizaron una visita al ente emisor que tenía como finalidad la realización de un diagnóstico de la Gestión de Inversión de las Reservas Internacionales. Para esto, el FLAR efectuó la revisión del marco legal para la administración de las reservas, la estructura de gobierno y el proceso de toma de decisiones en el BCB, la estructura y el propósito de los portafolios de inversión, la gestión de riesgos que conlleva la inversión de las reservas internacionales y la infraestructura en tecnología con la que contaba el BCB. Fruto de este diagnóstico, el FLAR realizó distintas recomendaciones que permitieron mejorar la eficiencia en el proceso de gestión de las reservas internacionales.

## C. INVERSIONES DEL BCB EN EL FLAR

234

Por otro lado, la relación entre Bolivia y el Fondo Latinoamericano de Reservas se ha dado a través de la inversión de parte de las reservas internacionales del país en el Fondo. En los últimos ocho años, entre 2006 y 2012, las transacciones del BCB con el FLAR alcanzaron un valor de USD 17.516 millones entre depósitos overnight, notas a plazo fijo emitidas por el FLAR (FLARFIX) y depósitos a plazo hasta de doce meses. Cabe mencionar que desde 2013 no se realizaron más inversiones debido a la importante disminución de las tasas ofrecidas por el FLAR.

## D. SEMINARIOS, CURSOS, PASANTÍAS

Finalmente, los funcionarios del Banco Central de Bolivia se beneficiaron de la oferta de distintos cursos, seminarios, pasantías y conferencias que ha dictado el FLAR. Participaron, las dos últimas décadas más de cincuenta funcionarios del BCB, quienes recibieron capacitación especializada para una mejor administración de las reservas internacionales.

Un factor adicional, que no tiene que ver con las actividades de carácter técnico del FLAR, es la cercanía que establece entre los presidentes de bancos centrales de los países miembros. Los presidentes anteriores, consultados

por el actual presidente del BCB, han expresado su satisfacción por el espacio de intercambio y conocimiento que siempre tuvieron las reuniones de directores de la institución.

### **CÓMO MEJORAR LOS SERVICIOS DEL FLAR**

Con base en la experiencia de relacionamiento entre las instituciones bolivianas y el FLAR, nos permitimos recomendar lo siguiente:

- Ampliar y optimizar los mecanismos para otorgar liquidez inmediata a los países miembros.
- Crear instrumentos financieros propios del FLAR (similares a los del Banco Internacional de Pagos, BIS en inglés) para que los países miembros puedan diversificar sus inversiones.
- Apoyar directa o indirectamente a los países miembros para poder realizar inversiones en instrumentos en los que se tengan restricciones internas en el ámbito técnico y/o legal.
- Propiciar reuniones periódicas de los responsables de la inversión de las reservas internacionales en los bancos centrales miembros, que analicen a profundidad temas de interés regional.
- Mantener e incrementar la asistencia técnica del FLAR a los países miembros.
- Finalmente, vale la pena velar por que la participación de funcionarios de los países miembros en el FLAR se acerque a la participación accionaria de los socios. ■





**DIEGO MARTÍNEZ**

**236**

El actual presidente del Directorio del Banco Central del Ecuador se desempeñó como subsecretario general de Ciencia, Tecnología e Innovación, en SENESCYT; subsecretario general de Planificación para el Buen Vivir; secretario del Consejo Nacional de Planificación; subsecretario general de Planificación y Desarrollo; subsecretario de Inversión Pública y subsecretario de Planificación, Políticas e Inversiones Públicas en SENPLADES. Integró los directorios de Petroecuador, Petroamazonas, Corporación Eléctrica del Ecuador, Consejo Nacional de Electricidad, Refinería del Pacífico, Empresa Pública Cementera, entre otros. Además, fue responsable de la elaboración del Código de Planificación y Finanzas Públicas, así como de la Ley de Control del Poder de Mercado. Es economista de la Pontificia Universidad Católica del Ecuador, y tiene una maestría en Economía del Desarrollo otorgado por el Institute of Social Studies (ISS) de los Países Bajos.

## ▪ ECUADOR EN EL FLAR

▪  
▪  
▪  
▪  
▪  
▪  
▪  
▪

▪ **P**ara la República del Ecuador el Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR) se ha constituido en un organismo estratégico, que ha contribuido, a través de su financiamiento en condiciones preferentes, al logro de los objetivos de la política económica del país, cuya instrumentación se ha realizado directamente con el Banco Central del Ecuador.

En relación con la administración de reservas internacionales, el FLAR es una instancia fundamental en la gestión de la tesorería internacional de esta institución. La calidad y eficiencia de sus servicios son aspectos importantes para la realización de las operaciones que requiere el Banco Central del Ecuador, lo cual ha permitido que prácticamente la totalidad de las transferencias internacionales se las realice a través de este organismo.

Su calificación y reconocido prestigio internacional han sido factores que le han permitido constituirse en una contraparte efectiva en la gestión de inversión de las reservas internacionales del Ecuador. Adicionalmente, el conocimiento técnico, en particular sobre la realidad económica y financiera de la región, ha posibilitado contar con asistencia técnica oportuna y con apoyo en el desarrollo de instrumentos metodológicos que den alertas tempranas sobre indicios de vulnerabilidad de la estabilidad macroeconómica de los países miembros.

Finalmente, la metodología aplicada en la votación del Directorio y en la Asamblea (cada país cuenta con un voto y una silla) le diferencian de otros organismos financieros internacionales, otorgándole una característica importante para los países miembros.



## MEJORAS EN LOS SERVICIOS QUE PRESTA EL FLAR

Se considera que el FLAR en lo futuro podría optimizar su servicio si enfoca su accionar en el mejoramiento continuo y sistematizado de la asistencia financiera que otorga a los países.

En la gestión de reservas internacionales se considera importante incrementar la gama de instrumentos financieros que permita a los bancos centrales de los países miembros mejorar los instrumentos para la gestión de liquidez.

Servicios financieros como la creación de mecanismos de financiamiento extraordinario de corto plazo, considerando las debidas seguridades y garantías para la recuperación de los recursos concedidos, permitiría a los países que hayan optado por líneas de crédito vigentes, contar con recursos contingentes para prevenir situaciones de contagio ante perturbaciones internas o externas.

238

Para impulsar el desarrollo regional se requiere que se establezcan servicios que posibiliten el incremento de los volúmenes de crédito, préstamos e inversiones en la región, que a su vez le permitirán constituirse como un organismo financiero referente para América Latina y el Caribe. Los elementos que podrían consolidar su fortalecimiento deberían estar encaminados a impulsar la integración regional, promover el uso de monedas locales a través de los sistemas de compensación de pagos, vincularse con emisores nacionales (bancos centrales y ministerios de finanzas) y supranacionales regionales, para reciclar el ahorro interno en el desarrollo de la propia región, en beneficio de su sostenibilidad económica y financiera.

Con el fin de consolidar la integración latinoamericana, el trabajo del FLAR debería orientarse al fortalecimiento de los mercados regionales para generar estructuras financieras sólidas y sostenibles. Por supuesto, para la consecución una arquitectura financiera regional es indispensable vincular e incorporar a más países miembros en el marco de los procesos de integración que llevan adelante instancias como la Unión de Naciones Suramericanas, UNASUR, y otros organismos regionales. ■







### FRANCISCO DE PAULA GUTIÉRREZ

Director académico del Programa de Liderazgo Empresarial en Desarrollo de INCAE. Ha sido profesor en la Universidad de Costa Rica. Decano (1991-1994) y director de la maestría en Economía Empresarial (1987-1990) para el Centro Latinoamericano para la Competitividad y el Desarrollo Sostenible. Ha sido presidente del Banco Central de Costa Rica, ministro de Hacienda, gobernador por Costa Rica para el Fondo Monetario Internacional, Banco Mundial, Banco Interamericano de Desarrollo, Banco Centroamericano de Integración Económica. En el ámbito privado, ha participado en varias juntas directivas. Cuenta con una licenciatura en Economía de la Universidad de Costa Rica y un doctorado en Economía de la Universidad de Pensilvania.

## ▪ EL FLAR: UNA BUENA DECISIÓN ▪ PARA COSTA RICA

▪  
▪  
▪  
▪  
▪  
▪  
▪

▪ **E**l 1° de setiembre del año 2000, Costa Rica se convirtió en el primer país no andino en adherirse al Fondo Latinoamericano de Reservas. Al hacerlo, abrió un camino que, al momento, también ha sido transitado por la República Oriental del Uruguay y está siéndolo por la República de Paraguay. La experiencia de Costa Rica, durante catorce años de membrecía, ha sido sin duda positiva y el FLAR se ha constituido en un apoyo importante para el manejo del riesgo externo en la economía costarricense.

Estuve ligado al FLAR, en mi calidad de presidente del Banco Central de Costa Rica, durante el período comprendido entre noviembre de 2002 y junio de 2010. Fueron años de mucho enriquecimiento institucional y personal, que apoyaron de manera directa e indirecta al diseño de la política monetaria y cambiaria del país. Las decisiones que se adoptaron se enmarcaron en un entorno complejo, no sólo por la crisis económica internacional, sino por las secuelas de las crisis financieras de los años ochenta y noventa en la capacidad de economías pequeñas y abiertas, como la costarricense, para tener acceso y disponer en tiempo oportuno de recursos externos que permitieran moderar el impacto eventual de restricciones financieras globales.

Los párrafos siguientes recogen mis reflexiones sobre la participación de Costa Rica en el FLAR y algunas sugerencias sobre temas que puedan facilitar un mayor involucramiento de otras naciones de América Latina en el Fondo. La primera sección resume las motivaciones que llevaron a Costa Rica a adherirse al Fondo, incluyendo una valoración de la experiencia después de catorce años de pertenecer a la institución. La segunda sección reflexiona sobre la capacidad del FLAR de atender a las necesidades de liquidez de los países miembros en momentos de crisis. La tercera se plantea el tema



de la ampliación del FLAR, mencionando algunos elementos a considerar para incrementar la membresía.

## **COSTA RICA Y EL FLAR: MOTIVACIÓN Y EXPERIENCIA**

La adhesión de Costa Rica al FLAR se gestó en medio de la secuela de crisis financieras de la segunda mitad de los años noventa. Después de las crisis del tequila (México, 1994), asiática (1997), rusa (1998) y su extensión hacia América Latina, la vulnerabilidad de economías pequeñas y abiertas, expuestas a efectos de contagio y enfrentando restricciones al acceso oportuno de recursos financieros, planteó un reto importante en la conducción de la política económica del país. El problema no era de desequilibrios financieros domésticos que forzaran ajustes macroeconómicos fuertes; el problema consistía en el riesgo de contagio de las crisis financieras, con eventual paralización súbita de los flujos de capitales requeridos para financiar el proceso de desarrollo.

242

La demanda de recursos y de atención para enfrentar la crisis por parte de las economías grandes de la región latinoamericana, dejaban bastante relegadas a las economías pequeñas, como la costarricense, en el acceso al apoyo de los organismos financieros tradicionales. Hay que recordar que, durante la segunda mitad de los años noventa, la política seguida por el FMI tendía a ser más estricta en cuanto al acceso al financiamiento y a la condicionalidad derivada para su uso. Así, para países como Costa Rica, el grado de incertidumbre ante los posibles embates de la crisis fue elevado.

La reacción de las instituciones internacionales a la hora de enfrentar las diferentes manifestaciones de las crisis financieras de los años noventa estuvo orientada a la atención de países grandes (“too big to fail”), más que hacia economías pequeñas, cuyos problemas no tenían consecuencias sistémicas (“too small to worry about”). Afortunadamente la dirección política cambió durante la gran recesión y el apoyo de los organismos financieros para países como Costa Rica fue oportuno y ágil, lo cual nos permitió blindar de mejor forma a nuestras economías.

En esas circunstancias, el Banco Central de Costa Rica, bajo el liderazgo de mi antecesor en el cargo, Dr. Eduardo Lizano Fait, empezó a explorar posibilidades de adhesión a instituciones financieras regionales que permitieran

un acceso relativamente rápido a recursos financieros, para paliar los embates iniciales del contagio, mientras se lograba armar el paquete completo de apoyo. Bajo esa óptica, el país miró hacia el sur y tocó las puertas receptivas del FLAR y de la Corporación Andina de Fomento.<sup>1</sup>

Desde luego que las razones que motivaron la adhesión al FLAR no se circunscribían a la posibilidad de contar con una primera línea de defensa ante una crisis financiera. El acuerdo de Junta Directiva del Banco Central de Costa Rica, mediante el cual se apoya la incorporación al Fondo, estableció claramente otras razones de conveniencia para la decisión. Entre ellas cabe destacar la posibilidad de mejorar la administración y rentabilidad de las inversiones de las reservas monetarias internacionales y el acceso a recursos para apoyar o finiquitar procesos de reestructuración de la deuda pública externa.

El tema del manejo de reservas es importante. Al cierre del año 2000 las reservas monetarias internacionales netas (RMIN) del Banco Central de Costa Rica ascendían a \$1.318 millones, equivalentes a 2,6 meses de importaciones de mercancías y 1,37 veces el saldo de la base monetaria. Dado el nivel relativamente bajo de la posición de reservas y al hecho que algunos de sus componentes tenían poca liquidez (parte de la deuda pendiente del Banco Central de Nicaragua, por ejemplo, se contabilizaba en las RMIN), su administración estaba concentrada en activos financieros de muy bajo riesgo y en carteras relativamente simples. La posibilidad de efectuar inversiones en el FLAR abría el espacio para canalizar algunos recursos financieros hacia carteras más sofisticadas, sin tener que disponer de la capacidad técnica o la experiencia para administrarlas. Eso, a su vez, permitía ir desarrollando la capacidad interna con el apoyo de los departamentos técnicos del FLAR.

