



ESCUELA DE NEGOCIOS  
Universidad Torcuato Di Tella

cif

centro de investigación  
en finanzas

*Working Paper 01/2013*

## **Fondo Latinoamericano de Reservas: diagnóstico y recomendaciones**

Eduardo Levy Yeyati

*Universidad Torcuato Di Tella*

*y*

*Universidad de Buenos Aires*

# Fondo Latinoamericano de Reservas: diagnóstico y recomendaciones

*POR* EDUARDO LEVY YEYATI\*

## I. Introducción

Una de las consecuencias del empeoramiento de la crisis global iniciada en 2008, continuada en la reciente reversión de los flujos de capitales a la región, fue la reaparición del debate sobre Redes de Asistencia Financiera Internacional (RAFI). Desde la perspectiva de las economías emergentes, las RAFIs existentes, que en la práctica se limitan a las recientes facilidades del FMI y a la provisión selectiva de liquidez de unos pocos bancos centrales (la Reserva Federal, el Banco de Japón y el Banco de China), presentan importantes deficiencias a pesar de las mejoras propiciadas durante la crisis.

La coordinación multilateral, centrada mayormente alrededor del FMI, probó que era capaz de responder a los shocks globales sólo de manera tardía-como un cinturón de seguridad que salva la vida de los pasajeros pero no evita la colisión (Fernández Arias y Levy Yeyati, 2012). Además, la recapitalización del FMI y el rediseño de su menú de productos, si bien fue un cambio en el sentido correcto, no satisfizo las demandas del mundo emergente: sólo unos pocos países de los ya pocos elegibles hicieron uso de las nuevas facilidades, y su efectividad preventiva como red de protección financiera permanece en duda -de ahí, los continuos esfuerzos del FMI para promover nuevas alternativas. Por último, la revisión de 2010 de las facilidades del FMI con un menú más completo y específicamente diseñado para afrontar crisis financieras globales aún presenta déficit no menor y enfrenta una delicada discusión en la Junta del organismo.

Por todo esto, el debate sobre la creación de RAFIs se ha ido desplazando hacia el ámbito regional, con la revisión y profundización de la Iniciativa Chiang Mai (CMI) en Asia, la creación del Fondo Europeo de Estabilización Financiera (EFSF) y los planes de

\* El autor es profesor de economía en la Universidad Torcuato di Tella y la Universidad de Buenos Aires, Senior Fellow de Brookings Institution y Director de Elypsis Partners. El presente trabajo se benefició de los valiosos comentarios de Eduardo Fernández Arias, Luciano Cohan y Carlos Giraldo, de dos comentaristas anónimos, y de los participantes del Seminario Financiera Regionalism and Macroeconomic Stability, organizado por el Fondo Latinoamericano de Reservas los días 6 y 7 de julio en Cartagena, así como de excelente asistencia de investigación de Ignacio Caro Solís.

constitución de oficinas de evaluación que independicen la operación de estas entidades del monitoreo del FMI. Esta tendencia también está presente en América Latina, con los planes de expansión del FLAR para incluir a Argentina y Brasil como miembros plenos, y de recapitalización para incrementar su poder de asistencia en momentos de estrechez financiera.

En este contexto, el FLAR está desarrollando una agenda estratégica que incorpora el debate sobre el nivel y estructura de capital y el sistema de votación adecuados para el caso de un FLAR ampliado, la revisión de las líneas de crédito actualmente ofrecidas, la agilización del trámite de otorgamiento de créditos, la extensión de nuevos servicios del FLAR, mecanismos para contabilizar el capital pagado del FLAR como parte de las reservas internacionales a fin de reducir el costo de la membresía, y la articulación del FLAR en una red de seguridad global y regional, comprendiendo las relaciones técnicas y financieras con otros organismos multilaterales de crédito.

En línea con esta agenda de trabajo, el presente estudio tiene como objetivo estudiar los beneficios y el alcance de una estructura de reservas segregadas y riesgo solidario como la del FLAR, sobre el costo de fondeo de sus miembros. ¿Es posible que a los países miembros les resulte menos costoso acumular reservas o contratar líneas de crédito en forma cooperativa a través del FLAR en vez de en forma individual? ¿Hasta qué punto este beneficio se materializa a expensas del costo financiero individual? ¿Qué mecanismos existen para mitigar el efecto de dilución por seniority asociado a este tipo de instituciones multilaterales?

A tal fin, el trabajo discute las posibilidades del FLAR en una estructura no puramente cooperativa (esto es, asimétrica) como las del CMI o el ESFS, en la que países con mejor acceso al capital en tiempos de crisis (emisores de activos de reserva, o emisores de última instancia: EUI) subsidian el esquema con niveles de apalancamiento máximo menores a 1 (es decir, países “donantes” que mantienen siempre un aporte neto positivo). ¿Podría un país grande como Brasil jugar el papel de Japón o China en Asia o de Alemania en Europa, en base a un acuerdo bilateral de liquidez con la FED o un acuerdo multilateral de liquidez que incluyera al FMI como intermediario?

Vinculado al tema anterior, el trabajo aborda la gestión del riesgo crediticio cuando hay economías de gran tamaño que operarían como “donantes”. ¿Qué se ha avanzado o aprendido en este sentido dentro de la CMI con la participación de países como China y Japón? ¿Qué lecciones entrega la crisis europea sobre las condiciones para un subsidio cruzado?

Toda iniciativa para alinear los intereses de la región en presencia de un riesgo externo es bienvenida, y el FLAR está en una posición privilegiada para liderar una agenda que profundice la integración financiera, comercial y política. El presente trabajo contribuye a pensar qué le falta al FLAR en su forma actual para orientarse hacia este objetivo, y cómo comenzar a transitar este camino en el corto plazo.

## II. Redes de seguridad financiera: Estado del debate

A los fines de definir lo que se entiende por Red de Asistencia Financiera Internacional (RAFI) es útil enfatizar dos distinciones. La primera tiene que ver con la naturaleza de la crisis para la cual está diseñado: se espera que una RAFI permita enfrentar un encarecimiento o reducción del acceso al crédito debido a una interrupción temporaria en el mercado global de capitales, por oposición a un deterioro de la capacidad de pago del país afectado. En otras palabras, un shock externo y exógeno (sistémico) por oposición a uno doméstico relacionado con políticas locales (idiosincrático).

La segunda distinción remite al problema de riesgo moral que plaga el debate de asistencia financiera. Un esquema de seguro convencional involucra *transferencias permanentes* de fondos (del asegurado al asegurador a través del pago de una prima en períodos “buenos”; del asegurador al asegurado mediante el pago del seguro -menos la prima- en períodos “malos”)<sup>1</sup>.

En cambio, el mecanismo de “seguro de liquidez” implícito afín a la definición de RAFIs en este trabajo corresponde a una *transferencia transitoria* (un préstamo) en períodos malos que, en ausencia de riesgo de crédito (esto es, abstrayéndonos de los casos de incapacidad o falta de disposición de pago), se devuelve en períodos buenos sin ganancia para ninguna de las partes<sup>2</sup>. Una implicación crucial del punto anterior es la ausencia de riesgo moral del estilo tradicional (en la forma de un relajamiento de las políticas de control del país receptor de la asistencia). Más en general: en la medida en que el riesgo de crédito sea limitado por las condiciones de elegibilidad, el riesgo moral debería ser menor.

<sup>1</sup> Ejemplos incluyen desde esquemas de seguro contra catástrofes naturales como el CCRIF del Banco Mundial hasta mecanismos de cobertura de riesgo mediante derivados financieros o el uso de bonos CAT por países (como recientemente lo hizo México para cubrir el riesgo de terremotos o del precio del petróleo).

<sup>2</sup> RAFIs incluyen una amplia variedad de mecanismos existentes y posibles, como los esquemas de swaps bilateral entre bancos centrales, *pools* de reservas, y diversas facilidades ensayadas por el FMI con este propósito (CCL, RAL, SLF, FCL, PCL).

Gran parte de los países de la región han acumulado durante la última década un stock considerable de activos externos. Más allá de las motivaciones de esta acumulación (que muchas veces está asociado a objetivos de política cambiaria), lo cierto es que la misma refleja en parte el deseo de autoprotegerse frente a situaciones de stress financiero, reduciendo la volatilidad cambiaria en momentos en que ésta última no sólo tiene efectos nocivos para la actividad económica sino que se retroalimenta en el pánico que ocasionado por una depreciación acelerada.

Ahora bien ¿Por qué esto no es suficiente? ¿Por qué sería necesaria una entidad adicional y en qué medida esto implica una mejora en relación a la situación actual? Los promotores de la superioridad de una RAFI usualmente apuntan a dos factores: Por un lado, **su menor costo**: muchas economías emergentes deben pagar una prima (relacionada con el spread soberano) para acarrear las reservas<sup>3</sup>; Por otro, **sus beneficios de diversificación**: para un dado nivel de cobertura, la tenencia centralizada a través de una RAFI o un pool de reservas requeriría un stock de activos menor, en la medida en que no todos los participantes del esquema necesitaran hacer uso del mismo simultáneamente<sup>4</sup>.

#### A. El costo de las reservas

Sobre el tema del costo de atesorar reservas internacionales, la literatura económica suele asumir, en primera aproximación, que la compra de reservas se realiza mediante la emisión de deuda en moneda extranjera, y estima el costo unitario como la diferencia entre el rendimiento de la deuda y el de las reservas, equivalente al riesgo soberano más una prime temporal (asumiendo que las reservas se acumulan en papeles de tenor más corto que la deuda emitida para su compra).

Sin embargo, en la práctica, el costo de las reservas puede ser bastante menor. Primero, los países suelen acumular reservas en períodos de ingreso de capitales, cuando

<sup>3</sup> Si bien los activos de reserva deben ser líquidos pero no necesariamente cortos, los bancos centrales tienden a preferir activos cortos para limitar el riesgo de variaciones en el precio de mercado y evitar tener que explicar pérdidas transitorias en el valor de estos activos. Esto adiciona a la prima de crédito una prima temporal que refleja la diferencia entre la duración promedio de la deuda pública y la duración promedio de las reservas.

<sup>4</sup> A estos dos argumentos técnicos suele sumársele uno "psicológico": si bien la tenencia de reservas suele disuadir una corrida, la caída de reservas (esto es, su uso en un evento de corrida) suele alimentarla, lo que reduce sustancialmente su efectividad ex post. Un préstamo externo, en cambio, suele ser visto como una ganancia de reservas, con efectos positivos. Si bien no hay estudios rigurosos de esta hipótesis, el efecto neto de las reservas probablemente siga siendo positivo, siendo sólo el *timing* el que se modificaría. Así, un país con muchas reservas sufriría menos corridas, pero condicional a sufrir la corrida, tendría menos defensa que uno con acceso a un préstamo externo.

la prima soberana suele ser menor, con lo que el spread promedio sobreestimaría el verdadero costo. Segundo, las reservas reducen la prima soberana, por lo que este efecto marginal (sobre el total de la deuda pública) debería sustraerse del costo de las reservas (Levy Yeyati, 2008).

Finalmente, salvo en el caso de los fondos soberanos, la compra de reservas suele hacerla el banco central mediante la emisión de deuda en moneda local (compras esterilizadas) lo que hace que el costo de la operación sea la suma del diferencial de tasas (peso-dólar) más las pérdidas por valuación en caso de depreciación del peso.

De nuevo, la secuencia de la intervención es crucial: si la intervención esterilizada suele ser acompañada por tasas de interés en moneda local modestas (debido al arbitraje de tasas en el marco de expectativas a la apreciación que la intervención demora) y se realiza cuando la moneda tiene tendencia cíclica (esto es, transitoria) a apreciarse, entonces tanto el diferencial como las pérdidas por valuación serán limitadas, o incluso podría obtenerse una pequeña ganancia<sup>5</sup>. El **Apéndice I** ilustra el cómputo del costo de estas intervenciones esterilizadas, y la dispersión de los mismos entre países.

Si el costo de la acumulación de reservas es debatible (y, en todo caso, se ha reducido sustancialmente para la mayoría de las economías emergentes en los últimos años) el argumento de la diferenciación es crucial para evaluar el dilema entre autoseguro y creación de una entidad centralizada, ya sea como pool de recursos o prestamista de última instancia. A este punto nos volcamos seguidamente.

#### *B. Pool de reservas, diversificación y el problema de las monedas de reserva*

Como dijimos, el argumento central detrás de las iniciativas de pool de reservas centralizado apunta a su capacidad de reducir, gracias a los beneficios de diversificación, el tamaño necesario del (presuntamente costoso) stock de activos internacionales líquidos disponibles en caso de una salida de capitales. Estos beneficios, trivialmente ciertos en teoría, pueden ser bastante limitados en la práctica en el caso de un evento sistémico -limitación que puede ser aun más poderosa para un pool regional.