La posibilidad de obtener financiamiento para apoyar o finiquitar procesos de reestructuración de la deuda y mejorar su administración de pasivos

1. Un atractivo interesante para Costa Rica en su relación con el FLAR es que su ciclo no guarda una correlación muy alta con los otros países miembros, exceptuando a Perú. Para el período comprendido entre el tercer trimestre de 2007 y el cuarto trimestre de 2011, la correlación de la variación mensual del *stock* de reservas entre Costa Rica y los países miembros del FLAR fue 0,1183 con Bolivia; 0,0193 con Colombia; -0,188 con Ecuador; 0,6431 con Perú; 0,2566 con Uruguay y -0,4869 con Venezuela. (Fuente: Levy Yeyati, Eduardo: *Fondo Latinoamericano de Reservas: Diagnóstico y Recomendaciones*. FLAR, Documento de discusión No. 2, diciembre de 2013).



abrió una ventana interesante al Banco Central de Costa Rica. En 2003 el Banco solicitó al FLAR un crédito por \$156 millones de dólares para ejercer la opción de prepago existente en la emisión de los Bonos Brady A, lo cual permitió reducir de manera significativa el costo financiero de esos pasivos. Este es el único préstamo que Costa Rica ha recibido del FLAR en los catorce años de membrecía en la institución. El apoyo financiero permitió, simbólicamente, cerrar el episodio de la crisis de la deuda, iniciado a principios de los años ochenta con la declaratoria del cese unilateral de pagos por parte del país.

Costa Rica se benefició, además, por el intercambio de conocimiento promovido por la institución, tanto en el campo del manejo de reservas monetarias internacionales como en el conocimiento de la problemática económica global y los retos para el diseño de la política económica para enfrentarla. En este sentido, la oportunidad de discutir este tipo de temas con la óptica de bancos centrales latinoamericanos ha sido muy enriquecedora. Los vínculos interinstitucionales, fortalecidos por la participación y la interacción de los gobernadores de los bancos en el directorio del FLAR, facilitaron la búsqueda y consecución de apoyo técnico mediante pasantías de nuestros funcionarios, en diversos temas puntuales, entre ellos la migración hacia un esquema de metas de inflación y un mayor grado de flexibilidad en el mercado cambiario.

En síntesis, creo que la participación de Costa Rica en el FLAR ha sido muy positiva. Es claro que al adherirse al Fondo el país hizo un esfuerzo grande de asignación de sus reservas monetarias internacionales. El compromiso inicial de suscripción de capital ascendió a \$125 millones, casi un 10% del total de RMIN de ese entonces, el cual se elevó rápidamente a \$234 millones, de los cuales al 30 de junio de 2002 el país había pagado \$129 millones. Pero la facilidad conocida como “línea de liquidez” redujo significativamente el riesgo de enfrentar limitaciones en su uso, pues el país tenía derecho a girar su capital suscrito y pagado contra la sola aprobación del presidente del Fondo.

Si además se considera que la rentabilidad obtenida por los aportes de capital al Fondo ha sido, en general, superior a la obtenida en el manejo particular de las reservas monetarias internacionales, dado el tipo de inversión autorizado por el banco central para el manejo propio de las reservas, la

decisión de ser miembros del FLAR fue acertada, no solo desde el punto de vista del manejo del riesgo y la vulnerabilidad financiera, que fue sin duda el elemento motriz en la decisión, sino desde el punto de vista financiero. El convencimiento interno de estos dos aspectos hizo que el país adelantara su suscripción de capital, no utilizando la totalidad del período de transición que se le había concedido a raíz de su incorporación, lo cual le permitió ponerse a la par de los países relativamente pequeños integrantes del Fondo, en ese tiempo, Ecuador y Bolivia, y ahora también Uruguay y Paraguay.

### **EL ACCESO A LOS RECURSOS: ¿HAY FONDOS SUFICIENTES?**

Uno de los retos permanentes del FLAR es la capacidad de reaccionar oportunamente ante las demandas de liquidez por parte de sus miembros. Esa es la principal razón de ser de la institución. Para ello, el FLAR cuenta con los recursos del capital suscrito y pagado, y con la posibilidad de apalancarse para incrementar el monto de disponibilidades. Al hacerlo, el FLAR puede obtener condiciones más ventajosas que las que pueden alcanzar cada uno de sus miembros en forma individual en los mercados financieros internacionales.

Esta ventaja se aprecia claramente en la calificación crediticia otorgada a la institución por las agencias internacionales especializadas. En efecto, a febrero de este año la calificación otorgada por Moody's a la deuda pública externa de largo plazo en dólares del Fondo era Aa2 y la asignada por Standard and Poor's, AA. Ambas calificaciones eran las más altas concedidas a los países de la región y a sus instituciones financieras, incluyendo a la Corporación Andina de Fomento (CAF) y al Banco Centroamericano de Integración económica (BCIE).<sup>2</sup> El hecho de estar la institución conformada por los bancos centrales los países miembros y haber mantenido una trayectoria nítida de recuperación y cobro de préstamos, aún en los momentos más difíciles de la crisis de la deuda externa durante la década perdida, constituye una de las fortalezas crediticias del FLAR.

El principio general que apoya al FLAR, como cooperativa de bancos centrales regionales, es que los países miembros no tienen el mismo ciclo

2. [www.flar.net](http://www.flar.net).



económico y financiero, lo cual permite reducir el riesgo de una demanda conjunta de fondos prestables que exceda la dotación del capital y las posibilidades de apalancamiento, fijadas de manera conservadora por la institución.<sup>3</sup> El segundo principio es que los montos a financiar bajo las modalidades crediticias correspondientes no pueden exceder, en el mejor de los casos, 2.5 veces el capital suscrito y pagado por el país miembro.<sup>4</sup>

Desde luego que si todos los países solicitaran simultáneamente el máximo de los recursos a los que tienen derecho conforme a las políticas de la institución, el Fondo no tendría la capacidad de satisfacer esas demandas sin recurrir a un mayor nivel de apalancamiento. Sin embargo, la probabilidad de un evento de esa naturaleza tiende a ser relativamente baja, dada las diferencias existentes en las características propias de cada uno de los países.

La historia reciente del FLAR apoya la última aseveración. En los últimos quince años el Fondo ha podido satisfacer, sin ninguna restricción financiera, los requerimientos de endeudamiento de los países con el propósito de enfrentar problemas de balanza de pagos. Claramente el momento más crítico de este período fue la etapa de restricción de liquidez global a raíz de la crisis financiera internacional. Pese al golpe generalizado que experimentaron los países miembros, el FLAR solo tuvo una operación de financiamiento.

Sin embargo, el hecho que no se haya presentado una demanda simultánea por parte de los países miembros durante la crisis internacional, no implica que la probabilidad que suceda sea nula. Por ello es importante considerar la posibilidad de establecer acuerdos contingentes con bancos centrales de países de mayor ingreso, tanto de la región como extra regionales, que faciliten el acceso a fondos prestables, en caso de una demanda en exceso a las posibilidades financieras de la institución.

Dos bancos centrales regionales que podrían participar en este tipo de iniciativa son los de México y de Brasil, que por el tamaño de sus economías

3. A diciembre de 2013, los pasivos totales del FLAR ascendían a \$3.423 millones mientras su patrimonio alcanzaba \$2,614 millones, una relación pasivo-patrimonio de 1,31 veces.

4. Esta razón se incrementa a 2.6 veces en el caso del Ecuador y del Estado Plurinacional de Bolivia.

y su nivel de reservas tendrían capacidad para actuar como prestamistas temporales, mientras los países finiquitan sus negociaciones con las instituciones financieras internacionales, particularmente el FMI. El monto de las facilidades no sería excesivo, en el tanto se mantenga el multiplicador aprobado (2,5 veces el capital suscrito y pagado), y llegaría, como máximo, a un total de \$4.000 millones.

### **AMPLIACIÓN DE MEMBRECÍA: ALGUNAS DIFICULTADES**

Dada mi experiencia favorable con el FLAR, me resulta difícil encontrar razones por las cuales un número mayor de países no se ha integrado al Fondo. Pero tiene que haberlas, tanto en países de tamaño relativo pequeño, para los cuales el potencial de financiamiento del FLAR es relevante, como en países relativamente grandes, para los cuales, posiblemente, es insuficiente. En el caso particular de Costa Rica, por ejemplo, el FLAR podría prestarle hasta un monto máximo cercano a \$600 millones. Como referencia, el acuerdo precautorio suscrito con el FMI durante la crisis financiera mundial ascendió a \$492 millones de DEG.

La eventual ampliación de la membresía del FLAR puede enfocarse en tres bloques de países: i) Brasil y México; ii) Chile y Argentina; y iii) los países relativamente pequeños de la zona Centroamericana y del Caribe (CAC). Por afinidad, voy a referirme a la situación de este tercer bloque.

Creo existen algunos factores que pueden limitar a los bancos centrales de países pequeños de CAC a buscar su incorporación a la institución. El primero puede ser la carencia de información relevante para los tomadores de decisión, máxime cuando la adhesión del país no depende únicamente de los bancos centrales sino de la aprobación legislativa. Algunos países pueden percibir al FLAR como una iniciativa más de naturaleza suramericana que latinoamericana, dado que hasta el momento Costa Rica es el único país no suramericano en la institución. Esta percepción podría cambiar si México se incorporara al FLAR.

Conozco esfuerzos de la Presidencia del Fondo con algunos de ellos, incluyendo la invitación para participar en foros y seminarios especializados. Pero parecen no ser suficientes. Una estrategia de focalización, identificando aquellos países en los cuales se está interesado invitar a adherirse, contando



además con el apoyo de países miembros, puede contribuir a avanzar en el proceso de expansión.

El segundo elemento se relaciona al monto del aporte inicial, el cual no es trivial y puede constituir un porcentaje importante de las reservas monetarias internacionales de algunos de los países. Suponiendo se deba pagar un monto equivalente al de los países miembros de menor tamaño relativo (\$237,4 millones), ese aporte representa 4,5% de las reservas netas de República Dominicana, 12,0% de las reservas de El Salvador y 3,3% de las de Guatemala, países que a mi criterio serían, junto a Trinidad y Tobago, candidatos potenciales para incorporarse al FLAR. Dado que la normativa vigente del FMI no permite contabilizar el aporte al FLAR como parte de las RMIN, el adherirse al Fondo tiene un impacto visible en el nivel de reservas. La negociación con el FMI para cambiar la norma de registro de los aportes puede ser un elemento catalizador para avanzar en el proceso de incorporación de un mayor número de países.

248

El tercer elemento se refiere a la agilidad de los procesos de aprobación de los apoyos financieros, el cual también es clave para los países relativamente grandes, aunque en estos el monto total que puede brindar el FLAR pierde importancia relativa, dado el tamaño de las economías. Es claro que el uso de los recursos propios es muy rápido. Pero la obtención de otras líneas de apoyo no necesariamente lo es. Y es la rapidez en la toma de decisiones la que puede constituirse en una ventaja competitiva importante para el FLAR, al constituirse en la primera línea de batalla para enfrentar crisis financieras. Para poder mantener el rigor en la aprobación de los créditos y la agilidad requerida por los países, el FLAR debe mantener, dentro de sus actividades normales, un análisis continuo de las economías y sus principales riesgos con visión prospectiva.

### UNA REFLEXIÓN FINAL

El FLAR ha sido muy exitoso en sus primeros 35 años de existencia. Pero para poder serlo en los próximos 35 años requiere crecer y aumentar su importancia relativa en América Latina, convirtiéndose en la primera línea de fuego de la región ante una crisis financiera. El Fondo debe convencer a los países grandes de la región, Brasil y México, de la importancia de su

participación en la institución, como apoyo a una estrategia de estabilidad financiera regional. Debe también incorporar a países medianos, como Chile y Argentina y extender la membresía a economías pequeñas de Centroamérica y el Caribe, en el tanto mantengan condiciones financieras sanas. Al hacerlo, sin embargo, requiere cambiar su esquema de gobierno para darle la agilidad necesaria a la toma de decisiones y reconocer el peso relativo de sus socios. Encontrar la mezcla apropiada de representatividad y agilidad no es fácil y puede destruir el sentido cooperativo vigente en la institución, que ha sido uno de los aspectos claves en sus logros durante estos siete lustros. ■





### **RODRIGO BOLAÑOS**

Presidente del Banco Central de Costa Rica desde junio de 2010 al 8 de mayo de 2014. Ocupó la Presidencia Ejecutiva del Fondo Latinoamericano de Reservas entre 2008-2010. Ya había ocupado la Presidencia del Banco Central de Costa Rica en 1995-98 y la Gerencia General de esa institución en 1985-86. Fue ministro de Hacienda (1989-90) y viceministro de esa cartera (1984-85). Consultor de alto nivel del BID, Banco Mundial, USAID y PNUD en Costa Rica, y otros países latinoamericanos. También ha sido profesor de economía en la Universidad de Costa Rica, Universidad Nacional de Heredia y Universidad de Chile, y ha servido en varias juntas directivas de instituciones públicas y privadas costarricenses. Obtuvo el doctorado de la Universidad de Chicago en 1982. Realizó estudios de licenciatura en Economía en el Instituto Tecnológico Autónomo de México entre 1968-73. Ha publicado varios artículos sobre temas económicos y financieros.

## ▪ EL FONDO LATINOAMERICANO ▪ DE RESERVAS Y COSTA RICA

▪ **C**osta Rica fue el primer país latinoamericano fuera del área andina que se unió al Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR), que se había creado originalmente en 1978 como el Fondo Andino de Reservas. Al celebrar el FLAR sus 35 años de existencia, es importante que Costa Rica repase y reconozca los beneficios de pertenecer a esta institución.

Costa Rica ratifica el Convenio Constitutivo del FLAR en agosto del 2000 y lo hace, primordialmente, como una manera de fortalecer su blindaje financiero frente a los riesgos, volatilidad y vulnerabilidad de la liquidez de su balanza de pagos. En ese sentido, las líneas de liquidez del FLAR serían, y son, un complemento a sus reservas monetarias internacionales y a la disponibilidad de otros recursos para hacer frente a problemas de balanza de pagos, en particular, del Fondo Monetario Internacional (FMI) y otros organismos multilaterales.