La alta correlación de los shocks durante los episodios sistémicos para los cuáles la RAFI ha sido diseñada (más precisamente, el hecho de que la mayoría si no todos sus

<sup>5</sup> Una rápida mirada a lo ocurrido en el período 2005-2010 ilustra la dispersión entre costos y ganancias de la intervención en el mundo emergente (Levy Yeyati, 2010).

miembros probablemente pidan prestado del pool al mismo tiempo) tiende a erosionar las ventajas de diversificación. Como mostramos más adelante, la sincronización de los movimientos de tipo de cambio y prima de crédito (las dos proxies más cercanas de la necesidad de liquidez de moneda extranjera) durante el período posterior al colapso de Lehman Brothers ilustra este riesgo de correlación.

De hecho, el menú de monedas (de denominación de activos) de reserva en momentos de crisis global suele ser bastante reducido: dólares y yenes (títulos del Tesoro de los EE.UU. y de Japón, respectivamente) y poco más<sup>6</sup>. Podría incluirse en este selecto club a China, que si bien no emite títulos en moneda convertible, cuenta con un stock de liquidez internacional que le permite respaldar operaciones de asistencia como las que realizó en 2009 con bancos de economías emergentes.

En todo caso, un pool de reservas que no cuente en su seno con alguno de estos “emisores de última instancia” (es decir, emisores soberanos cuyos papeles enfrentan una demanda sostenida en períodos de stress y por lo tanto pueden recolectar y redistribuir la liquidez que fuga hacia la calidad) reduciría sólo muy parcialmente la necesidad de reservas en los momentos de crisis sistémica, diferenciándose poco de la situación de autoseguro prevaleciente.

En el extremo, una RAFI sólo introduciría una diferencia material en la medida en que emulara la naturaleza del prestamista de última instancia: contar con la posibilidad de creación de liquidez a pedido sin necesidad de atesorar un colchón de liquidez en períodos tranquilos. En última instancia, en caso de crisis global, solo los emisores de última instancia están en condiciones de cumplir el rol de prestamistas de última instancia, reteniendo el riesgo sin tener que pagar el costo de acarreo de la liquidez.

En el caso de pools regionales, esto se traduce en un requerimiento preciso: contar con uno de estos emisores en la región (como en el caso del pool asiático y, en medida más discutible, el de la euro zona), o con facilidades de emisión de la que no gozan los países intervinientes (incluyendo, pero no exclusivamente, arreglos de emisión con alguno de los emisores de última instancia). ¿En qué medida el FLAR, que no cuenta con emisores locales, puede facilitar el acceso a fondos en momentos de iliquidez? Sobre esto se discute en la siguiente sección.

<sup>6</sup> El caso de Europa es menos claro: si bien Alemania goza de status de emisor de reserva, no lo hacen sus socios, y la moneda tiende a depreciarse durante una crisis, al punto de que la región es tomadora de asistencia de liquidez a través de swaps con la Reserva Federal (en 2009 y, más recientemente, en 2011).

### C. *Varietades de redes financieras regionales*

En la práctica, los PUI suelen ubicarse entre alguna de las siguientes dos formas (i) Una institución financiera que centraliza el fondeo, tanto de los países miembros como del mercado de capitales, como la evaluación y asignación del crédito o (ii) Un conjunto de arreglos bilaterales entre los países miembros, especializados a cada caso, como es el caso de los esquemas de swaps de bancos centrales desarrollados.

En el primer caso (el FMI entra en esta categoría) las asimetrías entre países “donantes” y “receptores” se mitigan con un proceso de selección y seguimiento (respectivamente, condicionalidad *ex ante* y *ex post*) inhibiendo el carácter automático de este tipo de facilidades.

En el segundo, es el país donante el que elige sus socios (condicionalidad *ex ante* implícita y muchas veces contingente, como en el caso de la extensión de swaps a países en desarrollo tras el colapso de Lehman Brothers), con baja capacidad de seguimiento y condicionamiento *ex post*. Por esto, estos esquemas abundan en economías de muy bajo riesgo de crédito, por montos limitados y períodos cortos.

Esta tensión entre automaticidad y condiciones de elegibilidad es la que ha determinado los avances (o falta de ellos) en la discusión de las RAFIs.

Curiosamente, los dos casos paradigmáticos en el mundo en desarrollo, el FLAR y el CMI, no encajan exactamente en ninguno de estos dos modelos (Cuadro 1). El FLAR es un pool de reservas al que los países pueden pedir prestado de manera proporcional a lo aportado, con condicionalidades mínimas (quizás por las consideraciones políticas que pueden inhibir la evaluación entre vecinos) y bajos niveles de apalancamientos, que evitan comprometer la solvencia o el rating de crédito.

Por su parte, el CMI se organizó inicialmente como una red de arreglos bilaterales asimétricos, en los que cada país prestamista absorbe el riesgo de crédito de su contraparte. El pasaje de un limitado sistema de arreglos bilaterales (o un limitado pool de reservas) a uno que contiene y protege a los países donantes de modo de generar transferencias anticíclicas es el obstáculo fundamental de los arreglos regionales en Asia (o, como veremos, las RAFIs en cualquiera de sus formas).

Estas diferencias se vinculan directamente con dos temas críticos en el diseño de una RAF regional. El primero remite a la (necesaria) asimetría de países en relación al FLAR,



donde economías de gran tamaño que no serían receptores directos de asistencia financiera (solo serían en menor medida). El segundo tema se relaciona con la constitución de un esquema de “garantías” y de manejo del riesgo de crédito asumido por la economía “donante”, lo que nos devuelve al debate del riesgo moral, la condicionalidad ex ante y la elegibilidad para el préstamo esbozado en la sección anterior.

#### D. El ejemplo asiático. Del CMI al FMA vía el AMRO

De la discusión anterior surgen dos consideraciones de peso en el diseño de una red de asistencia financiera regional. La primera se relaciona a los reaseguros que tienden a requerir los países “donantes” en este marco asimétrico; por ejemplo, la participación del

CUADRO 1 CAPITALIZACIÓN Y OPERACIÓN FLAR VS. CMI

País	Contribución	Multiplicador	Borrowing Quota	PBI	Cuota, % of GDP	IMF Delinked Quota	Quota, % of GDP
<b>CMI</b>							
Brunei	0,03	5,0	0,15	1,66	9,03	0,03	1,81
Cambodia	0,12	5,0	0,60	13,16	4,56	0,12	0,91
China - Mainland	34,20	0,5	17,10	6.988,47	0,24	3,42	0,05
China - Hong Kong	4,20	2,5	10,50	246,94	4,25	2,10	0,85
Indonesia	4,55	2,5	11,38	834,34	1,36	2,28	0,27
Japan	38,40	0,5	19,20	5.855,38	0,33	3,84	0,07
Korea	19,20	1,0	19,20	1.163,85	1,65	3,84	0,33
Lao PDR	0,03	5,0	0,15	7,89	1,90	0,03	0,38
Malaysia	4,55	2,5	11,38	247,57	4,60	2,28	0,92
Myanmar	0,06	5,0	0,30	50,20	0,60	0,06	0,12
Philippines	4,55	2,5	11,38	216,10	5,27	2,28	1,05
Singapore	4,55	2,5	11,38	266,50	4,27	2,28	0,85
Thailand	4,55	2,5	11,38	339,40	3,35	2,28	0,67
Vietnam	1,00	5,0	5,00	121,61	4,11	1,00	0,82
Total contribuciones:	120	Total préstamos:	129,1	Promedio	3,25	Promedio	0,65
<b>FLAR</b>							
Bolivia	0,2	2,6	0,51	23,875	2,13		
Colombia	0,39	2,5	0,98	321,46	0,30		
Costa Rica	0,2	2,5	0,49	40,024	1,22		
Ecuador	0,2	2,6	0,51	65,308	0,78		
Peru	0,39	2,5	0,98	168,459	0,58		
Uruguay	0,13	2,5	0,33	49,423	0,67		
Venezuela	0,39	2,5	0,98	309,837	0,86		
Total Contribuciones:	1,89	Total préstamos:	4,77	Promedio	0,86		
Ratio Borrowing to Contributions							
CMI	1,08						
FLAR	2,52						

Fuente: FLAR, CMIM, Banco Mundial.

FMI como evaluador en la CMI. La segunda, íntimamente ligada, apunta a la necesidad de un proveedor neto de liquidez en momentos de crisis, ya sea interno (uno o más EUI suficientemente grandes para enfrentar la demanda sincrónica del resto) o externo (mediante un acuerdo con un EUI internacional, ya sea directo o indirecto a través de un organismo financiero con acceso a liquidez de emergencia como el FMI)<sup>7</sup>.

El primer punto parecería ser hoy una traba en el debate sobre RAFIs y pools regionales ¿Quién decide las condiciones de acceso de un país receptor? La inoperancia del CMI ilustra el dilema: en ausencia de alternativas externas, los países grandes recalcaron en preaprobaciones del FMI como requisito para las transferencias, induciendo, en virtud del estigma político del organismo en la región, a subutilizar el CMI aún en lo más álgido de la crisis.

A raíz de esta frustrante experiencia, en 2009 se retomaron los planes de creación de un símil regional del FMI, el Fondo Monetario Asiático (FMA), comenzando por el lanzamiento de una oficina de investigación encargada de elaborar criterios de elegibilidad y supervisión, enfrentando un tema con delicados contornos políticos en una región unida por el comercio y distanciada por la historia. ¿Con qué criterio evaluarán China y Japón la extensión de asistencia financiera? Con la salvedad de la presencia de más delicados problemas de solvencia, problemas similares ponen límites a la operación del EFSF en la eurozona.

La CMI fue, en su nacimiento, el primer paso de la iniciativa regionalista de la creación del FMA. Sus promotores invocaron la independencia del FMI y la necesidad de que el grupo ASEAN +3 promoviera la integración de Asia del Este sin interferencia de los EEUU o el FMI.

Por esto, el CMI nunca llegó a constituirse como un pool de reservas, limitándose a enlazar una serie de arreglos bilaterales de pases de reservas (*currency swaps*) entre bancos centrales de los países miembros del grupo, sujeto la condición de que sólo el 10% (20% desde 2005) de la línea acordada se desembolsaría sin una negociación en marcha con el FMI por un programa Stand By<sup>8</sup>.

¿Qué es lo que ha inhibido el progreso del plan original? Por un lado, las dificultades ya mencionadas para monitorear el riesgo crediticio y reducir el problema de riesgo moral

<sup>7</sup> En este sentido, la asistencia de liquidez del FMI durante una crisis global no hace más que canalizar la liquidez generada por estos emisores de última instancia, que utilizan al organismo de intermediario para evaluar y seleccionar receptores y limitar el riesgo crediticio gracias a la condición implícita de acreedor privilegiado del FMI.

<sup>8</sup> Es interesante remarcar que la CMI no requiere que la negociación llegue a buen puerto; aun así, ningún país miembro se acercó al FMI con el objeto de destrabar el acceso a la CMI.

de manera operativa, esto es, con el poder de exigir condiciones, negar acceso a países vecinos o determinar cuándo una crisis es externa o doméstica, en un marco en donde las consideraciones económicas se confunden con visiones políticas. Curiosamente, el punto de discordia en la discusión de las nuevas facilidades del FMI.

Por otro lado, existen aspectos más idiosincráticos de la región. La naturaleza asimétrica típica (y, como argumentamos más arriba, inherente) a un pool de reservas tiene su correlato político. En Asia, Japón y China son los “donantes” y por esto los candidatos a incidir en los procedimientos del nuevo organismo regional, en un proceso en el cual diferencias en las posiciones económicas de estos dos rivales estratégicos (por ejemplo, la discusión con los EEUU sobre intervención cambiaria) o los temores por la hegemonía regional (la creciente influencia económica china) pueden justificar la permanencia del FMI como elemento de contrapeso. De hecho, es posible que el proyecto asiático sufra bajo el peso de tener no uno sino dos países ancla (es decir, uno más que lo necesario)<sup>9</sup>.

Dicho esto, como reflejo de la falta de estructura del CMI, en abril de 2011 se lanzó la propuesta de creación de Oficina de Investigación Macroeconómica Asiática (AMRO), domiciliada en Singapur y encabezada por China y Japón, con el fin de analizar y monitorear la región y elaborar programas de alerta temprana de crisis en tiempos normales, como puntapié inicial para diseñar criterios de acceso a la versión multilateral de la CMI (CMIM) en épocas de crisis. A diferencia del FMA original, el AMRO aspira a servir al CMIM complementando pero no suplantando al FMI en sus funciones estándar de monitoreo.

### III. FLAR: Hechos estilizados

El Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR) es una organización financiera internacional (integrada por Bolivia, Colombia, Costa Rica, Ecuador, Perú, Uruguay y Venezuela; Figura 1) con tres objetivos principales: (i) acudir en apoyo de las balanzas de pagos de los países miembros otorgando créditos o garantizando préstamos de terceros<sup>10</sup>; (ii) mejorar las condiciones de inversión de las reservas internacionales efectuadas por los países miembros, y (iii) contribuir a la armonización de las políticas cambiarias, monetarias y financieras de los países miembros.

<sup>9</sup> Además, está por verse la factibilidad de una entidad regional independiente como el FMA en el contexto de las prácticas políticas asiáticas.

<sup>10</sup> Estos instrumentos van desde créditos de liquidez por 6 meses a un año hasta créditos de apoyo por hasta 3 años con uno de gracia y un mínimo de condicionalidad, incluyendo créditos contingentes ante presiones especulativas y créditos de asistencia en reestructuración de deudas soberanas.

FIGURA 1\_COMPOSICIÓN ACCIONARIA DE ORGANISMOS REGIONALES  
(% DEL TOTAL)

	<b>FLAR</b> al 31/12/10	<b>CAF</b> al 31/12/09	<b>BID</b> al 31/12/09
<b>Capital (en millones de US\$)</b>	<b>2.344</b>	<b>2.919</b>	<b>52.561</b>
Venezuela	20,0%	18,41	1,7%
Colombia	20,0%	18,5%	6,0%
Perú	220,0%	18,4%	2,9%
Bolivia	10,0%	5,2%	1,8%
Ecuador	10,0%	5,2%	1,2%
Uruguay	10,0%	3,2%	2,3%
Costa Rica	10,0%	0,5%	0,9%
Argentina		8,8%	21,6%
Brasil		8,4%	21,7%
México		0,7%	13,9%
Chile		0,8%	6,0%
Paraguay		2,5%	0,9%
Panamá		2,5%	0,9%
República Dominicana		0,8%	1,2%
Jamaica		0,0%	1,2%
Suriname		0,1%	0,2%
Portugal		3,9%	
España		2,2%	
Guatemala			1,2%
Nicaragua			0,9%
Haití			0,9%
El Salvador			0,9%
Trinidad y Tobago			0,9%
Bahamas			0,4%
Guyana			0,3%
Barbados			0,3%
Belice			0,2%
Bancos Comerciales			0,1%

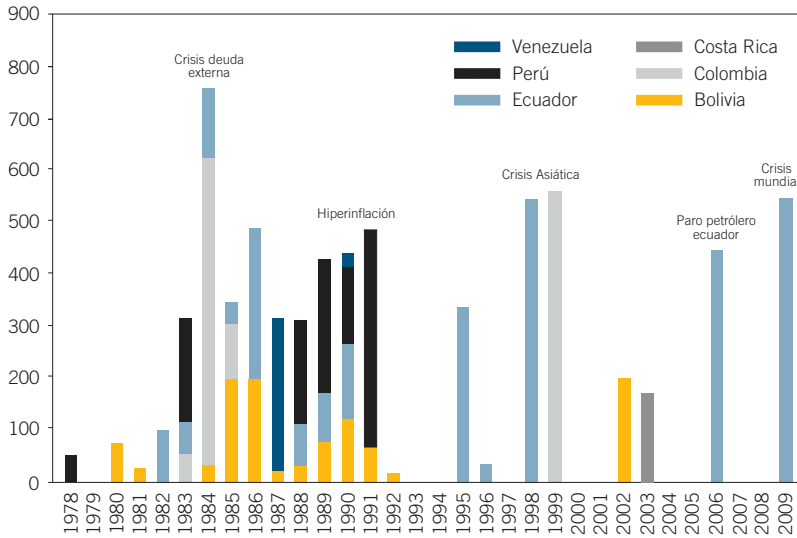
Fuente: FLAR, CAF Y BID.

En términos operativos, podría decirse que, si bien el FLAR está en un estado muy incipiente en cuanto al capital y al tamaño de sus operaciones (Cuadro 1 y Figura 2), dentro de esos márgenes ha demostrado una operacionalidad de la que careció su par asiático, atado a cuestiones de riesgo moral y a su subordinación al monitoreo del FMI.

Una característica distintiva del FLAR es que tiene desde su nacimiento un rating superior al del mejor calificado de sus miembros (Figura 3) que no ha sido modificado desde

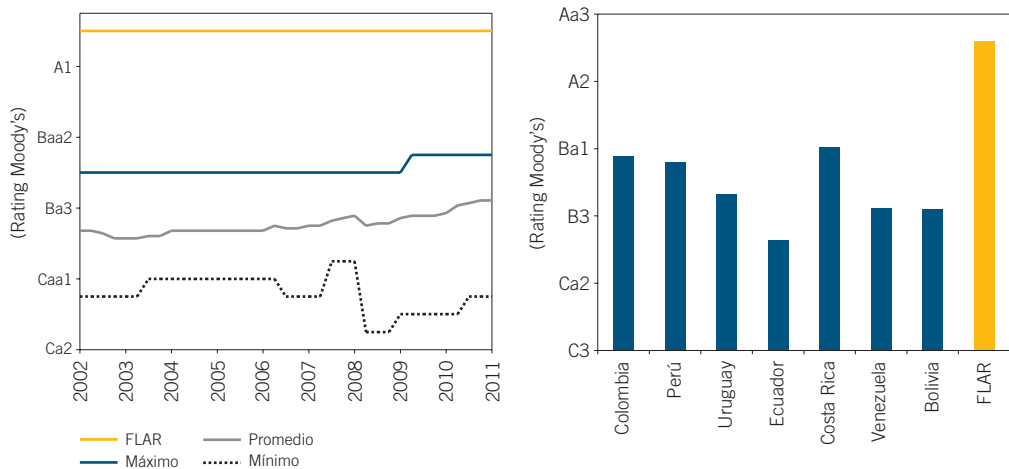
su inceptión (es decir, se ha mostrado independiente del de los soberanos participantes). Lo mismo surge, naturalmente, de la comparación del costo financiero al cual se endeuda el FLAR en relación a los soberanos (Figura 4).

FIGURA 2\_PRÉSTAMOS OTORGADOS POR EL FLAR  
(EN MILLONES DE DÓLARES ESTADOUNIDENSES DE 2007)



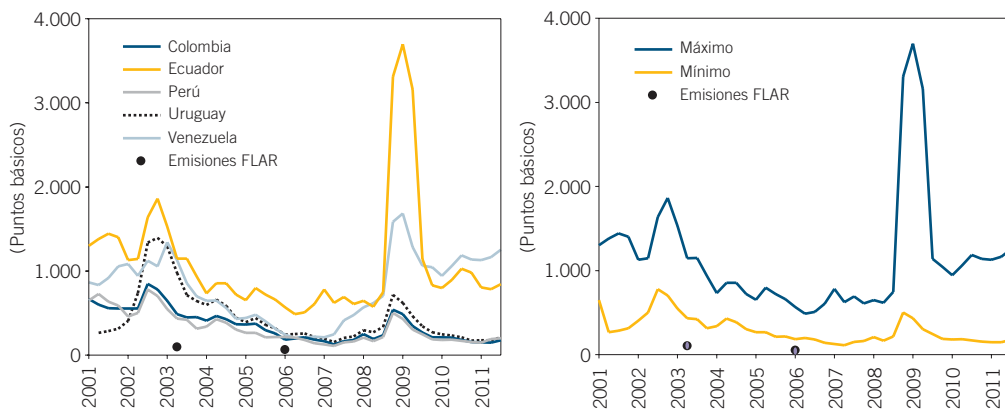
Fuente: FLAR.

FIGURA 3\_FLAR: CALIFICACIONES DE RIESGO CREDITICIO COMPARADAS



Fuente: FLAR, Banco Mundial.

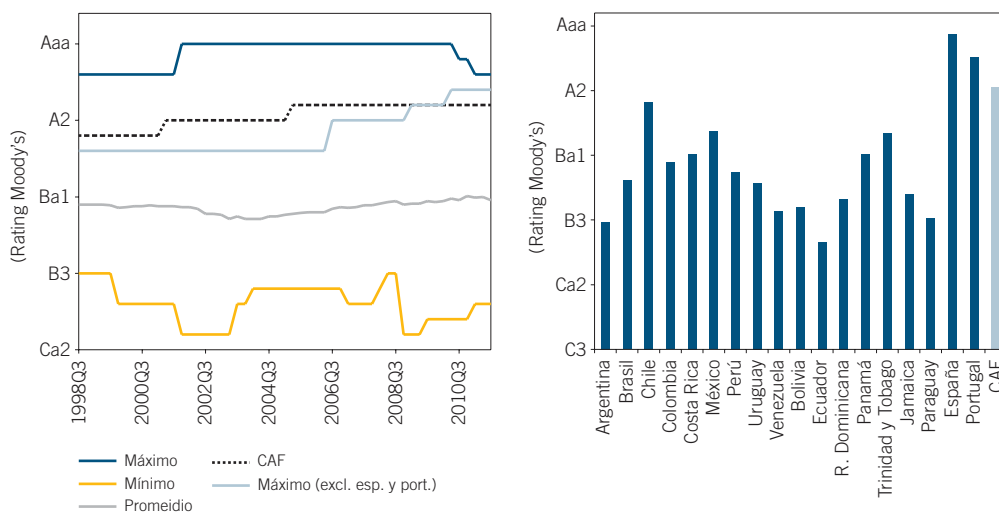
FIGURA 4\_FLAR: PRIMAS DE RIESGO COMPARADAS



Fuente: FLAR, Banco Mundial.

Ciertamente, uno podría atribuir este comportamiento al bajísimo nivel de apalancamiento del FLAR, y poner en duda la capacidad de explotar esta ventaja en el acceso a los mercados a mayor escala. Sin embargo, éste patrón es generalizable a otras IFIs, al menos a juzgar por la experiencia de la CAF que, si bien cuenta con miembros con calificaciones altas como España y Portugal (Figura 5), ha sostenido por mucho tiempo un rating por encima del de sus miembros prestatarios -rating que, más relevante aún para nuestros fines,

FIGURA 5\_CAF: CALIFICACIONES DE RIESGO CREDITICIO COMPARADAS



Fuente: FLAR, Banco Mundial.

no ha sufrido con la rebaja de calificación de sus miembros europeos. En otras palabras, parecería que el multilateralismo con riesgo mancomunado no promedia los riesgos de sus integrantes sino que los mejora, introduciendo alguna ventaja en el costo financiero respecto a la situación individual, hipótesis sobre la que volveremos más adelante<sup>11</sup>.

#### A. Pool de reservas y riesgo de correlación

Una de las principales enseñanzas de la reciente crisis hipotecaria en los EEUU se relaciona con el llamado riesgo de correlación, que designa a variaciones en la correlación de riesgos individuales que pueden dar lugar a una mala estimación del margen de diversificación de un pool de riesgos.

En el ejemplo de los títulos basados en carteras hipotecarias, el riesgo de correlación se manifestó en un aumento de la sincronidad de defaults asociado al shock sistémico de caída de precios inmobiliarios. Al haber sido estos títulos (erróneamente) evaluados en base a la distribución de riesgos en tiempos tranquilos, se exageró la capacidad de diversificación de estos instrumentos securitizados (*asset-backed securities*, CDOs y demás) subestimando su componente sistémico. En otras palabras, se pasó por alto que, a diferencia de tiempos normales en los que el gatillo de una mora en el préstamo hipotecario se relaciona con variaciones en el ingreso del deudor, en una crisis inmobiliaria los préstamos hipotecarios tienden a caer en mora con la caída de precios de la propiedad, un shock que afecta a todos los deudores simultáneamente.

Como ya apuntamos, el riesgo de correlación es esencial para ilustrar los límites de un pool de reservas según la naturaleza de los miembros del pool. Si la membresía incluye países emisores de activos de reserva (los emisores de última instancia, o EUI, es decir, aquéllos que ven subir la demanda de activos denominados en su moneda mientras el resto del mundo enfrenta una caída), entonces se maximiza la capacidad de diversificación regional. En momentos buenos, los capitales salen de los EIU y entran en el resto de los países; en los malos, sucede lo contrario. De esto modo, la variabilidad de flujos intrarregionales se cancela a nivel de la región, que ve su demanda agregada de activos de reserva

<sup>11</sup> Algo similar sucede con el BID, aunque en este caso es imposible identificar y aislar la incidencia de la participación de países G7. Vale hacer notar, sin embargo, una diferencia crucial entre bancos multilaterales como el BID y la CAF, por un lado, y el FLAR, por el otro. Aquéllos otorgan préstamos a proyectos específicos que contienen una condicionalidad implícita (factibilidad y calificación del proyecto, contraprestaciones y copagos del país receptor) que un préstamo de liquidez difícilmente contenga –lo que vuelve a poner sobre el tapete la pregunta sobre la elegibilidad (la condicionalidad ex ante) y las condiciones a ser cumplidas durante la vida del préstamo.

relativamente estable. Si, en cambio, los países miembros están todos del mismo lado de la división entre activo de reserva y activos de riesgo, lo más probable es que todos tomen prestado del pool al mismo tiempo, con lo que las ventajas de diversificación desaparecen.

Una manera de examinar este punto es mirando la evolución de las reservas totales de los países FLAR, así como la de potenciales futuros miembros, Brasil y Argentina, a las que sumamos las de México para completar el análisis (Figura 6). Como puede apreciarse, al momento de la crisis, el stock combinado de reservas de los países FLAR cayó cerca del 20% mientras que el trío Argentina-Brasil-México acumuló una caída de casi el 10%. Este comportamiento contrasta claramente con lo sucedido en el universo de la CMI, donde la caída abrupta de reservas en países como Corea del Sur se compensó con la entrada de capitales (y aumento de reservas) en Japón y con la profundidad y estabilidad del stock de reservas chinas.