Dicho de otra manera, para Costa Rica, su participación en el FLAR representa una especie de seguro frente a los riesgos de iliquidez de su balanza de pagos. Sus beneficios no son solo apalancar sus activos externos cuando se materialicen algunos de los riesgos que se cubren. Más bien, el principal beneficio se deriva simplemente de tener disponible los recursos de las diferentes líneas que le ofrece el FLAR, se usen o no.

El solo hecho de que las líneas de crédito para apoyar la liquidez externa estén disponibles, aunque no se utilicen, permiten al país, en tanto siga políticas económicas consistentes con la estabilidad y el crecimiento económicos, que los agentes económicos, nacionales y extranjeros, que actúan en él perciban una situación económica más estable de lo que sería si no se tuviera el acceso a esos recursos. Esa percepción puede ayudar a que el país enfrente menores primas por riesgo macroeconómico y pague tasas



de interés más bajas sobre el fondeo externo. Ese menor costo se traduciría, también, en tasas de interés domésticas más bajas.

Es claro que ese seguro que representa el FLAR para sus países miembros como Costa Rica tiene, como cualquiera otro seguro, sus limitaciones. La más importante, en el caso del FLAR, está relacionada con las probabilidades de que varios de sus países miembros se vean afectados simultáneamente por eventos externos que les reduzcan su liquidez externa y les haga demandar a la vez liquidez del FLAR que, obviamente, tiene fondos limitados.

Por esa razón, el hecho de que los principales indicadores macroeconómicos externos de Costa Rica tengan una correlación negativa o baja con los de los otros países miembros, permite esperar que exista una baja probabilidad al hecho de que nuestro país demande recursos del FLAR en el mismo momento que otros países miembros. Esto obedece, principalmente, a que las economías de los otros países que en la actualidad son miembros del FLAR tienen un mayor componente de exportaciones e inversión extranjera en los sectores de las llamadas *commodities* de lo que ocurre en Costa Rica. Esto hace que varios de los componentes del comercio exterior y flujos de capitales externos de Costa Rica y el resto de los países miembros del FLAR tengan ciclos y enfrentes *shocks* diferentes en el tiempo.

Evidentemente, el blindaje financiero de un país es un complemento y no un sustituto de políticas macroeconómicas que promuevan la estabilidad y el crecimiento económico. Los recursos para enfrentar problemas de liquidez externa no deben estar disponibles para financiar o servir de reserva contingente para los efectos de políticas fiscales o monetarias que produzcan los problemas de liquidez externas. Más bien deben apoyar políticas macroeconómicas estables y sostenibles en el largo plazo.

Por ello, en forma similar, aunque no igual, a las regulaciones de otros organismos similares, los estatutos del FLAR prevén que los créditos que otorgue a un país miembro, especialmente cuando lo haga por encima del aporte patrimonial, deben darse en condiciones donde el FLAR verifique una razonable capacidad de repago de esos créditos. En la práctica, una ventaja del FLAR es que en su historia de 35 años ninguno de sus países miembros ha dejado de pagarle créditos que les haya concedido, aun y cuando hayan dejado de pagar a otros acreedores. Al FLAR se le trata, de hecho, como acreedor preferente.



El FLAR no tiene una política de condicionalidad de políticas macroeconómicas para conceder sus créditos. Eso permite que sus desembolsos puedan darse de manera más rápida a lo que podría ocurrir para algunos países con las líneas de liquidez de, por ejemplo, el Fondo Monetario Internacional. En algunos casos, y eso fue una de las ventajas que Costa Rica vio al considerar su unión al FLAR, un país podría ver las líneas de liquidez del FLAR como “puentes” antes de negociar, acordar y desembolsar recursos del FMI.

Otros de los importantes beneficios que Costa Rica ha derivado de su membresía del FLAR tienen que ver con los servicios financieros, de asesoría, foro de discusión y capacitación que ofrece, que no son exclusivos para los países miembros. El FLAR no solo recibe depósitos de bancos centrales latinoamericanos, sino que la muy buena experiencia que ha adquirido a lo largo del tiempo en la inversión de sus activos en los mercados internacionales de primera línea y donde ha gozado de una muy alta calificación como emisor ocasional de deuda, le ha servido para ofrecer a instituciones públicas de Latinoamérica servicios de administración de carteras de inversión en esos mercados. Este servicio no es solo uno de los objetivos de la institución (“Mejorar las condiciones de inversión de las reservas internacionales efectuadas por los países miembros”), sino que ha ayudado a instituciones a ingresar a mercados más sofisticados de la mano de una entidad neutral y con probada capacidad y experiencia.

El FLAR también ha servido de manera muy útil a los bancos centrales miembros a ganar experiencia en el manejo de sus reservas internacionales, dado que ha sido posible que en algunas áreas el FLAR lidere, por ejemplo, en el uso de nuevos instrumentos financieros de inversión que algunos bancos centrales individualmente tendrían más dificultad en utilizarlos.

Los foros de discusión (seminarios, conferencias, talleres) y capacitación del FLAR constituyen valiosos centros de diálogo sobre políticas monetarias, fiscales, cambiarias y de supervisión financiera, entre otros tópicos. Esto permite a funcionarios de los gobiernos de sus países miembros no solo compartir experiencias entre ellos sino que con especialistas académicos y profesionales del más alto nivel. Costa Rica se ha beneficiado mucho de participar en estas actividades del FLAR.

En los últimos años el FLAR ha estado discutiendo y promoviendo una mayor membresía entre los países latinoamericanos, esfuerzo que Costa



Rica ha apoyado. Probablemente, desde el punto de vista de las líneas de liquidez externa, el FLAR es un organismo que podría atender adecuadamente a los países que no son los grandes de América Latina (Brasil, México), pero aun estos pueden derivar beneficios de participar en la institución y apoyar a otros países de menor tamaño relativo, en aras de que tengan una mejor protección frente a los vaivenes de sus balanzas de pagos.

Para Costa Rica, el ampliar la membrecía de la institución, no solo permitiría que eventualmente se realicen modificaciones en los tamaños máximos de las líneas de crédito para que los niveles de apalancamiento de los aportes de capital puedan ser mayores a los actuales, sino que se podría tener mayor diversificación de la base de recursos de la institución, disminuyendo las probabilidades de que varios países demanden recursos simultáneamente.

Por todo lo anterior, el FLAR ha sido una institución que ha cumplido su papel de ayudar a Costa Rica a tener un mejor blindaje internacional. Además, le ha apoyado en el entendimiento de los temas afines a la banca central y el manejo de la liquidez externa, así como de las políticas adecuadas para preservar su buen funcionamiento económico. ■







**ALBERTO GRAÑA**

Actual presidente del Banco Central del Uruguay, al que ingresó en 1994 y se desempeñó como jefe de la Mesa de Negociaciones Internacionales, gerente de área de Operaciones Internacionales, gerente de División Operaciones, gerente de Política Monetaria y Operaciones, y gerente de Política Económica y Mercados. Actualmente es profesor titular grado 5 de Macroeconomía y Finanzas Públicas en la facultad de Ciencias Económicas y de Administración de la Universidad de la República. Asimismo ha publicado diversos trabajos de investigación económica. Egresado de la Universidad de Lund en Suecia, donde cursó estudios de maestría y doctorado.

## ▪ URUGUAY EN EL FLAR

▪  
▪  
▪  
▪  
▪  
▪  
▪  
▪

**E**l reconocimiento de la importancia del Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR) en la región ha sido creciente en los últimos años en virtud de su significativo apoyo al sostén de la estabilidad monetaria y financiera de sus países miembros, y de ser este un organismo referente en materia de gestión de activos y pasivos.

El FLAR, como institución pionera en materia administración de fondos de reservas internacionales soberanas en América Latina, ha desempeñado un papel relevante en los momentos que sus miembros lo han requerido, al ser el único organismo regional dedicado al apoyo y financiamiento de la balanza de pagos de estos países.

Su contribución a la estabilidad económica y mejoramiento de la posición externa de sus países miembros ha sido importante para el fortalecimiento de la cooperación regional al contribuir desde su rol como fondo de reservas a la generación de una base que permite favorecer el desarrollo y profundizar la integración de las economías latinoamericanas.

En efecto, en momentos de inestabilidad de los mercados financieros internacionales, la administración total o parcial de las reservas de los países miembros en un fondo común opera como mecanismo de protección financiera y asistencia crediticia, especialmente en aquellos casos en que los impactos de dichas volatilidades no son simétricos.

Las economías de los países emergentes están expuestas a las crisis financieras y la volatilidad en los mercados internacionales, por lo que es destacable el rol estabilizador del FLAR en la región. En ese sentido, el organismo contribuye a enfrentar estos choques externos, minimizando los impactos y evitando el contagio intrarregional.

A su vez, las crisis financieras pueden ocasionar desequilibrios de diferente magnitud en la balanza de pagos, por lo que el acceso a un financiamiento



regional, es un recurso especialmente importante a la hora de afrontar restricciones externas ya que permite contar en forma oportuna con liquidez internacional.

Más allá de cuál sea la causa, estas crisis terminan afectando en mayor medida a los sectores más vulnerables de una economía si esta no cuenta con los instrumentos adecuados que le permitan protegerse. En este sentido un organismo de las características del FLAR agrega un valor indiscutible a la estabilidad regional y nacional de los países que lo componen.

### UN POCO DE HISTORIA

El FLAR y Uruguay iniciaron sus primeros contactos —que culminarían con la membrecía de nuestro país— en 2005. El ingreso de Uruguay como miembro pleno del FLAR se efectiviza en mayo de 2008. Pocos meses después habría de desatarse la crisis financiera global.

258

La membrecía de Uruguay se efectiviza en un contexto de consolidación de la estabilidad monetaria y financiera del país, en un período de altas tasas de crecimiento económico.

Sin perjuicio de ello, el ingreso al FLAR permitió reforzar la red de seguridad del sistema financiero uruguayo ante el riesgo de eventuales salidas de capital abruptas —que no se materializaron— mediante la posibilidad de obtener líneas de crédito contingentes.

En esta breve referencia al proceso que culminó con el ingreso de mi país al FLAR me permitiré expresar algunas reflexiones fruto de las vivencias del suscrito al trabajar con quienes componen el *staff* permanente del FLAR.

Al final del día y más allá de los tratados y lo manuales, la historia de las instituciones la hacen las personas; desde lo individual y lo colectivo.

En ese sentido, la historia del FLAR —que lo ubica en un lugar importante en la región— está íntimamente ligada al aporte de sus administraciones, de sus presidentes ejecutivos, de su excelente *staff* técnico y de todos sus funcionarios.

Es por esa razón que parece apropiado que en el contenido de este libro conmemorativo se haga explícito el reconocimiento al papel fundamental del *staff* del FLAR en el proceso de fortalecimiento que esta institución ha experimentado, en particular en los últimos diez años.

## EL CRECIENTE PAPEL DEL FLAR EN LA REGIÓN

El ingreso de Uruguay al FLAR es parte de un proceso ininterrumpido de consolidación y fortalecimiento de la institución. En efecto, en los últimos años el organismo ha estrechado sus vínculos con sus países miembros, con países no miembros, así como otros organismos multilaterales e internacionales.

En lo referente a las diferentes actividades del Fondo, merece nuevamente ser destacada la calidad y el profesionalismo de la gestión de activos y pasivos que los servicios técnicos del FLAR llevan a cabo. En todos los procesos de dicha gestión se percibe un permanente esfuerzo por alinearse a las mejores prácticas en la materia.

## GESTIÓN DEL CONOCIMIENTO

En materia de gestión del conocimiento; el programa de seguimiento macroeconómico de las economías de sus países miembros, desarrollado por el organismo, ha sido un importante aporte en su relación con los distintos bancos centrales.

En este marco las visitas técnicas recibidas en Uruguay y la facilitación del diálogo periódico con técnicos de otros países de la región han sido especialmente valorados como instrumentos de transferencia y colectivización de la información, enmarcados en la gestión del conocimiento en la banca central.

Las jornadas anuales de estudios económicos constituyen importantes foros de análisis e intercambio de ideas y visiones con respecto a temas de relevancia para la banca central.

En ese contexto también se incluyen los programas de capacitación focalizados en temáticas de relevancia para la administración de reservas internacionales tales como la gestión de riesgos, los modelos de optimización financiera y de asignación estratégica de activos.

También es importante hacer mención a la transferencia de tecnología que genera el organismo hacia sus miembros. En particular, es de destacar el profesionalismo con que se realizan eventos de diverso tipo, incluyendo seminarios de capacitación de muy alto nivel técnico en Colombia y en la región en general.



El FLAR ha desarrollado, además, un importante y exitoso esfuerzo en lo referente a la capacitación de otros servicios técnicos vinculados a la gestión de reservas internacionales. Tal es el caso de los eventos de capacitación para las asesorías jurídicas de los bancos centrales así como la creación de redes de abogados. En agenda se encuentra extender la capacitación a las auditorías de la gestión de reservas internacionales.

En materia de **gobierno corporativo** se ha observado un proceso de mejora continua como fruto del cual el FLAR ha experimentado un importante fortalecimiento institucional.

De cara al futuro uno de los principales desafíos del FLAR para lograr una mayor diversificación de riesgos y un fortalecimiento patrimonial pasa por la incorporación de nuevos países.

De esta forma, aumentaría probablemente la ausencia de correlación entre la situación de balanza de pagos de sus miembros y la disponibilidad de fondos para asistir a países en caso de ser necesario.

Vinculado al eventual ingreso de nuevos países, parece deseable que el FLAR mantenga a nivel de su Directorio la regla de un país, un voto. Este mecanismo ha sido a nuestro entender uno de los pilares en lo que ha descansado la gobernanza de la institución.

También en lo referente al funcionamiento del FLAR, es bueno recordar que una de sus fortalezas ha sido y es la estrecha y respetuosa relación de los miembros del Directorio entre sí y de este con la administración. Ello constituye un activo intangible de enorme valor que debe ser preservado.