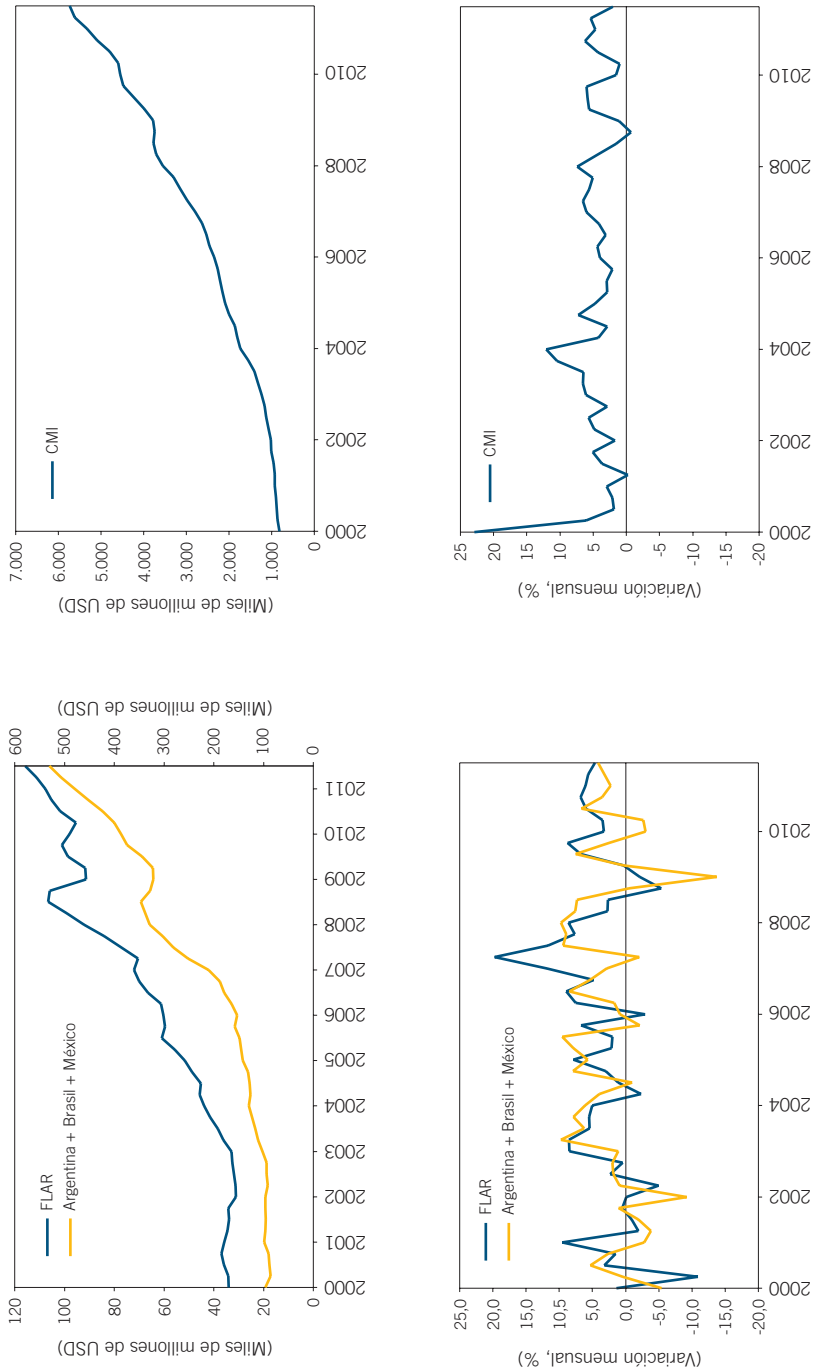
El mismo mensaje surge de la matriz de correlación bilateral de la variación de reservas de los integrantes del FLAR indica que éste es el caso, en muchos casos exhibiendo números cercanos a 0,50 desde mediados de 2007 (Figura 7). Curiosamente, el promedio de correlación en el grupo FLAR (26%) es similar al del grupo CMI, lo que sugiere que la diferencia a favor de este último no se encuentra necesariamente en los mayores márgenes de diversificación.

Casi tan importante como estimar la correlación promedio es precisar en qué medida ésta correlación aumenta en momentos de iliquidez global. La Figura 8 muestra cómo la correlación promedio entre miembros (calculada para una ventana móvil de doce meses) sube en períodos de stress financiero, que a los fines prácticos se identifican en la figura como picos del índice de riesgo global (IRG) reportado en Levy Yeyati y Cohan (2011)<sup>12</sup>. Previsiblemente, un patrón similar reaparece al observar las fluctuaciones cambiarias, que a su vez reflejan las variaciones en los flujos de capitales. Aquí sí la comparación con la CMI revela diferencias: la correlación en el movimiento de reservas no se repite en la de tipo de cambio, reflejando la condición de moneda de reserva del yen y la intensa intervención cambiaria en China. Por último, la Figure 9 reproduce el ejercicio calculando el factor común (medido como el primer componente principal) del cambio en reservas, tipo de cambio y spread soberano, para mostrar cómo la fracción de la variabilidad de los mismos no explicada por este factor común cae en momentos de crisis.

<sup>12</sup> El índice de riesgo global se construye como el primer componente principal de las series del VIX (la volatilidad implícita en los contratos de opciones sobre el índice S&P500) y el spread de los bonos corporativos sin grado de inversión de los EEUU.



FIGURA 6\_STOCK DE RESERVAS INTERNACIONALES: FLAR VS. CMI



Fuente: Banco Mundial.

FIGURA 7\_VARIACIÓN MENSUAL DEL STOCK DE RESERVAS - MATRIZ DE CORRELACIÓN: (2007Q3-2011:Q4)

**Matriz de Correlación: Variación porcentual de Reservas Internacionales países FLAR (desde 2007-Q3 a 2011:Q4)**

	Bolivia	Colombia	Ecuador	Peru	Uruguay	Venezuela
Colombia	0.3454					
Ecuador	0.5049	0.5215				
Peru	0.5934	0.3248	0.1902			
Uruguay	0.4157	0.3817	0.208	0.3003		
Venezuela	0.4758	0.2544	0.3453	0.0573	0.0775	
Costa Rica	0.1183	0.0193	-0.188	0.6431	0.2566	-0.4869

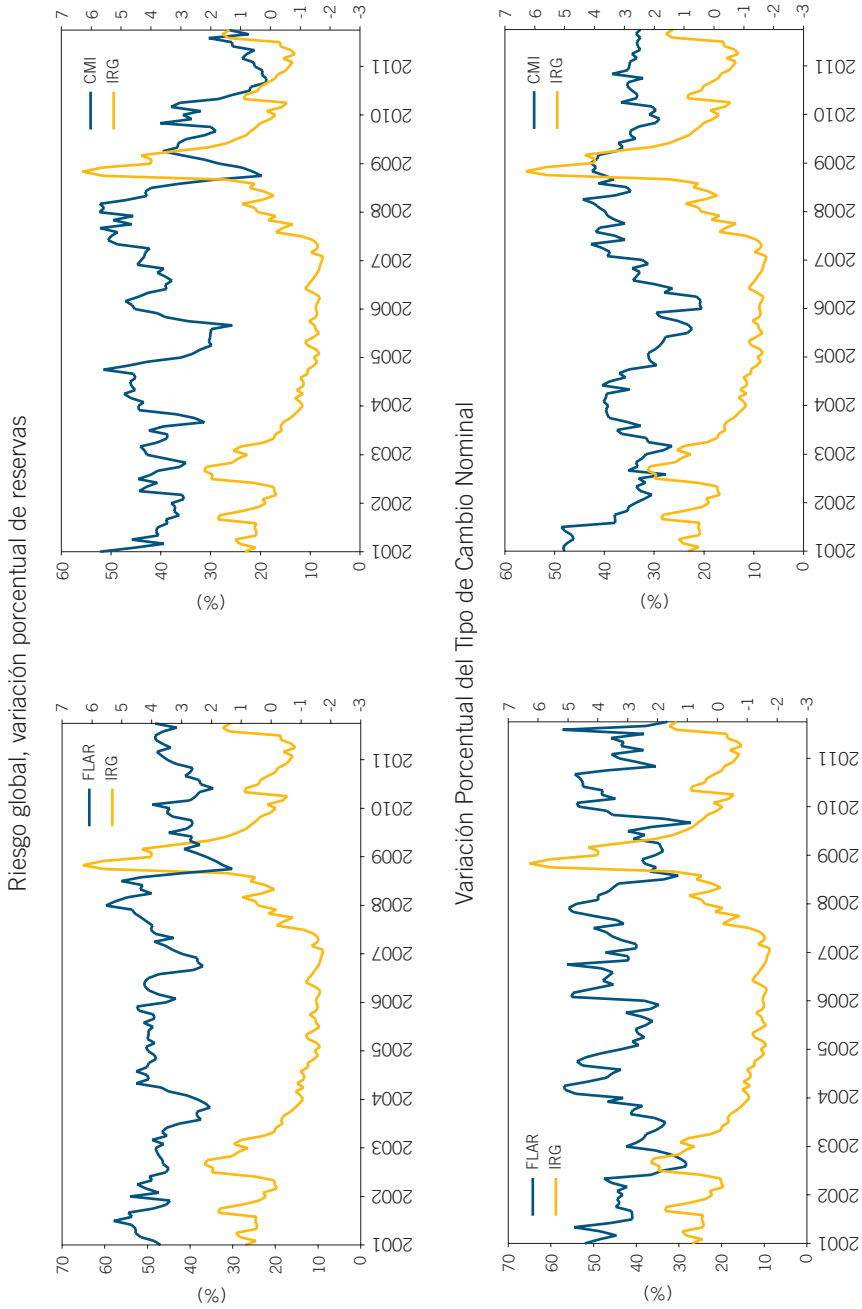
**Matriz de Correlación: Variación % de Reservas Internacionales de países de Chiang Mai initiative desde 2007-Q3 a 2011:Q4)**

	Brunei	Cambodia	China	Filipinas	Hong Kong	Indonesia	Japón	Korea	Laos	Malasia	Singapur	Tailandia
Cambodia	0.12											
China	0.11	0.62										
Filipinas	0.04	0.16	0.44									
Hong Kong	0.39	0.25	0.16	-0.18								
Indonesia	-0.32	0.19	0.33	0.41	-0.04							
Japón	-0.20	0.28	0.22	0.45	0.16	0.15						
Korea	0.16	0.36	0.46	0.24	0.43	0.75	0.19					
Laos	0.00	0.41	0.11	0.06	0.18	-0.04	0.41	0.03				
Malasia	-0.41	0.50	0.63	0.42	-0.13	0.73	0.41	0.52	0.10			
Singapur	0.00	0.57	0.55	0.59	0.15	0.64	0.48	0.62	0.10	0.69		
Tailandia	0.21	0.64	0.56	0.31	0.46	0.12	0.37	0.28	0.29	0.43	0.65	
Vietnam	-0.41	0.33	0.35	-0.01	0.18	0.03	-0.23	0.02	0.30	0.08	0.14	0.47

Nota: Se eliminó Myanmar por falta de observaciones.

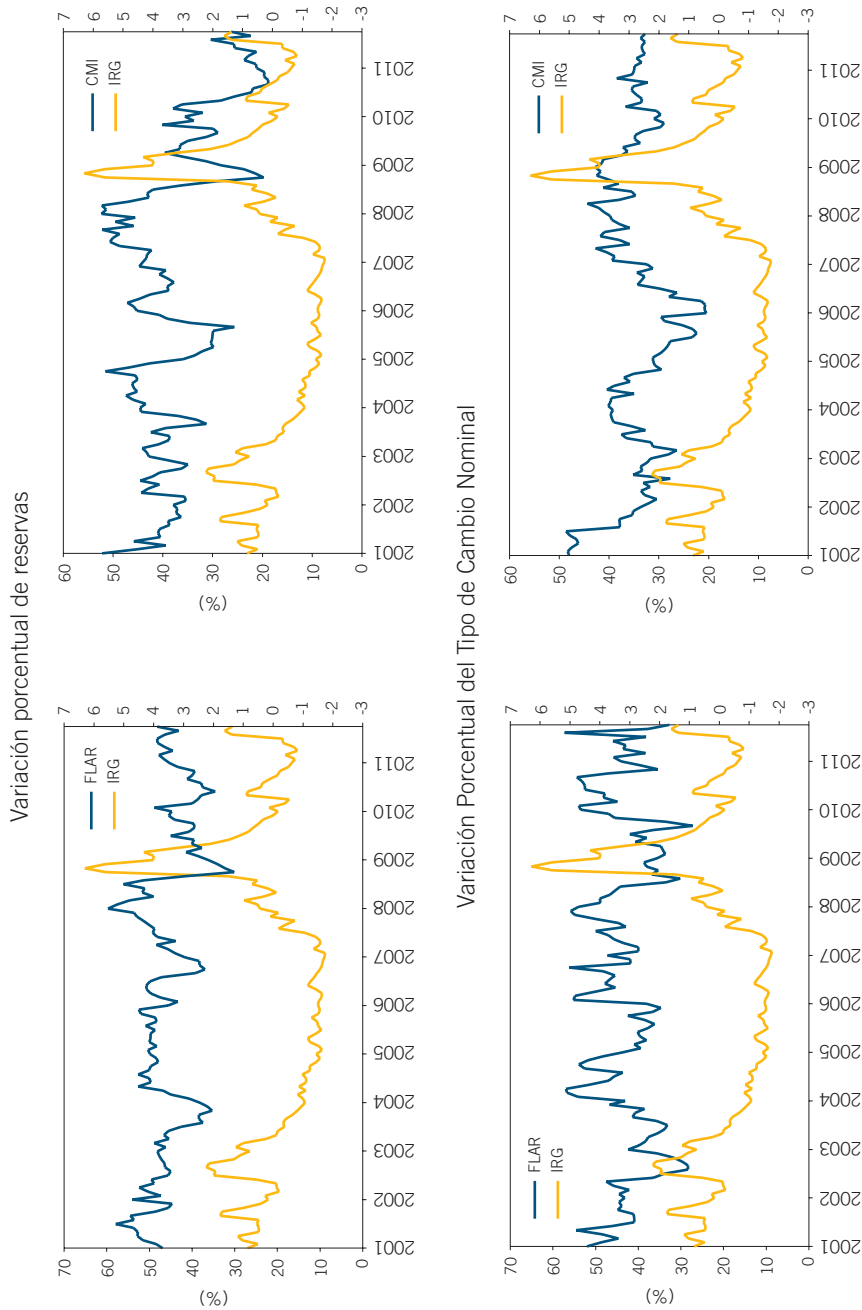
Fuente: CAF, Banco Mundial.

FIGURA 8\_RIESGO DE CORRELACIÓN REGIONAL



Nota: Correlación móvil sobre una ventana de 12 meses (eje izquierdo) entre los países de cada pool regional. El riesgo global (IRG) se mide en el eje derecho.  
Fuente: Banco Mundial, IFS.

FIGURA 9\_RIESGO DE CORRELACIÓN REGIONAL (PORCENTAJE DE VARIACIÓN EXPLICADO POR EL PRIMER COMPONENTE PRINCIPAL)



Nota: La figura muestra la proporción de la variación no explicada por los factores comunes capturados por el primer componente principal.  
Fuente: Banco Mundial, IFS.

Así, la comparación entre FLAR y CMI ilustra dos aspectos críticos de nuestra discusión. Primero, el hecho de que en Asia el total de reservas permaneció estable, gracias a que mientras los países chicos perdían reservas, los grandes (China y, sobre todo, Japón) las ganaban, mientras que en el FLAR, durante la crisis, las reservas cayeron reflejando el hecho de todos sus miembros perdieron reservas de manera sincrónica. Esta diferencia no desvirtúa el rol de FLAR como mecanismo de seguro contra shocks idiosincráticos de los países menores -situaciones en las cuales el FLAR se ha beneficiado exitosamente de la diversificación asociada a la agregación de reservas (el *risk pooling* comúnmente invocado como la motivación principal de dicha agregación). Pero pone en foco, nuevamente, un déficit crítico del FLAR si su objetivo consiste también en contribuir a la asistencia de liquidez en episodios de shocks sistémicos como el experimentado durante la última crisis global.

Pero la comparación pone el foco en otro aspecto no menos importante: el de la gobernanza. El dato de que el comportamiento individual de las reservas haya evidenciado una alta correlación (similar a la del grupo FLAR) se explica en el hecho de que el área del CMI, a pesar de no haber perdido reservas como un todo, no fue eficaz en la compensación de shocks asimétricos al stock de reservas mediante la transferencia de liquidez. ¿Por qué, contando con las reservas y con el andamiaje institucional para circularlas regionalmente, el Asia emergente se vio sacudida como lo hizo en 2009, al punto de depender, en el caso de Corea del Sur, de un préstamo bilateral de la Reserva Federal y, más en general, del impráctico préstamo en renmimbi del Banco de China?

La respuesta a esta pregunta pone sobre la mesa aspectos institucionales que representan tal vez el mayor obstáculo a la hora de la conformación de una red de asistencia financiera regional. En particular, plantea claramente el dilema entre el tamaño y flexibilidad que hoy enfrenta el FLAR: mientras el nivel de exposición sea limitado, sus miembros tolerarían un mecanismo de asignación automático y simétrico eludiendo cuestiones de elegibilidad. En cambio, si el FLAR adquiriera una dimensión mayor, para convertirse en una fuente relevante en episodios de reversión de la cuenta corriente y presión cambiaria, sus miembros, particularmente para los países “prestamistas”, es decir, aquéllos que tenderán a aportar al fondo más de lo pedirán prestado y que, por ende, mantendrán una exposición neta frente a los países receptores de dichos préstamos. Esta tensión entre crecimiento y gobernanza es crucial en el debate sobre el futuro del FLAR: como nos enseña la experiencia hasta el momento frustrada del CMIM documentada más arriba, la relevancia regional del fondo se cifra tanto en su tamaño como en la flexibilidad en la asignación de recursos.

#### IV. El futuro del FLAR: Prognosis y propuestas

¿Qué significa todo lo anterior para el FLAR? ¿Hasta qué punto se aplica la experiencia asiática a la situación latinoamericana y qué podemos aprender de aquélla?

La analogía entre el FLAR y el CMIM son evidentes (y han sido destacadas por analistas de la iniciativa asiática): si el CMI fue diseñado, tentativamente, como una red de acuerdos de swaps bilaterales, la CMIM aspira a convertirlo en un pool de reservas a la manera de un prestamista multilateral regional, siguiendo en lo operativo un modelo a mitad de camino entre el FLAR y el FMI.

Una de las limitaciones del FLAR (en su situación actual, en la que aún no representa una red de asistencia que complemente o incluso sustituya parcialmente el atesoramiento individual de reservas) se relaciona con el tamaño del compromiso financiero de sus miembros: una rápida comparación con su par asiático muestra que las contribuciones, normalizadas por el PBI, son sensiblemente menores en la versión latinoamericana (Figura 10)<sup>13</sup>. Por ejemplo, para lograr la cobertura del producto promedio bajo la CMI, los miembros del FLAR deberían triplicar sus contribuciones (Cuadro 3). Tomando estos números de modo indicativo, podría sostenerse la necesidad de recapitalizar el FLAR.

Pero el nivel de contribuciones no es el único frente de acción que surge de analizar la experiencia asiática. Por un lado, la experiencia asiática enfatiza la dificultad para establecer un sistema de evaluación que facilite préstamos de montos considerables de manera automática cuando son necesarios. Por el otro, Asia emergente tiene lo que el FLAR (y posiblemente, América Latina) no: emisores de última instancia, proveedores de liquidez en picos de tensión financiera<sup>14</sup>.

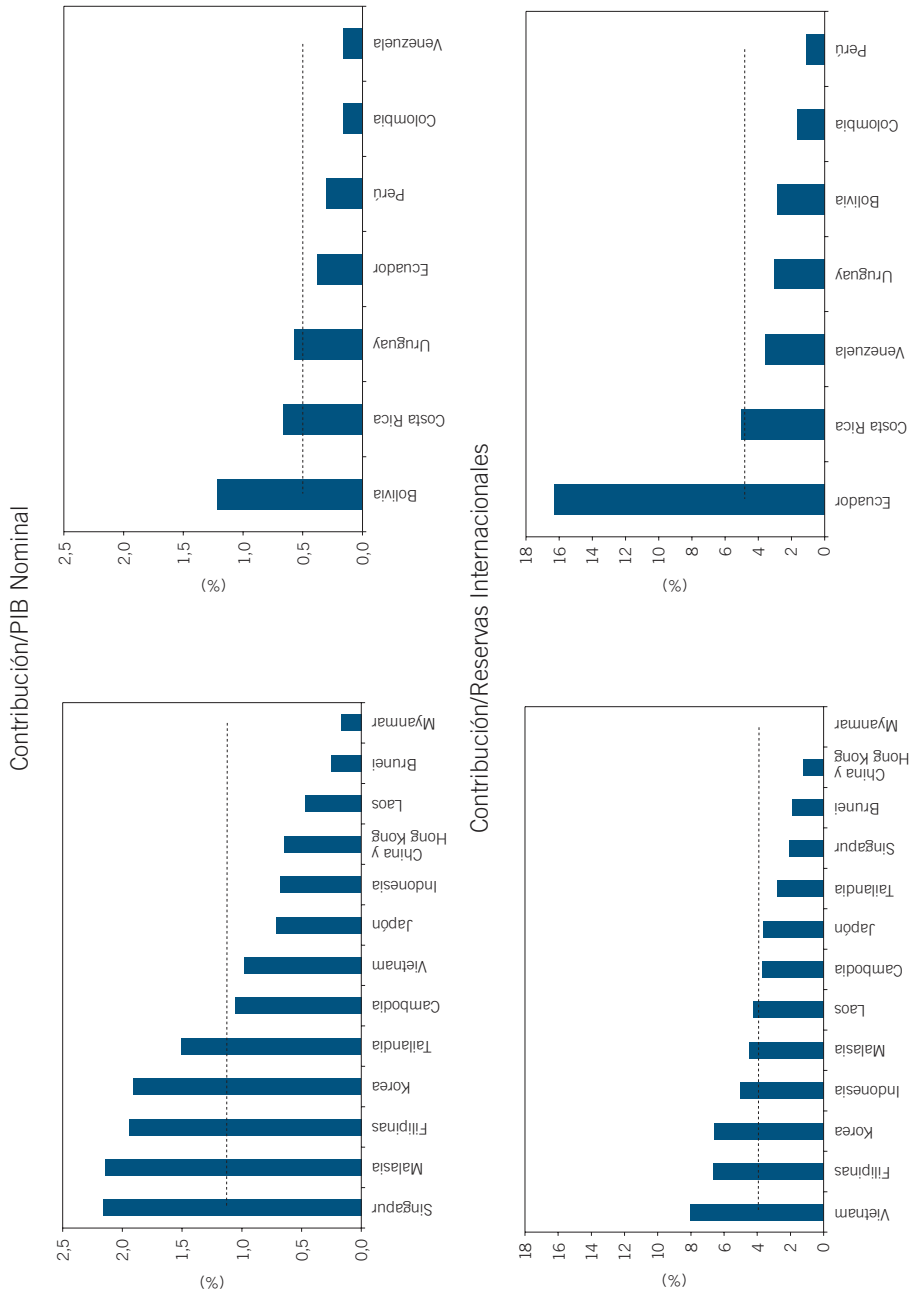
##### A. *Tamaño, contribuciones y reglas*

Parte de lo que hace atractivo el concepto de la CMI, más allá de sus déficits operativos, es la disponibilidad de un pool de reservas lo suficientemente profundo para que econo-

<sup>13</sup> Por el contrario, las contribuciones en términos del stock de reservas es comparable: la diferencia en el nivel de cobertura del producto refleja el elevado cociente de reservas sobre producto de la mayoría de las economías asiáticas, incluyendo los dos "donantes" asiáticos, China y Japón.

<sup>14</sup> Como dijimos antes, ambos puntos están relacionados. En la medida que los proveedores de liquidez estén más expuestos al riesgo de crédito, requerirán mecanismos de elegibilidad que excedan la disposición del buen vecino.

FIGURA 10\_TAMAÑO: FLAR VS. CMIM



Fuente: FLAR, CMIM, Banco Mundial.

## CUADRO 2\_CRÉDITOS OTORGADOS POR FLAR DURANTE LA CRISIS

Año	2009
País	Ecuador
Monto	480 Millones de USD
Tipo	Balanza de Pagos (hasta 2.5 veces el Capital Aportado)
Plazo	3 años con 1 año de gracia para abonos a capital
Tasa de interés	Libor de 3 meses +400pb

*Fuente:* FLAR.

## CUADRO 3\_EN MILES DE MILLONES DE USD

	Contribución	Cuota	Reservas (2010)	GDP Nominal (2010)
FLAR				
Venezuela	0,47	4,05	13,14	285
Colombia	0,47	1,18	27,77	283
Peru	0,47	0,97	42,65	154
Ecuador	0,23	0,53	1,43	61
Uruguay	0,23	0,47	7,64	41
Costa Rica	0,23	0,29	4,63	35
Bolivia	0,23	0,26	8,13	19
TOTAL	2,34	7,75	105,39	878
CMI				
China y Hong Kong	38,4	14,52	3.134,73	5.972
Japón	38,4	23,83	1.061,49	5.391
Korea	19,2	5,13	291,49	1.007
Indonesia	4,7	3,17	92,91	695
Tailandia	4,7	2,2	167,53	313
Malasia	4,7	2,7	104,88	219
Singapur	4,7	2,15	225,71	217
Filipinas	3,68	1,55	55,36	189
Vietnam	1	0,7	12,47	102
Myanmar	0,06	0,39		36
Brunei	0,03	0,33	1,56	12
Cambodia	0,12	0,13	3,26	11
Laos	0,03	0,08	0,7	6
TOTAL	119,72	56,9	5.152,10	14.170
		FLAR	CMI	
Capital Suscripto/GDP, Observado		0,27%	0,84%	
Capital Suscripto/Reservas, Observado		2,22%	2,32%	
Cuota FMI/GDP, Observada		0,88%	0,40%	
Cuota FMI/Reservas, Observada		7,36%	1,10%	

*Fuente:* FLAR, CMIM, Banco Mundial.



más abiertas medianas como la coreana o, más aún, pequeñas como Vietnam tengan suficiente respaldo para prevenir, por su sola presencia, ataques especulativos o episodios de iliquidez ocasionados por pánico o contagio técnico sin fundamento macroeconómico -y, eventualmente, reducir la demanda latente por un colchón propio de activos externos.