Se vislumbran como temas relevantes de la agenda del FLAR la implementación, como mecanismos de contribución al análisis y difusión del conocimiento, de misiones in situ en sus países miembros, la instrumentación de foros periódicos de discusión sobre temas de Gestión de Reservas, el avance en la estructuración de productos de protección y asistencia financiera, y un mayor énfasis en la venta de productos estructurados de interés para la gestión de activos de los países miembros. ■







### JORGE CORVALÁN

Jorge Corvalán es representante de Paraguay ante el FMI desde septiembre de 2013. Corvalán se desempeñó como presidente del Banco Central del Paraguay, desde 2008 hasta agosto de 2013.

También fue técnico del área económica en el BCP por más de quince años. Posteriormente, fue director del Departamento de Economía Internacional y Director del Gabinete Técnico del Ministerio de Industria y Comercio. Ha ejercido la docencia en las áreas de Economía Monetaria, Economía Internacional y Finanzas Internacionales.

## ▪ PARAGUAY EN EL FLAR

▪  
▪  
▪  
▪  
▪  
▪  
▪  
▪  
▪

▪ **P**araguay es un país de economía pequeña y abierta, por tanto expuesta a los *shocks* derivados de cambios que se producen en el mundo, tanto los buenos como también los malos. El proceso de aprendizaje a convivir en un mundo globalizado, se hizo sentir con fuerza en Paraguay desde mediados de los años noventa. Las turbulencias económicas regionales y mundiales pusieron a prueba los mecanismos mitigadores de *shocks* con los que, por entonces, contaba el país. La experiencia fue aleccionadora, el sistema económico necesitaba de mayores mitigadores ante shocks adversos y de mejores amplificadores que potencien los *shocks* positivos. El camino por recorrer para lograr satisfacer la exigente demanda de la población de mejoras en su calidad de vida, es aún largo, pero muchas debilidades detectadas en la política económica están siendo abordadas.

El país vigorizó el proceso de ordenar su macroeconomía hace once años, proceso que formalmente arrancó a finales del 2003, con la firma de un acuerdo precautorio con el Fondo Monetario Internacional. Los resultados del fortalecimiento macroeconómico se resumen en mejoras de las cuentas fiscales y un panorama más cómodo para iniciar la migración de la política monetaria a un esquema de metas de inflación, iniciativa que formalmente arranca en el 2011, ocho años más tarde.

Sin variar su esquema vigente de presión tributaria baja, se pasa a un proceso de mayor inclusión de contribuyentes para mejorar los ingresos fiscales (IVA 10%, impuesto a las corporaciones 10% y, desde el 2012, impuesto a la renta personal 10%). Se mejora y ajusta el Presupuesto General de la Nación, transparentando sus gastos y justificando mejor los mismos, además de buscar el perfeccionamiento del desempeño institucional a través del fortalecimiento organizacional.



El trabajo de construcción de mecanismos que ayuden a mitigar los *shocks* negativos y amplificar los *shocks* positivos que beneficien al país, es permanente. En este contexto, ya rigen i) la Ley de Responsabilidad Fiscal aprobada en el 2013 para orientar el comportamiento del fisco en el mediano y largo plazo; y ii) la Ley de Participación Pública Privada para ampliar y modernizar la infraestructura necesaria, y reducir los costos de transporte y logística; además de la supervisión constante del sistema financiero local, del mantenimiento de niveles de endeudamiento público relativamente bajos, del tipo de cambio flexible en un único mercado libre, del sistema de precios de bienes y servicios que responden a la oferta y la demanda, por enumerar los principales.

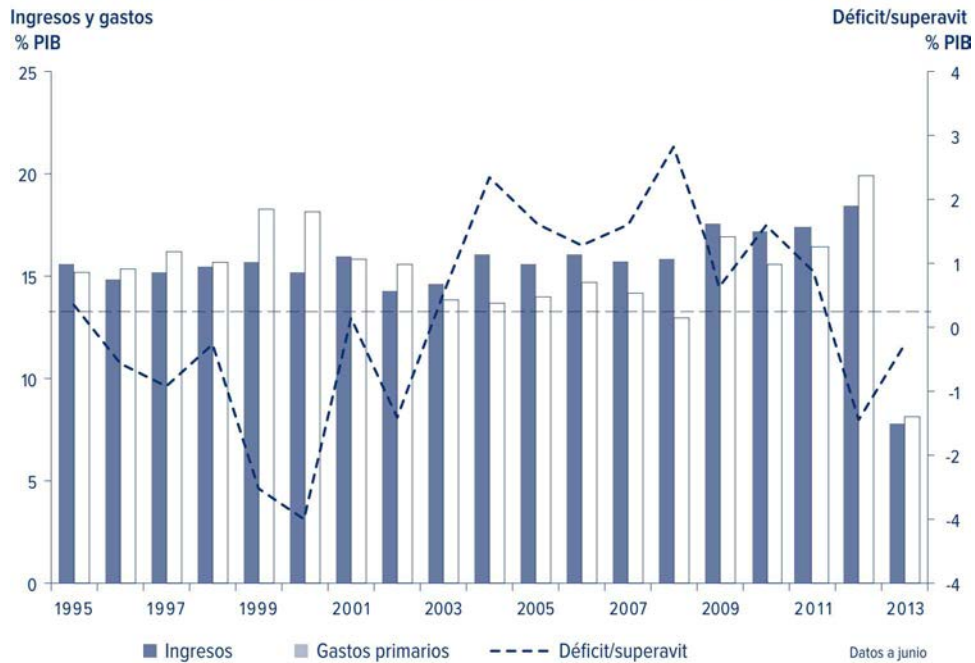
Luego de un lapso de inestabilidad política que se inició en 1998 y se agudizó entre 1999 y el 2002, en agosto del 2003, con la asunción de un nuevo Gobierno constitucional, resultado de elecciones ciudadanas directas, se recupera la situación de estabilidad. Asumieron las autoridades con objetivos prioritarios de elevar el bienestar de la población mediante el combate a la pobreza extrema. Iniciaron así un período acelerado de ordenamiento institucional para mejorar la gestión pública.

Entre las primeras reformas financieras caben destacar, la creación: i) del Fondo de Garantía de Depósitos, que otorga cobertura a los depositantes pequeños para precautelar sus fondos; y ii) de la Agencia Financiera de Desarrollo, una banca de segundo piso que aglutinó a varias instituciones que tenían objetivos y fines muy similares. Con esto se instaló el ambiente propicio para generar los créditos a mediano y largo plazos (inexistentes en el pasado cercano) que hoy día han aumentado hasta llegar a quince años de plazo en moneda doméstica.

Como se observa en el Gráfica 1, el Paraguay logra revertir el resultado fiscal deficitario a uno superavitario de manera consecutiva por varios años (2004-2011), sin aumento en los niveles de impuestos, resultado de las reformas de gestión y de nuevas legislaciones tributarias y aduaneras. En este proceso de mayor orden interno y consistencia en la política macroeconómica de largo plazo.

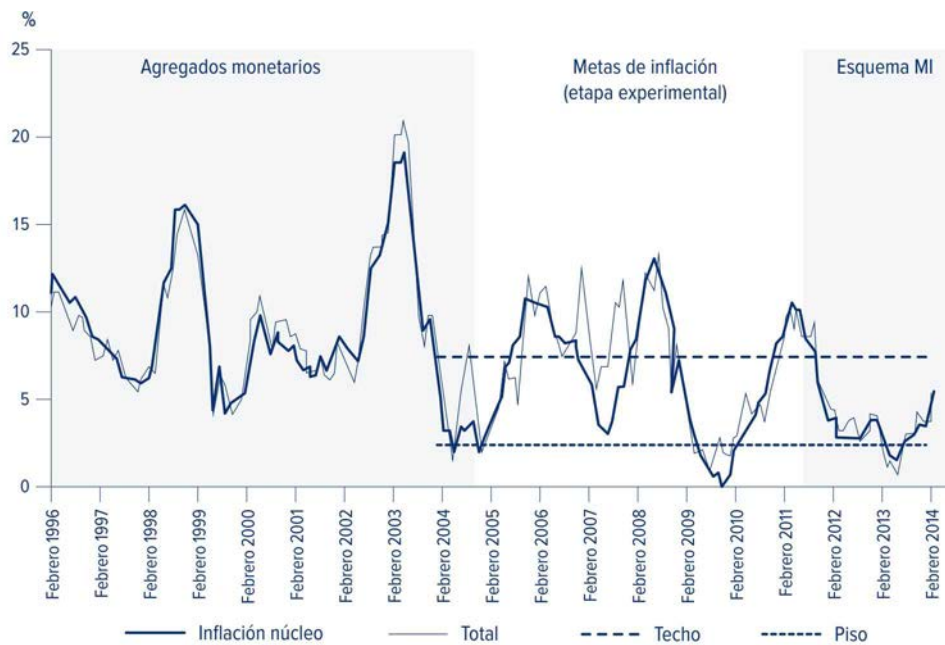
El proceso del caso paraguayo para realizar este tipo de reformas se debió, en primer lugar, al logro de un consenso amplio de varios sectores. Se firmó en 2003 una Agenda Interinstitucional entre el Poder Ejecutivo, el Poder

GRÁFICA 1. RESULTADO PRIMARIO DEL GOBIERNO CENTRAL



265

GRÁFICA 2. INFLACIÓN





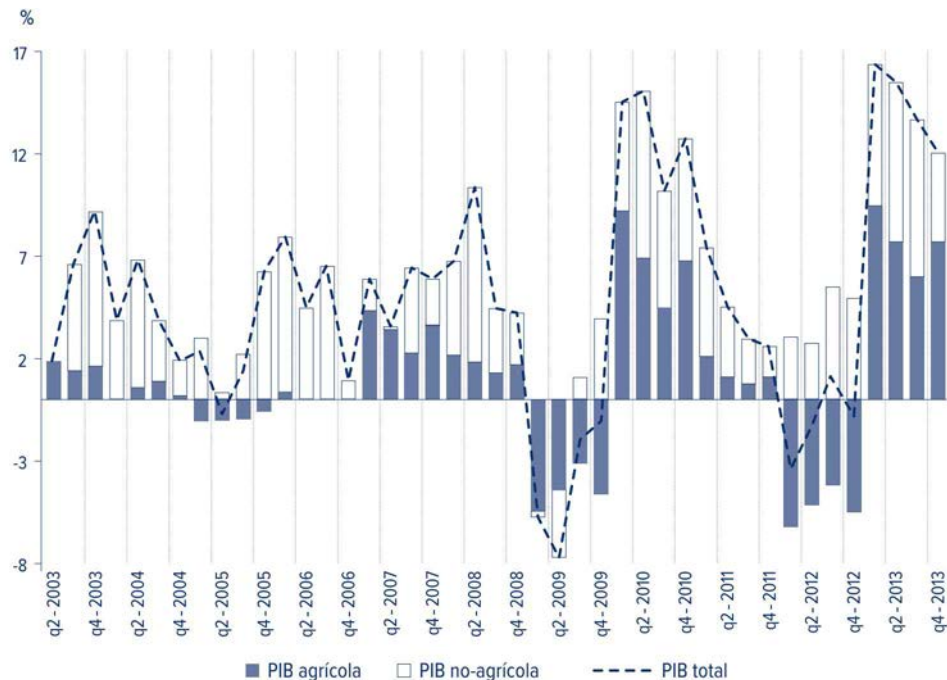
Legislativo y los partidos políticos, con objetivos claros para contribuir al desarrollo del país. Entre las reformas que se han implementado, gracias a este acuerdo, algunas fueron: la reforma de la Caja Fiscal (sistema de pensiones público), para eliminar paulatinamente el déficit fiscal; la adecuación fiscal antes comentada; el código aduanero; la reestructuración de la deuda pública; un mejor gerenciamiento de la banca pública; y un sistema de control más estricto de empresas públicas. Al mismo tiempo, se firma un acuerdo con bancos y financieras locales para la reprogramación de la deuda interna.

En el 2011, luego de varios años de estudios y asimilación de la experiencia internacional, el Banco Central del Paraguay comunica el inicio de la implementación de un esquema de metas de inflación. Se establece como meta una inflación del 5%. Con la adopción del esquema de política monetaria se refuerza el compromiso de cumplimiento del mandato legal de la banca central de velar por la estabilidad del nivel general de precios en todo momento, así como del propósito de establecer una comunicación más fluida con los diferentes agentes económicos, y de transparentar el proceso de toma de decisiones de política monetaria. Con el respaldo y la colaboración de organismos multilaterales y de bancos centrales de la región, se logró implementar en Paraguay este nuevo esquema de gestión de la política monetaria.

Se puede observar en la Gráfica 2 la trayectoria de la inflación anual, bajo un esquema de agregados monetarios, luego, bajo el esquema de metas de inflación (de manera experimental) y a partir de 2011, bajo un esquema de metas de inflación explícita. En esta serie, cuyo lapso abarca aproximadamente dieciocho años, se observa que la volatilidad de esta variable se reduce a partir del 2011. Desde ese año la acción comunicacional de la banca central se refuerza paulatinamente y las bondades del ancla monetaria es mejor comprendida por los agentes económicos.

Finalmente, cabe destacar que durante la última década se experimentó una importante volatilidad en el Producto Interno Bruto (PIB) en Paraguay, originada en gran medida por el cambio climático. Así el sector agrícola, cuya participación es relevante en el PIB, soporta importantes volatilidades derivados de las sequías como las inundaciones que impactan de gran manera el desempeño de este sector, tal como se puede observar en el comportamiento del PIB en los años 2009 y 2012 respectivamente (Ver Gráfica N° 3).

GRÁFICA 3. COMPORTAMIENTO DEL PRODUCTO INTERNO BRUTO



FUENTE: Banco Central de Paraguay.