En este sentido, desde el punto de vista de sus actuales integrantes, la inclusión de Chile y, sobre todo, Brasil (países con un importante stock de reservas y buen acceso a los mercados de capitales) es un primer paso importante para escalar lo que hoy es un esquema útil pero de incidencia limitada. Si estos dos países integraran el mismo porcentaje de sus reservas que el promedio de los actuales integrantes, el capital del FLAR crecería en un 309%. Si, adicionalmente, lo hicieran México y Argentina, el incremento total sería del 475%<sup>16</sup>.

Por otro lado, bajo ciertas condiciones de operación (en particular, un esquema de elegibilidad transparente), y con el aporte neto de países con un gran stock de reservas y mejores condiciones de acceso a fuentes de liquidez de emergencia, el FLAR podría subsanar una de sus debilidades más obvias: el hecho de que, a diferencia del CMI, la capacidad de endeudamiento de los países excede con creces el capital del fondo (Cuadro 1), lo que se riñe con una situación sistémica en la que más de la mitad de sus miembros quisieran contabilizar las líneas de crédito como parte de sus activos externos líquidos. Si, emulando a su par asiático, se integra a Brasil y Chile con un multiplicador (el cociente entre capacidad de tomar prestado y capital pagado) de 0.5 y se mantiene el cociente en 2.5 para el resto de los integrantes, el cociente deuda potencial sobre capital para el FLAR en su totalidad disminuiría a niveles operables.

Este camino de expansión e inclusión de socios “donantes” introduce de lleno el aspecto institucional: ¿quién y cómo decide la elegibilidad de potenciales solicitantes de líneas de crédito?

Por un lado, de nada sirve un organismo cuya decisión final de acceso es contingente a una evaluación compleja y subjetiva de la capacidad de repago del solicitante, en tanto una característica del PUI debe ser su previsibilidad, de forma tal que los actores intervinientes (autoridades soberanas e inversores) conozcan, ex ante, con qué liquidez cuenta el país en caso de emergencia.

<sup>15</sup> Elevando el porcentaje de aportes como proporción del PBI al nivel del CMI, el capital del FLAR ascendería hoy a usd33.6bn, o 14 veces su stock nivel actual (usd2.3bn).

Naturalmente, de poco sirve un organismo que mantiene la decisión final de acceso contingente a una evaluación compleja y subjetiva de la capacidad de repago del solicitante. Como se señaló, una característica del prestamista de última instancia es su previsibilidad: tal como sucede con un banco comercial frente al banco central, los actores intervinientes (autoridades soberanas e inversores) deben saber a priori con qué liquidez cuenta el país en caso de emergencia. En el otro extremo, la ausencia de evaluación puede llevar a que primen consideraciones políticas que eliminen toda condicionalidad ex ante, dando lugar a los mismos temores sobre posible riesgo moral y exposición crediticia de los “donantes” que no sólo han inhibido iniciativas semejantes en el FMI sino que, a nivel regional, obstaculizan la profundización del CMI o la EFSF.

De nuevo, la experiencia asiática (y la europea) es ilustrativa. ¿Hasta qué punto hay voluntad de autoevaluación en la región? Más importante aún, ¿es concebible un esquema en el que los países “donantes” tengan el reaseguro necesario para convertirse en prestamistas regionales sin reproducir una situación similar a la del FMI (o, potencialmente, del CMI) que genere incomodidad o recelo entre los miembros “prestatarios”?

Sin embargo, una expansión del FLAR requeriría avanzar en este frente institucional, con la conformación de una Oficina de Evaluación, equivalente al AMRO asiático, que estableciera y monitoreara condiciones objetivas y verificables para activar las líneas de crédito<sup>16</sup>. Asumiendo que, al igual que en el caso asiático, este rol no puede ser delegado en el FMI, queda la pregunta de si esta oficina debería formar parte del FLAR (tal vez la opción más natural) o constituirse como unidad independiente.

Dada la gran variedad y heterogeneidad de posiciones políticas dentro de América Latina, sería recomendable que, en el mediano plazo, dicha oficina se independizara del FLAR. Si bien idealmente dicha oficina debería ser externa a la región de modo de eludir las influencias políticas, en la práctica una evaluación externa (de países extrarregionales u organismos multilaterales) sería inaceptable para los países miembros conspirando contra la utilidad del FLAR -del mismo modo en que lo hizo para los países asiáticos. Un camino intermedio a explorar sería una combinación de ambas opciones: condiciones de elegibilidad determinadas por el FLAR pero evaluadas por un organismo multilateral, responsabilidad ésta que, a los efectos de soslayar el estigma político del FMI, podría recaer en el BID o en la CAF.

<sup>16</sup> Por verificable se entiende específicamente la posibilidad de realizar un cálculo independiente en base a datos observables de modo de eliminar en todo momento la incertidumbre sobre el acceso a los fondos y la necesidad de un proceso de solicitud formal.

### B. El FLAR como “acreedor privilegiado”

El tamaño del aporte no es la única dimensión en base a la cuál puede extenderse el capital (y, por ende, el alcance de la cobertura de liquidez) del FLAR. El organismo puede, alternativamente, apalancar su capital en el mercado a un costo relativamente bajo, y en todo caso generalmente menor que el de sus países miembros, como una alternativa menos onerosa (o un complemento) a la integración directa de capital.

Como se dijo, las emisiones del organismo han sido particularmente exitosas a la hora de reducir los costos de financiamiento en relación a los países miembros. Este patrón (un menor costo de financiamiento que el enfrentado individualmente por sus miembros) parecería aplicarse más en general a organismos financieros multilaterales con responsabilidad solidaria -aún a aquellos con un nivel de apalancamiento sustancialmente mayor (ver, en particular, el caso de la CAF en la Figura 5).

Esta característica, lamentablemente poco estudiada empíricamente, podría reflejar los beneficios de diversificación del riesgo crediticio (por ejemplo, si un default soberano requiere que un país enfrente escasez de divisas, un default del FLAR requeriría que varios lo hicieran a la vez). Asimismo, podría ser una consecuencia del hecho de que el capital pagado al organismo se asemeja a los activos de un fondo fiduciario de gestión conjunta. De este modo, un default soberano no se vería reflejado necesariamente en una merma en el capital del FLAR.

De hecho, el acceso a las líneas de crédito del FLAR requiere de una aprobación del Directorio o de la Presidencia Ejecutiva (según el tipo de crédito). La aprobación de estos créditos, si bien en el pasado ha sido expeditiva, no es automática. Por esta razón, las contribuciones no son clasificadas como reservas internacionales según el Manual del FMI. Motivado por lo anterior, la agenda estratégica de la Presidencia Ejecutiva del FLAR estudia una propuesta que permite que el capital pagado pueda ser parte de las reservas internacionales del banco central.

Del mismo modo, la gestión mancomunada de las reservas, a través del control entre pares, puede reducir el riesgo de crédito asociado con la voluntad de pago. De manera trivial, si el spread soberano refleja dudas sobre la voluntad de pago de un emisor con capacidad de pago, las contribuciones de este mismo emisor al FLAR tendrían un riesgo menor en la medida en que la decisión de pago sea en conjunto con otros emisores percibidos como de mayor disposición al pago. De hecho, aún en el caso de emisores igualmente du-

dosos, el peer control haría que la incidencia de motivaciones idiosincráticas para la restructuración se cancelaran entre sí, nuevamente reduciendo la probabilidad de default<sup>17</sup>.

Esta discusión liga con el dilema entre la fiducia o delegación de las reservas a un gestor común y su efecto sobre los costos de financiamiento del organismo y del emisor individual. Más de una vez se ha planteado la pregunta de si el seniority de los organismos multilaterales de crédito<sup>18</sup> reduce el costo de financiamiento oficial a expensas del financiamiento privado, al restar de la capacidad de pago del deudor en caso de restructuración por insolvencia.

Sin embargo, el argumento en la medida en que el evento de restructuración obedezca, como ha sido el caso en muchas ocasiones, a dificultades de refinanciamiento y problemas de iliquidez. Por un lado, el préstamo multilateral, al operar como red de seguridad (en rigor prestamista de última instancia) puede prevenir la corrida y actuar como catalizador del crédito privado en situaciones de crisis. Del mismo modo, en la medida en que por su condición no introduzca problemas de refinanciación, el stock de deuda oficial no contribuye al riesgo de una crisis de iliquidez.

En virtud de esto, en la medida en que el problema de fondo sea un shock transitorio de liquidez, un mayor seniority del FLAR (a partir de la segregación de un stock mayor de capital, que expandiera sus líneas de crédito a expensas de las reservas de sus miembros) o el desplazamiento asociado al reemplazo de deuda privada con deuda multilateral en un episodio de stress financiero y desfinanciación, deberían ser menores. Esto tiene implicaciones de peso sobre el funcionamiento del FLAR: a igualdad de apalancamiento, e adicionalmente a las ganancias por diversificación, un FLAR más grande contribuiría a abaratar el costo promedio de las reservas.

### *C. El FLAR como vehículo y el rol de la comunidad financiera internacional*

Ya se mencionó la ausencia de emisores de última instancia regionales, que generen liquidez al momento en el que la mayoría de los miembros la necesita. En este contexto, por las razones esgrimida en la sección anterior, en tanto entidad con un riesgo de crédito

<sup>17</sup> Si bien es cierto que no abundan en la práctica los casos de defaults oportunistas (por falta de voluntad de pago), esto no quita que los spreads muchas veces reflejen estos temores.

<sup>18</sup> Se refiere al status implícito de acreedor privilegiado, validado por el hecho de que los deudores suelen servir estas deudas aún en períodos de incumplimiento de obligaciones privadas.

acotado, el FLAR es un vehículo privilegiado para integrarse con la comunidad financiera internacional (en rigor, con los emisores de última instancia) a los fines de acceder a liquidez contingente a un evento de crisis sistémica.

Más específicamente, adicionalmente a la emisión de deuda (que implica un costo menor de acarreo de reservas) el FLAR podría amplificar su capacidad prestable estableciendo líneas de crédito contingente con organismo con acceso a los prestamistas de última instancia (FMI, Banco Mundial, BID), con bancos centrales como la Reserva Federal, o incluso (aunque de manera más costosa y menos confiable) con un consorcio de bancos internacionales.

La negociación de estas líneas seguramente debe atravesar delicadas consideraciones políticas (incluyendo la resistencia de la contraparte a generar un pasivo contingente con una entidad con accionistas sin grado de inversión) pero no deja de ser un objetivo consistente con la discusión sobre RAFIs en el marco del G20 y del mismo FMI y, bajo ciertas condiciones, el esquema ideal por el que los países desarrollados pueden compensar la presión que ejercen contra la intervención cambiaria en el mundo en desarrollo.

## **V. Recapitulación: algunas propuestas positivas**

Como se ha documentado en este trabajo -y en otros anteriores- hay un aspecto de crucial importancia para evaluar la capacidad de un organismo como el FLAR para suplir la ausencia de un prestamista de última instancia internacional. Frente a shocks globales la correlación de las demandas de reservas en los países miembros (y, en general, las economías latinoamericanas) suele alcanzar niveles elevados, reduciendo los beneficios de diversificación que un pool de reservas como el FLAR puede ofrecer. Este aspecto está asociado al hecho de que, a diferencia de otras regiones, ningún país en América Latina es emisor de una moneda de reserva que vea su demanda elevada en momentos de stress financiero global. Esto abona la conclusión de que, aun con la incorporación de los países grandes de la región, el rol del FLAR en épocas de shocks sistémicos sería limitado.

Sin embargo, el FLAR, aún con la limitación de carecer de un emisor de última instancia, es hoy el instrumento privilegiado para que la región avance en la integración de recursos de liquidez de modo de complementar las iniciativas de redes de seguridad financiera internacionales que florecieron tras la última crisis.

¿Qué motivación tendrían los organismos multilaterales de mayor tamaño para articular esfuerzos, e incluso establecer líneas de liquidez contingente con el FLAR, en línea con

lo propuesto en este trabajo? La respuesta a esta pregunta depende de qué tan en serio toma la comunidad internacional la necesidad de contar con una red de asistencia que vaya más allá de la proliferación de aforismos de los últimos años. A juzgar por los últimos capítulos del debate sobre redes de asistencia de liquidez global al interior del G20, parecería haberse llegado al límite de lo que la cooperación multilateral puede ofrecer en el mediano plazo. Esta coyuntura limitante ha sido reconocida incluso por el FMI (FMI 2010a y 2010b) que, en parte debido al fracaso del intento de extender servicios de liquidez a economías en desarrollo (hasta el momento, sólo tres países, México, Polonia y Colombia, solicitaron acceso a la línea de liquidez del FMI, y ninguno la utilizó), en su propuesta del GSM hace énfasis en la necesidad de integrar las facilidades del organismo con los arreglos regionales existentes.

En este contexto, de la discusión anterior se desprenden algunas propuestas tentativas de compleja pero factible ejecución, que resumimos a continuación:

- ❑ Integración del resto de la región mediante la incorporación de Argentina, Brasil, Chile y, potencialmente, México. Esto sumaría beneficios de diversificación, incrementaría el tamaño del fondo (sobre todo en relación a los países miembros más pequeños) y mejoraría su capacidad de endeudamiento.
- ❑ Organización de los derechos a préstamos de manera cooperativa (asimétrica), de modo que los países con exceso de reservas (Brasil, Chile) jueguen el rol de miembros “prestamistas” a la manera de Japón y China en el CMIM.
- ❑ Establecimiento de reglas de acceso transparentes y verificables, que limiten el riesgo moral de los “prestamistas” sin conspirar contra la previsibilidad y rapidez de acceso a los préstamos del FLAR.
- ❑ Creación de una unidad de evaluación macroeconómica dentro del FLAR, de tamaño pequeño y con acceso a información oportuna y detallada mediante acuerdos no sólo con los países miembros sino con otros organismos multilaterales como la CAF o el BID, como piloto de un oficina de evaluación independiente que monitoree la estabilidad macro financiera de la región y estipule y evalúe las condiciones de elegibilidad ex ante de los miembros.
- ❑ Apalancamiento del FLAR, mediante la emisión de deuda con grado de inversión y bajo costo de acarreo o carry (el spread).

- ❑ Establecimiento de líneas contingentes con bancos centrales desarrollados, multilaterales y, bajo condiciones razonables, sindicatos de bancos, a fin de reducir el costo de acarreo al mínimo.

De lo anterior se desprenden algunas preguntas de naturaleza no estrictamente económica que merecen ser al menos introducidas en la presente discusión.

¿Qué gana el miembro aportante con la integración? Podría argumentarse que las ganancias por menor costo de fondeo de las reservas asociadas a la integración del FLAR no involucrarían una mejora en el costo financiero de un país como Brasil, que acaba de emitir a una tasa históricamente baja para la región. Lo mismo podría decirse de la prima que obtendría por la inversión de sus reservas, asumiendo que el FLAR optimizara esta gestión y se beneficiara del spread cobrado a los receptores de préstamos, a la manera de otras instituciones multilaterales de crédito.

Sin embargo, la principal motivación no debería diferir de la que mueve a estos países a aportar en instituciones multilaterales como el FMI: los beneficios de la estabilidad regional, combinados con la voluntad de encarnar el rol de liderazgo naturalmente asociado a las principales economías de una región. A nadie escapa que las estrategias de integración regional (tanto comercial como financiera) suelen obedecer a consideraciones geopolíticas tanto o más que a factores económicos. Ese ha sido el caso, en particular, del CMI (y su sucesor, el CMIM) y, salvando las diferencias de contexto y forma, del European Financial Stability Facility (EFSF) y de su sucesor, el European Stability Mechanism (ESM).

La extensión de FLAR a países como Brasil, que probablemente jueguen el rol de prestamistas regionales, vuelve a introducir la pregunta sobre la gobernanza. ¿Cómo evita el prestamista la influencia política en la asignación de recursos, eludiendo a la vez la delicada tarea de evaluar a sus vecinos? Nuevamente, la respuesta enfatiza la necesidad de transparencia e independencia de criterios para la oficina de evaluación y monitoreo.

Tanto o más ambicioso es el objetivo de que el FLAR pueda, en última instancia, canalizar o participar de paquetes de asistencia de liquidez del FMI. ¿Qué ganaría el FMI con un arreglo que involucrara al FLAR como socio -y, en última instancia, usuario- de sus servicios de asistencia financiera? Por un lado, la participación del FLAR podría resolver uno de los obstáculos del FMI para suplir la ausencia de un prestamista de última instancia: la falta de solicitantes, debido en parte a las altas condiciones de elegibilidad (que pocos miembros del FLAR superarían) y al estigma político de solicitar asistencia al FMI. En el

primer caso, el FLAR limitaría la exposición de crédito del FMI (preservando su seniority implícita a través de la del mismo FLAR). En el segundo, el FLAR ofrecería un vehículo de distribución de las facilidades de asistencia del FMI políticamente menos sensible. Dicho esto, cualquier articulación del FLAR con el FMI enfrente obstáculos importantes, tanto por restricciones estatutarias del FMI en relación a sus receptores de crédito como por resistencias políticas a una asociación que, de producirse, debería incorporar la visión del FMI en la operación del FLAR.

En suma, el FLAR enfrenta hoy una desafiante encrucijada. Hasta ahora ha funcionado exitosamente pero en una escala pequeña. ¿Hasta qué punto fue la escala la razón del éxito? Dicho de otro modo, ¿qué riesgos hay de que, al expandir membresía y tamaño se desvirtúe un arreglo basado en la confianza entre los miembros y en exposiciones financieras limitadas? Con el incremento de esta exposición y la entrada de miembros que “prestamista” (aportantes netos al fondo) es probable que surjan los mismos problemas que hoy plagaron (y aún plagan) al CMIM. Por otro lado, aún si estos problemas se resolvieran, sería ingenuo plantear un futuro FLAR expandido como el prestamista de última instancia regional, habida cuenta de la correlación de shocks documentada en este trabajo. En cambio, un FLAR potenciado podría complementar una red de asistencia de liquidez internacional que hoy muestra limitaciones para satisfacer las necesidades de los países de la región. Del mismo modo en que CAF adoptó un rol específico en el menú de organismos multilaterales de crédito -una versión relacional del modelo más distante, *arm's length*, del Banco Mundial-, el FLAR podría jugar un rol a la vez específico y esencial en el entramado de recursos globales y necesidades regionales asociadas a la provisión de liquidez y la estabilidad financiera.

En última instancia, el desafío político de ahondar y profundizar en ese pequeño gran éxito que es el FLAR requiere avanzar lentamente sin descuidar la construcción institucional que garantice la equidad e independencia de criterios en la asignación de los recursos. Esperamos que las ideas y propuestas descriptas en este trabajo contribuyan a esta construcción.



**REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS SELECCIONADAS**

- Ciorciari** (2011) - "Chiang Mai Initiative Multilateralization, International Politics and Institution-Building in Asia", University of California Press.
- Culpeper R.** (2006) - "Reforma de la arquitectura financiera regional: el potencial de las instituciones regionales" en J.A. Ocampo (comp.), Cooperación financiera regional, LC/G. 2319-P, Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).
- Eichengreen B.** (2012) "International Liquidity in a Multipolar World." *American Economic Review*, 102(3): 207-12.
- Eichengreen B.** (2010) - "The International Financial Architecture and the Role of Regional Funds".
- Eichengreen, B.** (2006) - "Insurance Underwriter or Financial Development Fund: What Role for Reserve Pooling in Latin America?", serie Financiamiento del Desarrollo, N° 186, LC/L.2621-P, Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (cepal). Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: E.06.II.G.145.
- García E.** (2006) - Presentación en el Seminario "Rol de los fondos regionales en la estabilización macroeconómica" (17 y 18 de julio de 2007).
- Ghosh, A., M. Chamon, C. Crowe, J. Kim, and J. Ostry** (2009), "Coping with the Crisis: Policy Options for Emerging Market Countries," IMF Staff Position Note No. 2010/04 (Washington: International Monetary Fund).
- Grimes** (2011) - "The Asian Monetary Fund Reborn? Implications of Chiang Mai Initiative Multilateralization", *Asia Policy*, Number 11 (January 2011), 79-104
- FLAR** (2011) El FLAR dentro de la arquitectura financiera regional: historia y desempeño en perspectiva, Documento de Trabajo Interno, Diciembre.
- Reza M.** (2010) - "Emerging Market Countries and the Crisis: How have they coped?" IMF Policy Paper # IMF.
- Sussangkarn** (2011) "Chiang Mai Initiative Multilateralization: Origin, Development, and Outlook", *Asian Economic Policy Review*
- Titelman D.** (2006) - "La cooperación financiera en el ámbito subregional: las experiencias de América Latina y el Caribe" en J.A. Ocampo (comp.), Cooperación financiera regional, LC/G. 2319-P, Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL)
- Urrutia M.** (2006) - "Perspectivas del Fondo Latinoamericano de Reservas", Santiago de Chile, Inédito.

---

---

## APÉNDICE 1\_¿CUÁNTO CUESTA LAS RESERVAS?

---

---

El enfoque tradicional para calcular el costo de las reservas asume que las mismas se fondean con la emisión (o la no cancelación) de deuda soberana en moneda extranjera, asimilando el costo unitario del atesoramiento de activos extranjeros al spread soberano en el mercado secundario (Jeanne and Ranciere, 2009).

Naturalmente, hay excepciones. Por ejemplo, en un contexto de crisis, cuando los spreads adquieren niveles de pánico, ningún gobierno emite deuda por lo que el spread deja de representar el costo marginal del atesoramiento<sup>19</sup> Por otro lado, el uso del riesgo país como aproximación del costo de las reservas implica una aproximación del costo marginal por el costo promedio, pasando por alto dos efectos contrapuestos: el incremento del spread con cada nueva emisión de deuda, y su caída con el aumento de la cobertura de reservas. Dado que, por lo general, el efecto neto de emitir deuda para adquirir reservas (manteniendo constante el nivel de deuda neta de reservas) suele comprimir el spread, el mismo estaría sobreetimando el costo de las reservas.

Pero la crítica más importante al enfoque tradicional es quizás la menos obvia: las reservas no se compran con deuda en moneda extranjera sino con intervenciones del banco central, que luego éste esteriliza con deuda en moneda local -lo que tiene sentido si se piensa que la lluvia de dólares que da lugar a estas compras es el correlato de una mayor demanda de activos denominados en moneda local.

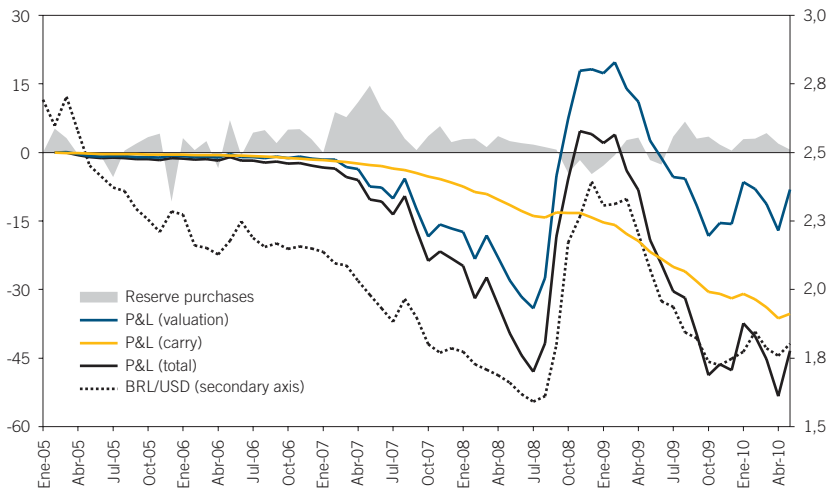
En ese caso, el costo de las reservas tiene dos componentes esenciales: pérdidas cuasi fiscales (el diferencial de entre la tasa de interés en pesos y la tasa internacional en dólares, o carry) y cambio por valuación de la posición de moneda del Banco Central (pérdidas en el valor en pesos de las reservas a medida que el tipo de cambio alcanza su nuevo equilibrio, o ganancias en caso de que el tipo de cambio vuelva a niveles más depreciados)<sup>20</sup> De esto surge que, si las tasas en pesos permanecen deprimidas por las expectativas de apreciación, y si éstas a su vez obedecen a factores temporarios (por ejemplo, flujos procíclicos y reversibles de capital especulativo), tanto el carry como los cambios por valuación podrían ser mucho menores de lo que el cálculo tradicional del costo de las reservas sugiere, e incluso derivar en una ganancia financiera para el banco central.

Las siguientes figuras ilustran el punto: países con un carry alto (Brasil, Turquía) tienden a acumular costos de intervención (mitigados en ambos casos por la reversión de la apreciación del tipo de cambio) mientras que la intervención en países con carry moderado o bajo suele resultar en un saldo positivo para la autoridad monetaria.