267

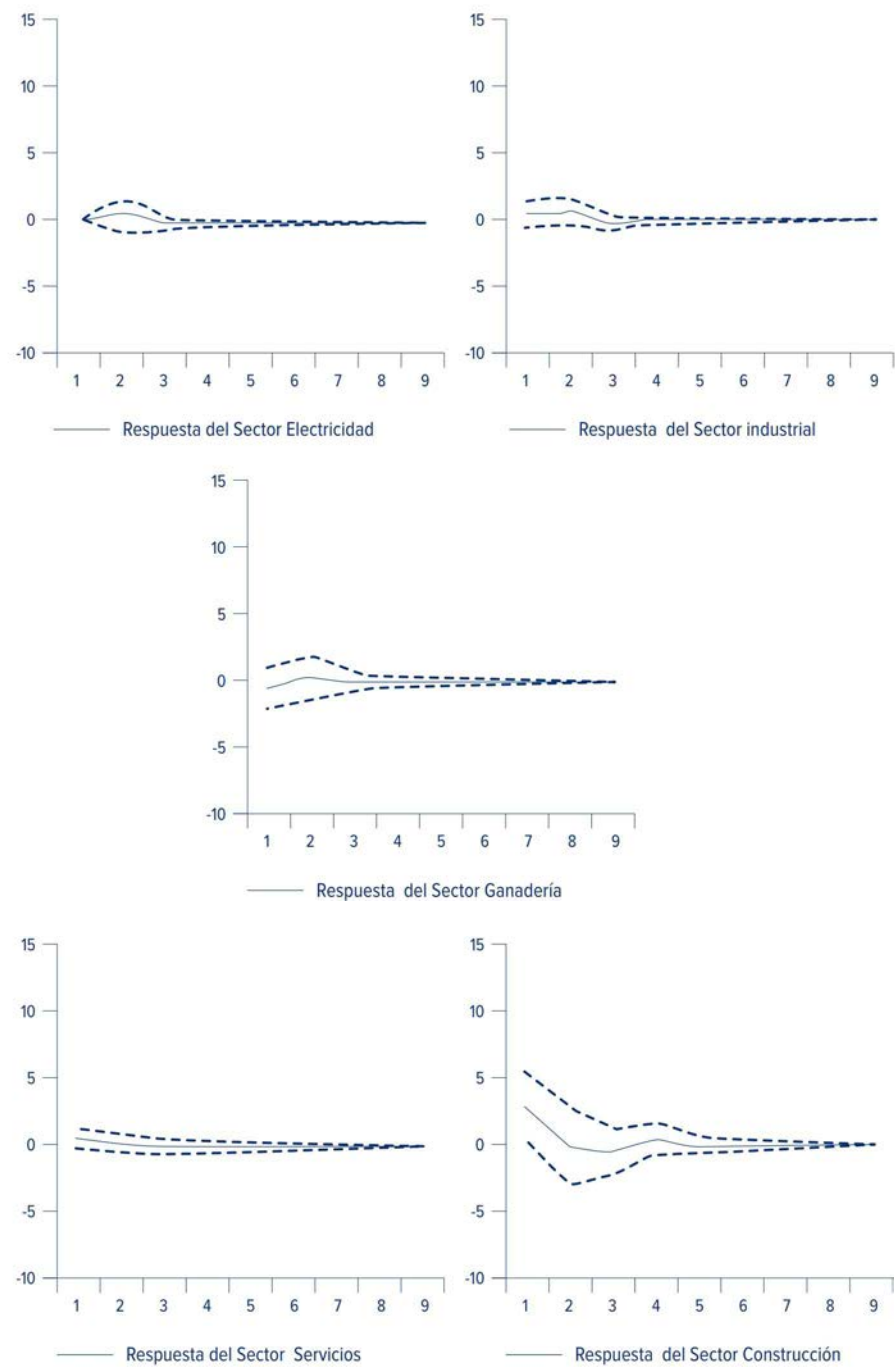
Sin embargo, dicha volatilidad en el PIB no se extendió al resto de la economía por el bajo efecto derrame del sector agrícola. Basándonos en una reciente presentación del gobernador del Banco Central del Paraguay,<sup>1</sup> se ilustra a continuación una serie de gráficas que indican la respuesta de diferentes sectores como el de electricidad, la industria, la ganadería, los servicios y la construcción, ante *shocks* en la agricultura (Ver Gráfica N° 4).

En ese sentido, la Ley de Participación Pública-Privada aprobada en 2013, que responde a una lógica de ampliación y modernización de la infraestructura del país necesario para mitigar la volatilidad del PIB en el mediano plazo. Proyectos de carreteras, puentes, redes eléctricas, sistemas modernos de irrigación de suelo, mejoramiento de la logística, aeropuertos, entre otros apuntan a la mitigación de la volatilidad del PIB a través de una

1. Carlos Fernández Valdovinos, *Paraguay: Walking towards investment grade*, mayo 2014.



GRÁFICA 4. EFECTO DERRAME DEL SECTOR AGRÍCOLA SOBRE OTROS SECTORES.



FUENTE: Banco Central de Paraguay.

mayor diversificación de la economía y la generación de valor agregado en aquellos productos que hoy gozan de altos niveles de competitividad. Con esta nueva herramienta, se pretende reducir los costos de transporte y logística, fomentar la integración física de los mercados de bienes y servicios, y generar las condiciones para la mayor diversificación de la economía.

#### **RAZONES POR LAS CUALES SE SOLICITA EL INGRESO DE PARAGUAY COMO MIEMBRO DEL FLAR**

En el contexto descripto, las autoridades económicas de Paraguay han identificado al Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR) como una institución que podría cooperar con el sistema económico paraguayo a mitigar las turbulencias económicas regionales e internacionales mediante fuentes de financiamiento de acceso ágil ante eventuales desequilibrios de Balanza de Pagos. Además, el FLAR ayudaría a amplificar los *shocks* positivos, como el producido por el aumento de las reservas internacionales en Paraguay, con instrumentos seguros para la inversión y como un foro de difusión del funcionamiento de las economías, así como de armonización de políticas monetarias y financieras en el marco de la integración latinoamericana.

Los objetivos del FLAR respondían a las necesidades puntuales de Paraguay, según se puede leer en el resumen de su Convenio Constitutivo, a saber: i) acudir en apoyo de las balanza de pagos de los países miembros; ii) contribuir a la armonización de las políticas cambiarias, monetarias y financieras de los países miembros; y iii) mejorar las condiciones de las inversiones de reservas internacionales efectuadas por los países miembros.

Sin ninguna duda, Paraguay está conectado al mundo y ello le hace susceptible a *shocks* positivos y negativos como los que se reflejan en los precios internacionales de los *commodities*, las volatilidades del tipo de cambio y las interconexiones con el mercado financiero internacional, principalmente a través de la banca (el mercado de capitales es aún incipiente en Paraguay). De ahí la importancia de contar con más alternativas y/o instrumentos financieros para hacer frente a dichas situaciones, que pudieran afectar el normal desarrollo de la economía y el bienestar de sus ciudadanos. La idea central es siempre mitigar los *shocks* negativos y amplificar los *shocks*



beneficiosos al país, mediante mecanismos que organismos multilaterales como el FLAR puede brindar.

Las autoridades económicas en Paraguay entendieron que los mitigadores de riesgo a nivel macro serían más efectivos en la medida que los inversionistas locales y extranjeros logren diferenciar, con mayor facilidad, las fortalezas y las debilidades particulares de nuestros países, y es aquí donde el FLAR tendría un rol adicional que desempeñar: convertirse en un referente internacional de varios países de la región.

El FLAR cuenta con un programa de seguimiento macroeconómico de la economía de los países miembros, organiza conferencias internacionales y facilita el diálogo periódico entre técnicos con video conferencias mensuales. Todo esto se traduce, afortunadamente, en una nueva fuente de información a inversionistas locales e internacionales, organismos multilaterales, así como a empresas calificadoras de riesgos.

Con el contexto general descrito, tenía muy buen sentido que Paraguay solicitara su ingreso al FLAR, cuya estructura de gobierno simple, con sólido prestigio regional y reforzado por su trayectoria crediticia, facilitaron la toma de decisión para solicitar la membrecía. A esto se han sumado las actividades desarrolladas por la administración del FLAR, gracias a sus visitas periódicas a Paraguay, las que motivaron un mayor acercamiento y conocimiento de los beneficios que la organización ofrece a sus asociados.

270

### **¿EL FLAR TIENE CAPACIDAD DE ATENDER LAS NECESIDADES DE LIQUIDEZ DE SUS MIEMBROS EN MOMENTOS DE CRISIS?**

El Paraguay aún no participa en los órganos de administración del FLAR, pues para su membrecía oficial y efectiva, requiere que finalice en el Congreso Nacional el procedimiento de autorización legal. Dicho procedimiento se encuentra dentro de los tiempos normales de presentación, debate y votación en el Poder Legislativo. Sin embargo, de la información disponible, se puede afirmar que justamente uno de los atributos positivos del FLAR -destacados en varios trabajos presentados por importantes investigadores-, lo constituye su capacidad operativa de respuesta rápida a las solicitudes de sus miembros y la flexibilidad en el otorgamiento de los recursos.

### ¿QUÉ DEBERÍA HACER EL FLAR PARA BRINDAR APOYO MÁS EFECTIVO A SUS MIEMBROS?

Como fondo regional, el FLAR podría formalizar una relación de trabajo estrecho con el Fondo Monetario Internacional (FMI), Banco Mundial (BM), Banco Interamericano de Desarrollo (BID), entre otros, y convertirse en el referente de varios países de la región. Para lograr esa relación, se podría preparar una agenda de cooperación y de coordinación conjunta que se active ante la ocurrencia de eventos adversos en la región. Un reciente ejemplo de cooperación y coordinación se produjo entre un fondo regional y el FMI, a través de la Comisión Europea, con el Fondo Europeo de Estabilización Financiera y el Banco Central Europeo. La experiencia podría calificarse positiva. En ese sentido, existe una realidad que pensamos debería facilitar la propuesta y es que, todos los países miembros del FLAR son miembros del FMI, BM, BID y todos buscan, junto a otros objetivos, mitigar los *shocks* adversos y potenciar los *shocks* positivos. Si bien es más fácil proponer la idea que ejecutarla, lograr la formalización de una relación de cooperación y coordinación entre un fondo regional y otros organismos multilaterales, es posible.

A la fecha existe en el seno del FLAR, la interesante discusión de ampliar la membrecía de la organización y así aumentar el tamaño del fondo. De acuerdo a la discusión, la ampliación de la membrecía tendría como consecuencia alterar el mecanismo actual de gobierno del FLAR (un país equivale a un voto en los órganos de administración).

Al sumarse economías grandes de América Latina (Brasil y México, por ejemplo) es de suponer que este mecanismo variará. La flexibilidad y rapidez en el otorgamiento de recursos del FLAR, se basa en que los niveles de exposición al riesgo de crédito están acotados a niveles tolerables para sus miembros actuales.

Tal como viene operando el FLAR en la actualidad, no requiere el despliegue de un mecanismo complejo para determinar si un miembro es o no elegible para el otorgamiento de recursos en casos de necesidad. Tampoco requiere el despliegue de una unidad compleja para la supervisión y seguimiento del crédito. Al fin de cuentas, el FLAR goza de una estructura de gobierno simple. De esa manera, la ganancia en la ampliación de la membrecía, se daría a costa de sacrificar algún grado de flexibilidad y rapidez en el otorgamiento de recursos que hoy dispone el FLAR (uno de los atributos positivos).



A la fecha, el FLAR goza de la categoría de Acreedor Preferente de facto. El grado de involucramiento y sentido de pertenencia de sus miembros ha garantizado al Fondo el reembolso total y en tiempo de los créditos otorgados. Estas características hacen que la discusión en el seno del FLAR se vuelva muy interesante.

### **¿POR QUÉ NO HA AVANZADO CON MAYOR RAPIDEZ EL PROCESO DE AMPLIACIÓN DE MEMBRECÍA?**

El proceso para que Paraguay se incorpore como país miembro del FLAR ha sido impulsado positivamente desde el Banco Central del Paraguay y sigue de acuerdo a los plazos legales vigentes en el país. La última instancia será la aprobación de la Ley por el Congreso Nacional, que autorice la incorporación del país como miembro pleno del organismo regional.

Para ilustrar los pasos necesarios para la ampliación de membrecía al FLAR, como ejemplo he aquí el orden cronológico de los eventos ocurridos en Paraguay.

272

A principio del 2012, se inicia la etapa de averiguaciones con el FLAR para que la República del Paraguay pueda incorporarse como país miembro del mismo. El 4 de julio de 2012, a través de la Nota PE-061/12, el FLAR realiza la invitación formal para iniciar el proceso de incorporación de la República del Paraguay al organismo. Como respuesta a la solicitud, el Directorio del BCP emite la Resolución 19, Acta 41, del 18 de setiembre de 2012, autorizando al presidente y al gerente general de la institución a suscribir una nota para solicitar la adhesión de la República del Paraguay al FLAR. Dicha Resolución fue comunicada al FLAR por nota BC/P N° 155, del mismo día 18 de setiembre de 2012.

El propio 18 de setiembre de 2012, por medio de la Nota PE-114/12, el FLAR comunica la inclusión de un punto adicional en la agenda de la reunión ordinaria del Directorio y en la agenda de la xxvi Reunión Extraordinaria de la Asamblea de Representantes del FLAR, a fin de solicitar la aprobación de la adhesión de la República del Paraguay al Convenio Constitutivo del FLAR.

El 24 de setiembre de 2013, por Nota PE 112-13 de la Presidencia Ejecutiva, el FLAR comunica que en sesión extraordinaria del Directorio y de la Asamblea de Representantes del mismo, se aprobó por unanimidad la

incorporación de la República del Paraguay como 8° país miembro pleno de dicho organismo internacional.

Por tanto, de acuerdo a sus atribuciones, la Asamblea del FLAR, según el Artículo tercero del Acuerdo 174, ha aprobado la modificación del Artículo 5 del Convenio Constitutivo incluyendo a la República del Paraguay entre los socios plenos del Organismo, autorizando, además, la ampliación del Capital Suscrito del FLAR hasta USD 3.609.375.000, debido a que por su calificación de país de tamaño relativo pequeño, la República del Paraguay deberá suscribir como capital la suma de USD 328.125.000.

Luego de dicha aceptación, y en cumplimiento al Artículo 3° de la Resolución 19, Acta 41 del Directorio del Banco Central del 18 de septiembre de 2012, se ha presentado un proyecto de ley, con la correspondiente exposición de motivos, sobre la adhesión de la República del Paraguay al FLAR. Este proyecto de ley fue aprobado por el Directorio del Banco Central del Paraguay a través de la Resolución 2, Acta 11, del 18 de febrero de 2014.