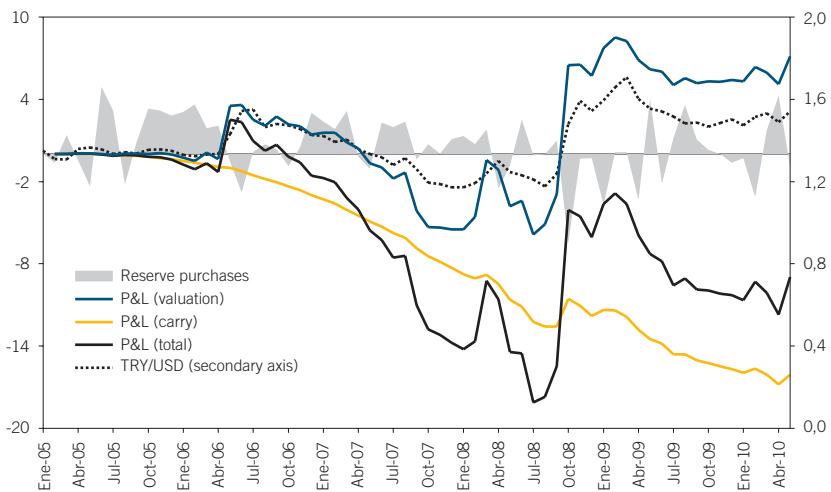
<sup>19</sup> Dicho de otro modo, si el soberano decidiera rescatar deuda en el mercado secundario, el spread descendería marcadamente, por lo que no sobrestima el costo marginal de emisión.

<sup>20</sup> Así, el costo de las reservas representa el espejo de las ganancias del inversor en moneda local (el llamado carry trade en jerga financiera), con la salvedad de que el banco central paga el carry financiero sin netear los costos de transacción.

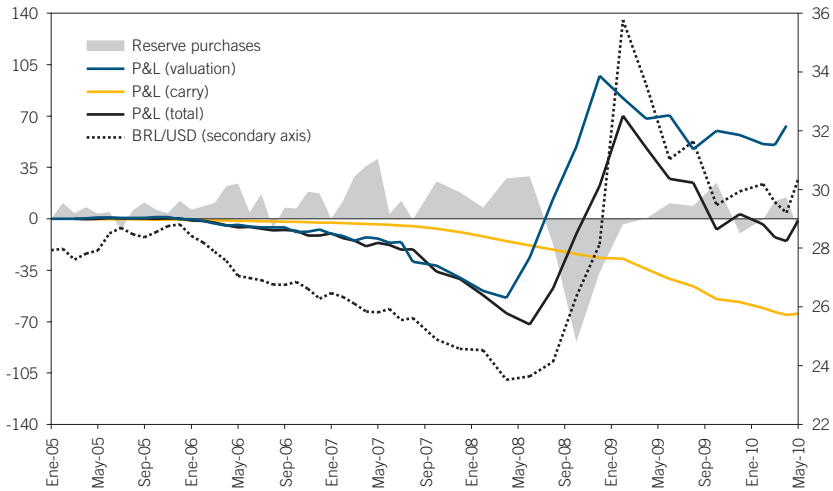
BRASIL  
(USD BILLIONS UNLESS OTHERWISE INDICATED)



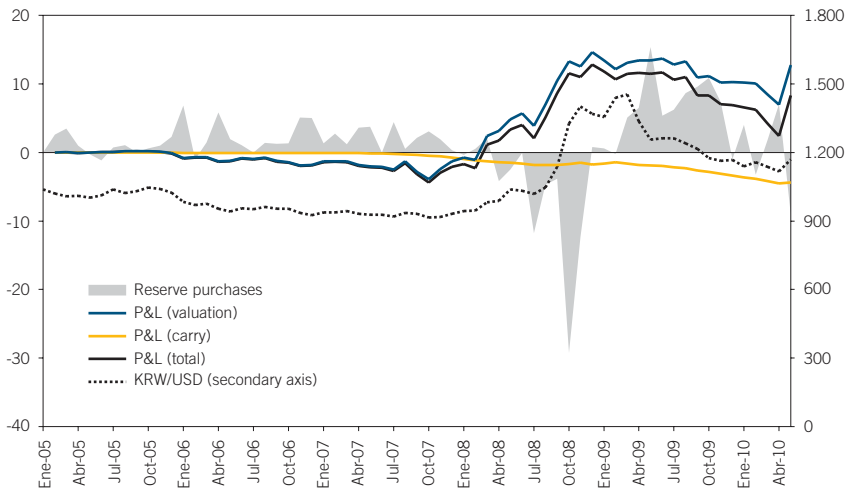
TURKEY  
(USD BILLIONS UNLESS OTHERWISE INDICATED)



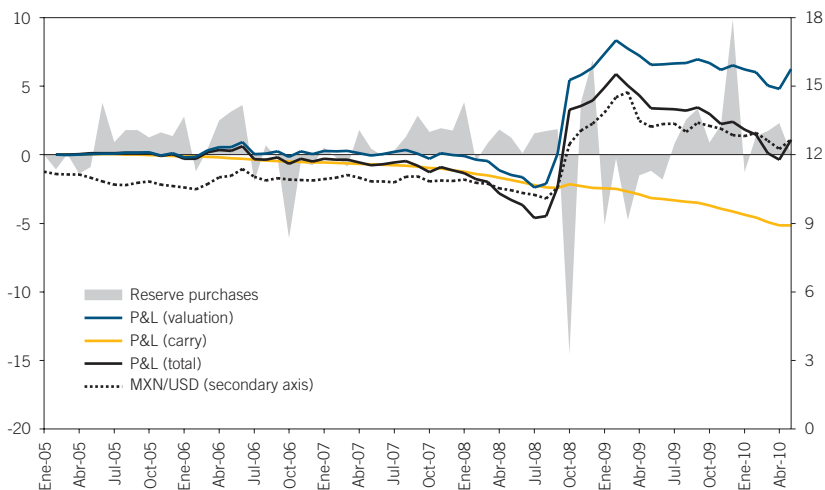
RUSSIA  
(USD BILLIONS UNLESS OTHERWISE INDICATED)



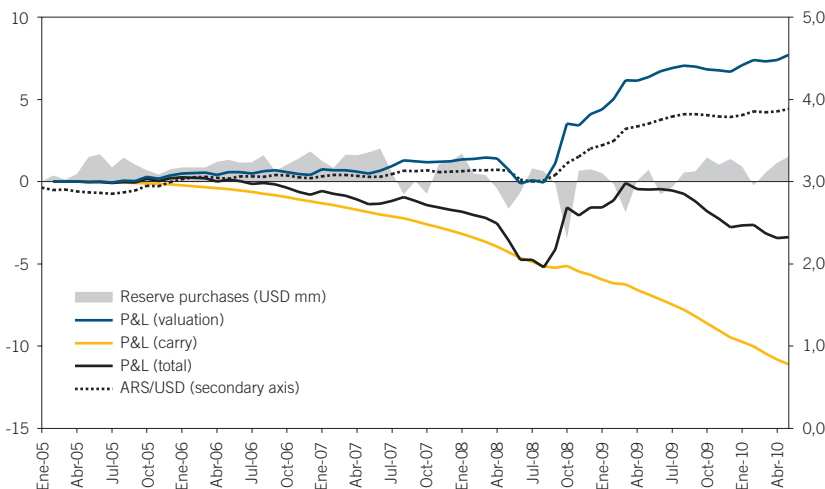
KOREA  
(USD BILLIONS UNLESS OTHERWISE INDICATED)



MEXICO  
(USD BILLIONS UNLESS OTHERWISE INDICATED)



ARGENTINA  
(USD BILLIONS UNLESS OTHERWISE INDICATED)



---

## APÉNDICE 2\_HACIA UN FONDO MONETARIO ASIÁTICO: CMIM Y AMRO

---

La Multilateralización de la Iniciativa Chiang Mai se lanzó en 2010 con el objeto de proveer asistencia de liquidez durante crisis cambiarias (como la CMI original), pero formalizando el diseño institucional de un pool de reservas (a diferencia de los arreglos bilaterales del CMI), el sistema de votos para el desembolso de fondos en función del peso relativo, y una mayor capacidad de evaluación y supervisión. A tal fin, en mayo de 2011 comenzó a ser operativa la Oficina de Investigación Macroeconómica de los países ASEAN (AMRO) destinada a evaluar la respuesta en caso de crisis de balanza de pagos. AMRO tendrá la responsabilidad de monitorear el desempeño macroeconómico de los países miembros para proveer alerta temprana en caso de necesidad de asistencia y, en períodos de disrupción financiera, cuantificar los fondos necesarios, monitorear su uso e impacto y proporcionar recomendaciones de política.

Las responsabilidades de AMRO se superpondrían temporalmente con las de otros organismos: inicialmente coexistirá con la Oficina de Integración Económica (OREI) del Banco de Desarrollo Asiático (ADB) y con las Oficinas de Monitoreo de la Integración para los Países Asiáticos (AIMO). Sin embargo, se espera que los informes surgidos de AMRO no compitan con los del FMI (Global Surveillance y Artículo IV), sino que los complementen (la experiencia previa de Wei Benhua, primer Director de AMRO, como Director Ejecutivo del FMI debería contribuir en este sentido) y que, al contar con recursos humanos propios de la región, mejoren la calidad de la supervisión.

Los partidarios de que el CMI se desvincule distancia del FMI para acercarse al modelo de Fondo Monetario Asiático propuesto por ASEAN, Japón, China y Corea del Sur al calor de las crisis de los 90s, enfatizan que el desafío de AMRO, en su rol de supervisor independiente, es probar que puede reemplazar al FMI sin ser presa de presiones políticas. Otros sugieren que, al contrario del caso de la UE, cuyas instituciones regionales fueron construidas en base a la cooperación de Alemania y Francia bajo el apoyo de Estados Unidos, la rivalidad estratégica entre China y Japón y el temor ante la creciente influencia de aquella son los principales obstáculos para la cooperación regional, realzando la necesidad de una relación con los EEUU a través del FMI. Por último, si bien la existencia del Fondo Latinoamericano de Reservas y el Fondo Monetario Árabe fortalecen las razones para crear un Fondo Monetario Asiático, las expectativas de líderes y expertos señalan que, a pesar de los avances recientes, es poco probable que comience a funcionar a pleno en el corto plazo.

---

---

---

### APÉNDICE 3\_¿QUÉ ES EL FLAR?<sup>21</sup>

---

---

El FLAR fue creado en 1978 como respuesta a la necesidad de contar con una institución financiera propia que centralizara la administración de una parte de las reservas internacionales de los países miembros, aprovechando economías de escala y, mediante la cooperación mutua, márgenes de diversificación, permitiendo mitigar desequilibrios en un país mediante la asistencia del resto.

En este sentido, el FLAR se inscribe en la arquitectura financiera regional (bacos de desarrollo, convenios de compensación de pagos) en el campo de la cooperación financiera y como complemento a otros acuerdos globales existentes. Específicamente, el FLAR se plantea como mecanismo de blindaje financiero que brinda asistencia crediticia ante problemas de liquidez o de balanza de pagos causados por desequilibrios externos transitorios mediante la agregación (pooling) de reservas (Eichengreen, 2006).

FLAR funciona como un seguro que se utiliza únicamente en escenarios de crisis de balanza de pagos, cuando los países miembros pueden solicitar un crédito a una tasa de interés accesible independiente de su nivel de riesgo individual -esto es, menor a la de mercado en situación de desequilibrio externo aunque no necesariamente mayor al costo financiero en tiempos normales, emulando de este modo la operación de un prestamista de última instancia tradicional.

A tal fin, FLAR invierte los aportes de sus miembros (parte de las reservas internacionales de los Bancos Centrales) con criterios de seguridad, liquidez y rentabilidad<sup>22</sup>, concentrando la inversión en activos líquidos con bajos costos de transacción y tenores cortos que impliquen riesgos de crédito y de precio moderados.

Aunque la capacidad de asistencia financiera de FLAR sea limitada, históricamente ha sido exitoso en contribuir a la asistencia ante crisis de balanza de pagos (sobre todo a sus miembros más pequeños como Bolivia y Ecuador) y la estabilidad financiera regional, exhibiendo flexibilidad y oportunidad en su respuesta y eficiencia en su funcionamiento.

El FLAR puede fortalecer su efectividad como fondo de reservas ampliando su capital con una ampliación estratégica de la membresía, potenciando de este modo su rol como organismo especializado dentro del menú de instituciones financieras regionales, y como pieza esencial en la arquitectura financiera internacional.

<sup>21</sup> Este apéndice se basa en la descripción documentada en FLAR (2011).

<sup>22</sup> Se busca que el valor de los activos del FLAR esté poco correlacionado con la situación económica de los países miembros, para que cuando un país requiera financiamiento, el valor de los activos del FLAR permanezca estable o, en el caso de activos de reserva, aumente como consecuencia de la fuga a la calidad o *flight to quality*). El nuevo índice de referencia para la inversión del patrimonio del FLAR es el siguiente: un tercio en bonos indexados a la inflación de los Estados Unidos (US TIPS) para plazos de 1 a 10 años, un tercio en Letras del Tesoro los Estados Unidos de un plazo de 6 meses y un tercio que tiene como tasa de referencia la tasa LIBID de 1 mes.