Por nota BC/P 047 del 7 de marzo de 2014, se ha remitido al Ministerio de Hacienda el proyecto de ley con su exposición de motivos para su consideración y remisión al Poder Ejecutivo, a fin de completar el mecanismo oficial de traslado para su presentación al Congreso de la Nación.

Con la Nota 88 del presidente de la República del Paraguay, Horacio Cartes, refrendado por el Ministro de Hacienda, el 5 de mayo de 2014 fue presentado al Congreso Nacional el proyecto de ley “Que aprueba el Convenio Constitutivo del Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR) del 10 de junio de 1988 y su modificación y la incorporación de la República del Paraguay como país Miembro del FLAR”.

En conclusión, la velocidad en la ampliación de la membrecía, en el caso paraguayo, responde a dos factores: el primero, el convencimiento de las autoridades económicas del país, que los esfuerzos realizados para lograr una mejor integración regional justifican los beneficios de su membrecía en el FLAR. En este punto, será relevante la actividad de mantener las visitas periódicas de la Administración del FLAR con las autoridades económicas (llámense ministros de Hacienda, gobernadores y subgobernadores de Bancos Centrales) en todos los países de América Latina y de Centroamérica. El segundo factor, las normativas institucionales de cada país. Sobre este punto quedó detallado un recuento cronológico puntual del proceso en Paraguay.



### ¿QUÉ SE PODRÍA HACER AL RESPECTO?

En el caso paraguayo, la lógica fue bastante simple. El Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR) fue identificado por las autoridades económicas de Paraguay como una institución que ayudaría al sistema económico paraguayo a mitigar las turbulencias económicas regionales e internacionales, a lo que se suma que el FLAR ayudaría a amplificar *shocks* positivos, al convertirse en un nuevo vehículo seguro de inversión de las reservas internacionales. Además, al ser el FLAR un referente internacional por su involucramiento en la región, brindará información confiable -tanto a inversionistas locales y extranjeros- sobre las fortalezas y debilidades de sus miembros y podría mitigar la ocurrencia de movimientos bruscos en los mercados de capitales, gracias a la posibilidad de disponer tal información para la oportuna identificación de situaciones de cambio. ■







### **JOSÉ DARÍO URIBE**

José Darío Uribe es gerente general del Banco de la República de Colombia desde enero de 2005. Previamente, ha sido gerente técnico y subgerente de Estudios Económicos de esta institución. También ha sido asesor económico de la Federación Nacional de Cafeteros, jefe de la Unidad de Programación Global del Departamento Nacional de Planeación de Colombia, docente de la Universidad Javeriana y de la Universidad de Los Andes. Cuenta con un doctorado en Economía de la Universidad de Illinois, y una M.S en Economía de esta universidad. Es economista de la Universidad de los Andes y de la Universidad de Antioquia, y Administrador de Empresas de la Universidad EAFIT.

[illegible]

277

La CAF es una historia muy exitosa de institución regional. De los cinco socios iniciales ha pasado ahora a estar conformada por catorce países de América Latina (grandes, medianos y pequeños), dos de la región Caribe y dos de Europa, y por catorce bancos privados. Es una de las mayores fuentes de financiamiento multilateral de América Latina y es la institución líder en la región en el impulso y financiamiento de proyectos de infraestructura y energía. El FLAR también se ha expandido, aunque de manera más limitada.



En la actualidad cuenta con siete miembros; los cinco países andinos fundadores (dentro de los cuales hay tres de tamaño mediano en la región), Costa Rica que ingresó al grupo en 2000 y Uruguay en 2008. Paraguay será miembro activo a partir de 2014. Como veremos luego, en sus años de existencia el FLAR ha apoyado a todos sus países miembros, excepto Uruguay.

Si bien el FLAR ha venido fortaleciéndose y consolidándose, es un hecho que los avances de la CAF en las dos décadas pasadas han sido superiores. Ello a pesar de que ambas instituciones basan su éxito en algunas características comunes. Primero, su proceso de aprobación de los créditos es ágil, gracias en gran medida a que sus directorios están compuestos por los representantes directos de las instituciones (bancos centrales y ministerios de finanzas o hacienda). En el caso particular del FLAR, su esquema de gobernabilidad, de una silla y un voto por país, le ha dado gran agilidad a la toma de decisiones de asistencia financiera hacia los países solicitantes, los cuales tienen los mismos derechos de acceso al crédito, independiente del capital aportado y el tamaño de su economía.

278

Adicionalmente, como no tiene una condicionalidad de políticas macroeconómicas para conceder sus créditos, el FLAR tiene ventaja frente a otras opciones de acceso a financiamiento que existen a nivel global, cuyos programas de condicionamiento son muchas veces severos y la discusión entre las partes hace que los recursos no estén disponibles en períodos cortos de tiempo. Esto permite que sus desembolsos sean más rápidos que, por ejemplo, las líneas tradicionales de liquidez del Fondo Monetario Internacional.

Segundo, la CAF y el FLAR gozan de prestigio internacional y alta calificación crediticia. El grado de inversión con que cuentan sobrepasa al de todos los países miembros y les permite acceder con facilidad a recursos en el mercado internacional de capitales. Esto, que en parte se debe a que nunca un país miembro ha dejado de honrar sus obligaciones con ellas, les da un estatus frente a sus acreedores, capacidad para diversificar el riesgo (Ocampo y Titelman) y posibilidad de apalancar recursos a más bajo costo destinados a sus países miembros.

En tercer lugar, las dos entidades han jugado un papel contracíclico útil. Por ejemplo, en la crisis de las economías emergentes que tuvo lugar durante la segunda mitad de los noventa y en la más reciente de los países

industrializados, la CAF y el FLAR mantuvieron abiertas sus líneas de crédito e incluso las ampliaron para sus países miembros, mientras que otras fuentes de crédito se estrecharon o cerraron para algunas economías. Sus líneas de crédito se complementan con otras opciones de financiamiento existentes en el mundo (FMI, Banco Mundial), lo que en su conjunto da a los países miembros y a sus autoridades económicas la tranquilidad para poder desarrollar una política monetaria enfocada en alcanzar la estabilidad de precios y la estabilidad financiera necesarias para el crecimiento económico sostenido.

Como es de esperar, el financiamiento del FLAR ha estado concentrado en épocas de crisis (para mayor detalle, véase Ocampo y Titelman [2012]). Durante la década de los ochenta, todos los países miembros del FLAR (los países andinos) hicieron uso de sus facilidades aunque en momentos diferentes. Otros años en los cuales hubo un extenso uso de los recursos de la institución fueron 1998 y 1999 después de la crisis en Asia y coincidiendo con la crisis en Rusia. En 2005 y durante la reciente crisis (2009), Ecuador utilizó la facilidad de crédito de balanza de pagos y recientemente tuvo un nuevo crédito aprobado. En las tres oportunidades las razones para dichas solicitudes han estado asociadas más a factores internos que externos. Ecuador y Costa Rica han utilizado la línea de reestructuración de la deuda, cada uno en una ocasión que no coincidía con crisis internacional.

En el caso específico de Colombia las facilidades del FLAR fueron empleadas en épocas de crisis externas con el fin de contribuir a estabilizar la economía. En los ochenta, por ejemplo, Colombia demandó recursos de las líneas de liquidez y de balanza de pagos por USD 664 millones. Posteriormente, en 1999, en medio de una profunda crisis económica y financiera, accedió a la facilidad de préstamos de contingencia del FLAR por USD 375 millones y de liquidez por USD 125 millones. Esa ha sido la única vez en que la línea de crédito de contingencia del FLAR ha sido empleada por alguno de sus miembros. Si bien Colombia no desembolsó los recursos, el acceso al FLAR le permitió ganar tiempo para, de un lado, preparar la estrategia de flexibilización del régimen cambiario, ya que la tasa de cambio estaba siendo objeto de ataques especulativos y, de otro, formalizar un acuerdo con el FMI dirigido a obtener un préstamo de balanza de pagos por un monto cercano a los USD 3.000 millones.



En otras palabras, el FLAR ha brindado un importante soporte a sus miembros a lo largo del tiempo, por lo cual el número de países que lo conforman ha crecido en este siglo. Sin embargo, sus posibilidades de expansión y de generación de impacto son todavía enormes. Por ejemplo, varias economías pequeñas de la región con condiciones financieras sanas podrían obtener los beneficios de ser parte del FLAR. Para ellas el monto de recursos al que podrían acceder como miembros del FLAR es significativo, con lo cual su acceso potencial o real a las facilidades del Fondo reduce su vulnerabilidad externa e influye de manera positiva sobre el riesgo-país, y el costo de su deuda. Además, los préstamos serían a un costo relativamente bajo y con mayor rapidez que en otros organismos internacionales. Por último, el FLAR les ofrece apoyo y capacitación de alta calidad en el manejo de las reservas internacionales.

Entre las economías de la región de tamaño medio, solo Argentina y Chile no son miembros del FLAR en la actualidad. Al igual que le ocurre a Colombia, el monto de recursos disponibles hoy es una pequeña proporción de su economía y de su nivel de reservas internacionales. En esas condiciones podría parecer a primera vista que los beneficios de ser parte del FLAR son bajos. Sin embargo, estarían contribuyendo a desarrollar una red de estabilidad financiera regional. En la medida que la interconexión comercial y financiera entre los países de la región ha aumentado, la mayor estabilidad financiera de las economías pequeñas beneficia a todos y contribuye a avanzar en la integración regional. Lo mismo puede decirse de Brasil y México, economías grandes con estrechos lazos comerciales y de inversión con algunos países de la región, que actualmente hacen parte de la CAF, pero no del FLAR. Estos países podrían, además, fortalecer el liderazgo como bloque ante otras instancias internacionales con el uso de una proporción muy baja de sus reservas internacionales.

Uno de los objetivos de la ampliación del FLAR debe ser facilitar la incorporación de países pequeños, para lo cual es necesario levantar algunas barreras de acceso. En particular, algunos países interesados en ser miembros del FLAR ven un enorme obstáculo a su membrecía en las disposiciones contables del Fondo Monetario Internacional, que se oponen a que los aportes en dicha institución puedan ser considerados parte de las reservas internacionales, entre otros limitantes.

Ampliar la membresía del FLAR permitiría expandir las líneas de crédito y elevar los niveles de apalancamiento de los aportes de capital, así como una mayor diversificación a la base de recursos de la institución. Esto último disminuiría las probabilidades de que varios países demanden recursos simultáneamente. De igual manera, un FLAR con mayor capital podría trabajar en su propio financiamiento aprovechando una buena reputación en los mercados financieros internacionales. En ese sentido podría establecer líneas de crédito de organismos multilaterales y bilaterales de crédito, lo cual le ayudaría a desempeñar mejor su función de provisión de liquidez en épocas de crisis.

Dado que el FLAR podría aportar aún más a la estabilidad macroeconómica y financiera de la región con un mayor número de países miembros, quienes estamos seguros de sus aportes debemos trabajar para “vender” la utilidad de la institución ante instancias económicas y políticas de otros países. De esa forma, forjaremos una entidad con mayor peso y liderazgo regional, de gran impacto y de la cual todos los países, sin diferenciación por tamaño, obtendrían grandes beneficios. ■

## REFERENCIAS

- Titelman D., Vera C., Carvallo P. y, Caldentey E. (2014), *Hacia una cobertura regional más amplia de un fondo de reservas*. CEPAL. Serie Financiamiento para el Desarrollo.
- Ocampo, J. A., y Titelman, D. (2012), “Regional monetary cooperation in Latin America”. *ADB Working Paper Series*. N° 373. Tokio: Asian Development Bank Institute, agosto.





## ▪ ÍNDICE

▪  
▪  
▪  
▪  
▪  
▪  
▪

### A

Acuerdo de Cartagena, 141, 195, 277.  
 Acuerdo Monetario Marco  
 Norteamericano, NAFA, 181, 182.  
 África, 56, 147.  
 Agencia Financiera Alemana, 147.  
 Agosín, Manuel, 164, 165, 167, 168, 169.  
 Alemania, 32.  
 Alianza Bolivariana para América,  
 ALBA, 35, 37, 43, 44.  
 Alianza del Pacífico, 15, 17, 33, 35, 37, 45.  
 Alta Comisión Panamericana, 67.  
 Alta Comisión para los Asuntos  
 Financieros, 67.  
 América Latina, 32, 34, 37, 39, 40, 43, 44,  
 45, 47, 48, 49, 52, 53, 54, 55, 56, 57, 58,  
 59, 63, 64, 65, 66, 67, 68, 69, 70, 71, 72,  
 73, 74, 75, 76, 77, 79, 81, 82, 86, 88, 93,  
 112, 117, 137, 138, 141, 143, 148, 153,  
 157, 169, 170, 196, 203, 204, 210, 211,  
 238, 241, 20, 22, 25, 28, 271, 273, 277.  
 Américas, 38, 41, 42, 44, 45.  
 Arab Accounting Dinar, AAD, 147.  
 Área de Libre Comercio de las Américas,  
 ALCA, 37, 41, 42, 43, 44, 45.  
 Argentina, 33, 34, 39, 41, 42, 44, 48,  
 58, 67, 80, 85, 87, 112, 121, 142,  
 186, 188, 208, 247, 249, 280.  
 Aruba, 208.

Asean Macroeconomic Research  
 Office, AMRO, 182.  
 Asia, 33, 53, 56, 119, 131, 142,  
 146, 147, 181, 26.  
 Asia Oriental, 153.  
 Asian Development Bank  
 Institute, 231, 281.  
 Asociación de Economistas de América  
 Latina y el Caribe, LACEA, 208.  
 Asociación de Naciones del Sudeste  
 Asiático, ASEAN, 146, 153, 156.  
 Asociación Latinoamericana de  
 Integración, ALADI, 34, 15, 224, 28.  
 Convenio de Pagos y Créditos  
 Recíprocos, 156.  
 Asociación Latinoamericana de Libre  
 Comercio, ALALC, 15, 16, 31, 277.  
 Asset-Backed Securities, ABS, 96, 98.  
 Atlántico Norte, 153, 162, 165, 168.

### B

Bagehot, Walter, 65.  
 Banco Africano Desarrollo  
 Integración África, EENI, 155.  
 Banco Asiático de Desarrollo, 155.  
 Banco Central de Bolivia, BCB,  
 229, 231, 233, 234, 235.  
 Banco Central de Costa Rica,  
 241, 242, 243, 244.



Banco Central de Japón, 175.  
 Banco Central del Ecuador, 237.  
 Banco Central del Paraguay, 266, 267, 272, 273.  
 Banco Central de Reserva del Perú, 216.  
 Banco Central Europeo, BCE, 106, 112, 131, 132, 133, 134, 157, 174, 182, 271.  
 Banco Centroamericano de Integración Económica, BCIE, 245.  
 Banco de Inglaterra, 64, 65.  
 Banco de Japón, 83.  
 Banco de la República de Colombia, 27, 63, 77, 177, 208, 216, 219.  
 Banco de los BRICS, 156.  
 Banco de México, 88.  
 Banco de Pagos de Basilea, 112, 113.  
 Banco de Pagos Internacionales, BIS, 208.  
 Banco Europeo de Inversiones, 155.  
 Banco Europeo de Reconstrucción y Desarrollo, 155.  
 Banco Interamericano de Desarrollo, BID, 17, 18, 20, 34, 49, 50, 51, 64, 73, 76, 77, 84, 113, 126, 155, 153, 163, 188.  
 Banco Islámico de Desarrollo, 155.  
 Banco Mundial, BM, 17, 18, 24, 49, 51, 64, 69, 70, 76, 84, 112, 113, 125, 145, 155, 162, 163, 271, 279.  
 Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento, 69.  
 Bernanke, Ben, 68, 77.  
 Bértola, Luis, 68, 71, 77.  
 Bini Smaghi, Lorenzo, 114.  
 Blyde, Juan S., 15.  
 Bolaños, Rodrigo, 14, 19.  
 Bolivia, 39, 44, 48, 55, 120, 160, 145, 158, 160, 161, 162, 183, 181, 184, 188, 196, 205, 216, 218, 223, 224, 225, 226, 227, 228, 229, 230, 231, 233, 13, 19, 197, 28, 243, 245, 246, 277.  
 La Paz, 231.

Bolsa de Bogotá, 68.  
 Bonos Brady A, 244.  
 Borensztein, Eduardo, 93, 99.  
 Boughton, James M., 92, 99, 226, 231.  
 Brasil, 32, 33, 39, 42, 43, 44, 48, 55, 58, 67, 80, 83, 85, 98, 112, 122, 123, 125, 127, 142, 165, 166, 168, 177, 178, 184, 185, 186, 187, 188, 208, 211, 246, 247, 248, 254, 271, 280.  
 Bretton Woods, 91, 92.  
 BRICS, 132.  
 Bruno, Valentina, 98, 99.  
 Bulmer-Thomas, Victor, 66, 67, 68.  
 Bush, George W., 42.

## C

CAF, Banco de Desarrollo de América Latina, 33, 47, 48, 49, 50, 51, 52, 53, 54, 55, 56, 57, 58, 64, 76, 84, 126, 149, 162, 163, 183, 188, 208, 243, 245, 17, 18, 280, 20.  
 Caldentey, Esteban, 281.  
 Caliari, Aldo, 154, 170.  
 Calvo, Guillermo A., 81, 82, 85, 87, 90, 14, 93, 21, 97, 98, 99, 100, 173.  
 Calvo, Sara, 91.  
 Camdessus, Michel, 153.  
 Canadá, 34, 41.  
 Quebec City, 42.  
 Caribe, 40, 44, 167, 15, 18, 18, 25, 25, 238.  
 Carrasquilla, Ana María, 13, 19.  
 Carvalho Pablo, 281.  
 Centroamérica, 15, 17, 25.  
 Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, CEMLA, 208.  
 Chailloux, Alexandre, 110, 114.  
 Chávez, Hugo, 42, 43.  
 Chile, 33, 41, 43, 48, 55, 64, 70, 80, 85, 87, 88, 119, 176, 177,

- 183, 188, 208, 17, 247, 23.  
Santiago de Chile, 170, 231.
- China, 43, 73, 146, 151, 153, 174, 184, 185, 186, 212, 230.
- China Investment Corporation, 185.
- Chipre, 131, 133, 148.
- Cláusulas de Acción Colectiva, CAC, 83.
- Clinton, Bill, 41.
- Colombia, 33, 34, 39, 40, 41, 43, 44, 48, 55, 63, 64, 65, 68, 70, 71, 72, 85, 120, 125, 127, 158, 160, 161, 162, 177, 179, 181, 183, 184, 186, 188, 13, 17, 19, 19, 22, 26, 27, 216, 218, 219, 243, 197, 277, 279, 280.
- Cartagena, 40.
- Comisión Económica para América Latina y el Caribe, CEPAL, 38, 41, 144, 154, 169, 170, 208, 231, 281.
- Comisión Europea, 131, 132, 133, 271.
- Comité de Basilea, 119.
- Comité Latinoamericano de Asuntos Financieros, CLAAF, 83, 87, 126, 127, 165, 163, 166, 168, 169, 28, 187.
- Comunidad Andina de Naciones, CAN, 19, 41, 43, 57, 160, 58, 161, 181, 224, 15, 277.
- Comunidad de Estados Latinoamericanos y Caribeños, CELAC, 34.
- Comunidad del Caribe, CARICOM, 15, 40, 41.
- Comunidad Europea, 43, 174, 175.
- Conferencia Financiera Panamericana, 66.
- Consejo de Asistencia Económica Mutua, COMECOM, 44.
- Consejo de Cooperación del Golfo, 156.
- Consenso de Washington, 79, 80.
- Consorcio de Países de Centroamérica, 64.
- Convenio Constitutivo, 48, 50.
- Corea, 32, 83, 98, 184.
- Corea del Sur, 146, 153.
- Corporación Minera de Bolivia, 226.
- Corredor Mesoamericano, 16.
- Corvalán, Jorge, 14, 19.
- Costa Rica, 48, 158, 161, 162, 183, 181, 184, 188, 196, 205, 208, 216, 241, 242, 243, 244, 247, 13, 251, 252, 253, 254, 19, 197, 278, 279.
- Crisis asiática, 76, 141, 142, 146.
- Crisis de 1873, 65.
- Crisis de Barings, 65.
- Crisis de la deuda, 91.
- Crisis del subprime, 92, 94, 96.
- Crisis del tequila, 76, 80, 91, 93.
- Cuba, 39, 42, 44.
- Culpeper, Roy, 169.
- D**
- Da Silva, Lula, 42.
- Davies, Howard, 114.
- Dawson, Frank Griffith , 64, 77.
- Década Perdida, 72.
- del Valle, Marielle, 120, 127.
- Derechos Especiales de Giro, DEGS, 162.
- E**
- Ecuador, 39, 44, 48, 120, 125, 127, 145, 158, 160, 161, 162, 177, 181, 183, 184, 196, 197, 205, 209, 216, 218, 224, 237, 243, 245, 246, 13, 19, 197.
- Eichengreen, Barry, 130, 132, 139, 14, 24, 25, 26, 28, 231.
- El Colegio de México, 231.
- El Salvador, 208, 248.
- España, 48, 75, 135, 148.
- Estados Unidos, EE. UU., 19, 33, 34, 41, 42, 43, 66, 67, 69, 70, 72, 73, 74, 75, 76, 81, 83, 93, 98, 103, 117, 118, 137, 143, 151, 153, 174, 185, 186.
- Miami, 41, 42.



Nueva York, 169, 170.  
 Washington, D.C., 66, 139, 169, 170, 231.  
 Eurobonds, 138.  
 Europa, 32, 56, 42, 57, 66, 69, 72,  
 75, 103, 131, 132, 134, 137, 138,  
 147, 151, 174, 22, 26, 277.  
 Europa Oriental, 118.  
 Eurozona, 132, 133, 134, 135, 148.

## F

Facilidad Financiera para la Estabilización  
 Europea, MTFA, 133, 181.  
 Fernández Valdovinos, Carlos, 267.  
 Financial Sector Assessment  
 Programs, FSAP, 76.  
 Financial Stability Assessments  
 Programs, FSAP, 71.  
 Fischer, Stanley., 174.  
 Fondo Anticrisis de la Comunidad  
 Económica Euroasiática, 157.  
 Fondo Centroamericano de Estabilización  
 Monetaria, FOCEM, 157, 158, 163.  
 Fondo de Estabilidad Europeo, 166.  
 Fondo de Estabilización Económica  
 y Social, FEES, 176.  
 Fondo de Garantías de Instituciones  
 Financieras, FOGAFÍN, 70.  
 Fondo de Reestructuración Ordenada  
 Bancaria, FROB, 135, 138.  
 Fondo Europeo de Estabilidad  
 Financiera, EFSF, 147.  
 Fondo Europeo de Estabilización  
 Financiera, FEEF, 271.  
 Fondo Latinoamericano de Reservas,  
 FLAR, 17, 18, 19, 20, 22, 25, 26, 27,  
 28, 33, 47, 57, 58, 64, 71, 84, 86, 87,  
 91, 113, 125, 126, 127, 132, 138, 141,  
 145, 148, 149, 161, 162, 151, 164, 153,  
 154, 156, 157, 158, 160, 161, 182, 162,  
 163, 164, 165, 166, 167, 168, 169, 173,

176, 177, 180, 181, 182, 183, 184, 185,  
 186, 187, 188, 195, 196, 197, 198, 199,  
 200, 203, 204, 205, 206, 207, 208, 209,  
 210, 211, 212, 215, 216, 217, 218, 219,  
 220, 229, 223, 224, 227, 228, 229,  
 230, 231, 233, 234, 235, 237, 238, 241,  
 242, 243, 244, 245, 246, 247, 248, 251,  
 252, 253, 254, 257, 258, 259, 260, 13,  
 263, 14, 269, 270, 271, 272, 281.  
 Fondo Andino de Reservas, FAR,  
 13, 19, 26, 27, 27, 177, 181, 195,  
 196, 216, 223, 224, 225, 226,  
 227, 228, 231, 233, 251, 277.

Fondo Monetario Árabe, AMF,  
 147, 156, 181, 182.

Fondo Monetario Asiático, 153.

Fondo Monetario Internacional, FMI,  
 17, 19, 22, 24, 25, 26, 27, 28, 63, 64,  
 69, 70, 71, 73, 76, 77, 83, 84, 92, 93,  
 94, 105, 109, 112, 113, 125, 126, 127,  
 131, 132, 133, 134, 135, 136, 137, 138,  
 139, 145, 148, 151, 153, 156, 157, 161,  
 162, 163, 165, 166, 167, 168, 169, 174,  
 175, 176, 177, 178, 179, 180, 181,  
 182, 183, 184, 185, 186, 187, 188, 195,  
 196, 197, 205, 208, 209, 212, 220, 224,  
 225, 226, 227, 271, 278, 279, 280.

Fondos Monetarios Regionales,  
 FMR, 176, 177, 178, 179, 180,  
 181, 182, 185, 186, 188.

Friedman, Milton, 95.

Fuentes, Carlos, 34.

## G

Galindo, Arturo, 120, 127.

García, L. Enrique, 14.

Gaviria, César, 14, 15.

Giraldo, Carlos, 215.

Global Recovery and Monetary  
 Normalization, 77.

Gorton, Gary, 96, 100.

Grabel, Ilene, 157, 169.

Gran Colombia, 64.  
 Gran Depresión, 66, 67, 68, 76, 174.  
 Gran Recesión, 71, 73, 75, 76.  
 Graña, Alberto, 14, 19.  
 Gray, Simon., 114.  
 Grecia, 75, 131, 132, 133, 134, 136, 138, 147.  
 Greenspan, Alan, 95.  
 Grupo Andino, 16, 223, 18.  
 Grupo de los siete, G-7, 24.  
 Grupo de los tres, G-3, 40, 41.  
 Grupo de los veinte, 177, 186.  
 Grupo de los veinte, G-20, 83, 105, 112, 113, 19, 24.  
 Guatemala, 208, 248.  
 Guidotti, Pablo, 123, 127.  
 Gutiérrez, Francisco de Paula, 14, 19, 18.

## H

Hayek, Friedrich von, 95.  
 Henning, Randall, 139.  
 Heresi, Rodrigo, 164, 165, 167, 169.  
 Hicks, John, 95.  
 Holanda, 65.  
 Honduras, 208.

## I

Iglesias, Enrique V., 14, 21.  
 Impuesto de Valor Agregado, IVA, 263.  
 Inglaterra, 64, 65, 66.  
 Iniciativa Chiang Mai, CMI, 153, 156, 157, 166, 168, 178, 181, 182, 184, 187, 188.  
 CMIM, 131, 136, 138, 146.  
 Iniciativa para la Integración de la Infraestructura Regional Suramericana, IIRSA, 16.  
 Instituciones Financieras Internacionales, IFIs, 93.

Integración de la Infraestructura Regional Suramericana, IIRSA, 55.  
 International Finance Corporation, IFC, 17.  
 Inversión Directa Externa, IDE, 91.  
 Irlanda, 75, 131, 133, 136, 138, 147, 148.  
 Izquierdo, Alejandro, 83, 85, 87, 88, 95, 100.

## J

Jamaica, 48.  
 Japón, 24, 43, 146, 151, 153, 178.  
 Tokio, 231, 281.  
 Junguito, Roberto, 14, 21.

## K

Kaminsky, Graciela, 82, 88.  
 Kawai, Masahiro, 154, 169, 170.  
 Kemmerer, Edwin, 67.  
 Keynes, John Maynard, 95.  
 Kindleberger, Charles, 92, 100.  
 Kirchner, Néstor, 42.  
 Klüh, Ulrich., 114.  
 Krause, Sanjinés, 226, 231.  
 Krueger, Anne, 83, 88.

## L

Latinoamérica, 52, 53, 103, 105, 112, 117, 118, 119, 124, 125, 126, 127, 18, 180.  
 Lehman Brothers, 83, 117, 165, 22.  
 Leiderman, Leonardo, 81, 87, 93, 98, 99.  
 Levy-Yeyati, Eduardo, 168, 169, 176, 180, 243.  
 Línea de Crédito Flexible, FCL, 83, 125, 175, 179, 185.  
 Lizano Fait, Eduardo, 242.  
 Lombardi, Domenico, 154, 169, 170.



**M**

Machinea, José Luis, 164, 165, 169.  
 Martínez, Diego, 14, 19.  
 McKay, Julie, 175, 176, 181, 182.  
 Mecanismo de Estabilidad Europea,  
   EFSM, 147.  
   ESM, 148.  
   MEDE, 133, 137, 138.  
   MEE, 181, 182.  
   MEEE, 181.  
 Mecanismo de Resolución de  
   Deuda Soberana, MRDS, 83.  
 Mejía, Luis F., 85.  
 Mendoza, Enrique, 82, 87.  
 Mercado Común Centroamericano,  
   MCCA, 15, 40.  
 Mercado Común del Sur, MERCOSUR,  
   32, 33, 15, 16, 37, 39, 40, 41, 42, 43.  
 Mercado Eléctrico Centroamericano, 16.  
 Mercados Desarrollados, MDS, 94.  
 Mercados Emergentes, MEs  
   MEs, 91, 92, 93, 94.  
 Mesquita Moreira, Mauricio, 15.  
 Metrick, Andrew, 96, 100.  
 México, 33, 34, 40, 41, 43, 44, 48, 55, 58,  
   64, 69, 76, 80, 83, 85, 91, 94, 112, 122,  
   123, 125, 165, 166, 168, 175, 177, 178,  
   179, 184, 185, 186, 187, 188, 208, 211,  
   17, 242, 18, 246, 247, 22, 25, 280.  
   México DF, 231.  
 Mises, Ludwig von, 95.  
 Mishkin, Frederic, 94, 100.  
 Mistry, Percy S., 169, 170.  
 Montoro, Carlos, 118, 127.  
 Moody's, 210, 211, 245.  
 Morales, José Antonio, 19.  
 Morales, Juan Antonio, 14, 19, 28.  
 Morón, Eduardo, 14, 19.

**N**

National Bureau of Economic  
   Research, NBER, 87, 88.  
 Nicaragua, 44, 208.  
 Norte América, 41.  
 North American Free Trade Agreement,  
   NAFTA, 41, 42, 43, 181.

**O**

Ocampo, José Antonio, 68, 71, 77,  
   152, 14, 154, 155, 157, 158, 24, 25,  
   164, 169, 170, 20, 26, 281, 28.  
 Organización de Estados  
   Americanos, OEA, 34, 41.  
 Organización de Naciones  
   Unidas, ONU, 169.  
 Organización Mundial del  
   Comercio, OMC, 24.  
 Ottonello, Pablo, 91.

**P**

Pacto Andino, 40, 277.  
 Panamá, 43, 48, 55.  
   Canal de Panamá, 55.  
 Paraguay, 19, 33, 48, 145, 158, 181, 188,  
   196, 197, 205, 208, 209, 218, 245, 263,  
   264, 266, 197, 269, 270, 272, 273, 278.  
 Paz, Octavio, 34.  
 Perry, Guillermo, 13, 14, 15, 16, 20, 25, 21.  
 Perú, 17, 19, 23, 26, 33, 43, 48, 64, 80,  
   85, 120, 122, 145, 160, 161, 162, 181,  
   183, 184, 188, 13, 196, 243, 197, 277.  
 Pisani-Ferry, Jean, 133, 139.  
 Plan Brady, 119.  
 Planes Baker y Brady, 70.  
 Plan Puebla-Panamá, 16.  
 Portugal, 48, 131, 133, 136, 138, 147, 148.  
 Primera Gran Burbuja de  
   América Latina, 64.

Primera Guerra Mundial, 66, 67, 75.

Producto Interno Bruto, PIB, 53,  
68, 69, 80, 82, 85, 124, 176, 184,  
187, 188, 230, 266, 267.

Proyecto de Integración y Desarrollo  
de Mesoamérica, 55.

## R

Regla de Taylor, 134.

Reinhart, Carment M., 81, 82,  
87, 88, 93, 98, 99, 173.

República del Ecuador, 237.

República de Paraguay, 241.

República Dominicana, 43, 48, 208, 248.

República Oriental del Uruguay, 208, 241.

Reserva Federal de Estados Unidos, FED,  
66, 67, 72, 73, 75, 76, 81, 83, 93, 98,  
112, 124, 125, 126, 177, 185, 186.

Regional Financial Arrangements,  
RFA, 131, 135, 136, 137, 138, 139.

Rodrik, Dani, 85, 88.

Rojas-Suárez, Liliana, 14, 28,  
116, 117, 123, 125, 127.

Ronda de Doha, 42.

Rosero, Luis Daniel, 165, 170.

Rusia, 81, 82, 142, 151, 279.

## S

Sanguinetti, Julio María, 15, 14, 30, 19.

Sapir, Andrew, 133, 139.

Schularick, Moritz, 92, 100.

Segunda Guerra Mundial,  
66, 68, 76, 104, 156.

Seminario Anual de Abogados de Bancos  
Centrales y Entidades Multilaterales, 57.

Shadow Banks, SBS, 22, 96.

Shimizu, Siichi., 114.

Shin, Hyun Song, 98, 99.

Siles Suazo, Hernán, 225.

Singapur, 83.

Sokoloff, Kenneth L., 66, 77.

Standard & Poor's, 151, 245.

Stella, Peter, 114.

Stiglitz, Joseph, 80, 88.

Sudáfrica

Durban, 132.

*Sudden Stop*, 65, 93, 95, 99, 24.

Summers, Larry, 93, 175.

Summit de Mar de Plata, 43.

Summit de Santiago, 42.

Summit of the Americas, 41, 42.

Suramérica, 18.

Surinam, 208.

## T

Talvi, Ernesto, 78, 14, 83, 21,  
85, 87, 88, 95, 100.

Taylor, Alan, 92, 99, 100.

Teoría General de Keynes, 95.

*The Economist*, 64, 65, 77.

Titleman, Daniel, 158, 164, 165,  
166, 169, 170, 176, 180, 188,  
229, 231, 278, 279, 281.

Tratado de Asunción, 39.

Tratado de Libre Comercio, TLC, 19.

Trinidad y Tobago, 48, 208, 248.

Troika, 132, 133, 134.

Truman, Edwin, 139.

## U

Unión de Naciones Suramericanas,  
UNASUR, 34, 57, 186, 238.

Unión de Pagos Europeos, UEP, 131.

Unión Económica y Monetaria  
de África Central, 156.



Unión Económica y Monetaria de África Occidental, 156.  
 Unión Económica y Monetaria de la Unión Europea, 156.  
 Unión Europea, UE, 37, 133, 135, 147, 181, 24.  
 Unión Europea de Pagos, 156.  
 Unión Monetaria del Caribe Oriental, UMCO, 156.  
 Universidad de Massachusetts, 170.  
 Universidad de Princeton, 67.  
 Uribe, José Darío, 14, 220, 19.  
 Urrutia, Miguel, 14, 19, 19.  
 Uruguay, 19, 33, 44, 48, 183, 121, 145, 158, 181, 184, 188, 196, 197, 205, 208, 209, 243, 245, 258, 259, 278, 197.

## V

Vasconcelos, José, 34.  
 Vegh, Carlos A., 99, 100, 173.  
 Velarde, Julio, 14, 19, 25, 207.  
 Velasco, Andrés, 85, 88.  
 Venezuela, 13, 19, 26, 33, 39, 40, 41, 42, 43, 44, 48, 55, 145, 161, 162, 181, 182, 183, 184, 188, 196, 205, 197.

Vera C., 281.  
 Volcker, Paul, 81.  
 Volpe, Christian, 15.  
 Volz, Ulrich, 139, 154, 170, 175, 176, 181, 182.

## W

Wall Street, 68.  
 Warburg, Paul Moritz, 66, 67, 77.  
 Weisbrod, Steven, 117, 127.  
 Wicksell, Knut, 95.  
 Wolff, Guntram, 133, 139.  
 Wolfinger, Regina, 175, 176, 182.  
 World Economic Outlook, 73, 77.  
 Wyplosz, Charles, 157, 170.

## Z

Zabalaga, Marcelo, 14.  
 Zolt, Eric M., 66, 77.  
 Zona Centroamericana y del Caribe, CAC, 247.  
 Zona de Libre Comercio, 39.

## FUENTES ILUSTRACIONES:

JULIO MARÍA SANGUINETTI

[http://www.fundacionkonex.com.ar/b3083-julio\\_mar%C3%ADa\\_sanguinetti\\_uruguay](http://www.fundacionkonex.com.ar/b3083-julio_mar%C3%ADa_sanguinetti_uruguay)

CÉSAR GAVIRIA

[http://upload.wikimedia.org/wikipedia/commons/0/05/C%C3%A9sar\\_Gaviria%2C\\_World\\_Economic\\_Forum\\_on\\_Latin\\_America\\_2009.jpg](http://upload.wikimedia.org/wikipedia/commons/0/05/C%C3%A9sar_Gaviria%2C_World_Economic_Forum_on_Latin_America_2009.jpg)

L. ENRIQUE GARCÍA

<http://www.perupress.com/2013/04/23/banco-de-desarrollo-de-america-latina-caf-peru-continuar-con-crecimiento-economico-dinamico/>

ROBERTO JUNGUITO

<http://www.lanotadigital.com/leaders/otros/roberto-reinaldo-junguito-bonnet-508.html>

ERNESTO TALVI

<http://sicardi.blogspot.com/2010/11/ec-ernesto-talvi-el-deterioro-del.html>

GUILLERMO CALVO

<http://www.economiapersonal.com.ar/2012/04/09/la-opinion-de-guillermo-calvo-sobre-argentin>

ENRIQUE V. IGLESIAS

[http://es.wikipedia.org/wiki/Enrique\\_V\\_Iglesias](http://es.wikipedia.org/wiki/Enrique_V_Iglesias)

LILIANA ROJAS-SUÁREZ

<http://www.cgdev.org/expert/liliana-rojas-suarez>

BARRY EICHENGREEN

<http://eml.berkeley.edu/~eichengr/>

JULIO VELARDE

<http://ojo.pe/ojo/fotos/61925020110718222957.jpg>

JOSÉ ANTONIO OCAMPO

<http://somoslarevista.com/2012/04/jose-antonio-ocampo-renuncio-a-su-postulacion-como-presidente-del-banco-mundial/>

GUILLERMO PERRY

<http://www.uchile.cl/portal/cursos-y-seminarios/21224/guillermo-perry>

MIGUEL URRUTIA

<http://www.banrep.gov.co/es/node/34549>

ANA MARÍA CARRASQUILLA

<http://g2o-seoul.org/eng/img/sub/Ana%20Maria%20Carrasquilla.jpg>

EDUARDO MORÓN

[http://3.bp.blogspot.com/\\_cTm56FAHurg/SHNQ-pwn6rI/AAAAAAAAADg/uMJSkldx3w/s1600-h/DSC00899.JPG](http://3.bp.blogspot.com/_cTm56FAHurg/SHNQ-pwn6rI/AAAAAAAAADg/uMJSkldx3w/s1600-h/DSC00899.JPG)

JUAN ANTONIO MORALES

[http://www.noticiasfides.com/img/news/i\\_juan-antonio-morales-presenta-la-politica-economica-boliviana-1982-2010\\_9335.jpg](http://www.noticiasfides.com/img/news/i_juan-antonio-morales-presenta-la-politica-economica-boliviana-1982-2010_9335.jpg)

MARCELO ZABALAGA

[http://www.bcb.gob.bo/webdocs/fotogaleria/mediano/01\\_presidentes500.jpg](http://www.bcb.gob.bo/webdocs/fotogaleria/mediano/01_presidentes500.jpg)

DIEGO MARTÍNEZ

[http://farm9.staticflickr.com/8500/8386438661\\_6192df869c\\_m.jpg](http://farm9.staticflickr.com/8500/8386438661_6192df869c_m.jpg)

FRANCISCO DE PAULA GUTIÉRREZ

[http://farm9.staticflickr.com/8500/8386438661\\_6192df869c\\_m.jpg](http://farm9.staticflickr.com/8500/8386438661_6192df869c_m.jpg)

RODRIGO BOLAÑOS

[http://www.elfinancierocr.com/finanzas/Rodrigo\\_Bolanos-BCCR-revision-Programa\\_Macroeconomico-tope\\_al\\_credito\\_o\\_346165410.html](http://www.elfinancierocr.com/finanzas/Rodrigo_Bolanos-BCCR-revision-Programa_Macroeconomico-tope_al_credito_o_346165410.html)

ALBERTO GRAÑA

[https://farm8.staticflickr.com/7328/11876314864\\_ce4562ef53.jpg](https://farm8.staticflickr.com/7328/11876314864_ce4562ef53.jpg)

JORGE CORVALÁN

<http://www.abc.com.py/edicion-impresa/economia/bcp-insiste-en-tener-apoyo-de-hacienda-1091575.html>

JOSÉ DARÍO URIBE

[http://www.lafm.com.co/sites/default/files/imagecache/450x300/imagenes/josedariouribe\\_1350157499.jpg](http://www.lafm.com.co/sites/default/files/imagecache/450x300/imagenes/josedariouribe_1350157499.jpg)











Edición conmemorativa de los 35 años del  
Fondo Latinoamericano de Reservas FLAR.  
El libro, editado por Guillermo Perry fue  
diseñado por Amaral Diseño SAS.  
Se imprimió en Panamericana Formas e  
Impresos S.A, en papel Dalí Camoscio,  
se usaron fuentes Warnock y Próxima Nova.  
Se editaron 1.000 ejemplares,  
de los cuales 100 contienen un grabado  
del maestro Alfonso Álvarez.















