



2011

Mecanismos de blindaje financiero,
fondos regionales y otros esquemas
sustitutos o complementarios





MECANISMOS DE BLINDAJE FINANCIERO,
FONDOS REGIONALES Y OTROS ESQUEMAS
SUSTITUTOS O COMPLEMENTARIOS





MECANISMOS DE BLINDAJE FINANCIERO,
FONDOS REGIONALES Y OTROS ESQUEMAS
SUSTITUTOS O COMPLEMENTARIOS

DIRECCIÓN DE ESTUDIOS ECONÓMICOS

FONDO LATINOAMERICANO DE RESERVAS



Primera edición: marzo de 2011

Fondo Latinoamericano de Reservas
Ana María Carrasquilla, Presidente Ejecutivo (E)

Editado por:
Carlos Andrés Giraldo
Carolina Díaz

Transcripción:
María Cristina Holguín

Diseño y diagramación:
Consuelo Lozano | Formas Finales Ltda. | E-mail: formas.finales@gmail.com

Impreso y hecho en Colombia
Printed and made in Colombia



CONTENIDO

IX	AGRADECIMIENTOS
X	ACKNOWLEDGMENTS
XI	NOTA DE LOS EDITORES
XIV	EDITORS ' NOTE
15	RAMÓN MORENO <i>The role of foreign reserves and alternative foreign currency resources during the crisis</i>
37	JOSÉ DE GREGORIO <i>Acumulación de Reservas Internacionales en Economías Emergentes</i>
54	NICOLÁS EYZAGUIRRE <i>Liquidez internacional y el rol del FMI: Lecciones de la crisis y opciones de reforma</i>
60	EDUARDO FERNÁNDEZ -ARIAS <i>Prestamista internacional de última instancia: Lecciones de la reciente crisis global</i>



- 82 MANUEL R. AGOSIN Y RODRIGO HERESI
Hacia un Fondo Monetario Latinoamericano
- 116 EDUARDO LIZANO
Perspectivas del FLAR
- 122 BARRY EICHENGREEN
*The International Financial Architecture and the Role of
Regional Funds*
- 129 JOSÉ ANTONIO OCAMPO
Building an SDR-Based Global Reserve System
- 142 L. ENRIQUE GARCÍA
El papel de la banca de desarrollo en el ámbito regional



Agradecimientos

La V Conferencia Internacional de Estudios Económicos fue posible gracias al apoyo de Rodrigo Bolaños y de Ana María Carrasquilla, Presidente Ejecutivo (hasta el 15/06/2010) y Presidente Ejecutivo (E) del FLAR (desde el 18/06/2010), respectivamente. De igual manera, se agradece a Ana María Carrasquilla por su respaldo a la publicación del presente trabajo.

También se agradece de manera especial a Enrique García y a la CAF por el copatrocinio de la Conferencia, por cuarto año consecutivo.

A los expositores, en su orden de intervención, Agustín Carstens, Sebastián Edwards, Ramón Moreno, José De Gregorio, Augusto de la Torre, Nicolás Eyzaguirre, Eduardo Fernández-Arias, Manuel Agosin, Eduardo Lizano, Barry Eichengreen, José Antonio Ocampo y Enrique García, por aceptar la invitación a compartir sus conocimientos sobre el tema y quienes con su exposición hicieron una conferencia interesante y pertinente. Finalmente, pero no menos importante, se agradece a las autoridades económicas de los países miembros del FLAR y a los demás participantes en la Conferencia.



Acknowledgments

The V International Conference of Economic Studies was possible thanks to the support of Rodrigo Bolaños and Ana Maria Carrasquilla, Executive President (until 15/06/2010) and Acting Executive President of FLAR (from 18/06/2010), respectively. We also thank Ana Maria Carrasquilla for her support in the publication of this work.

We also wish to especially thank Enrique Garcia and the CAF for cosponsoring the Conference, for fourth consecutive year.

The speakers, in order of intervention, Agustin Carstens, Sebastian Edwards, Ramon Moreno, Jose De Gregorio, Augusto de la Torre, Nicolas Eyzaguirre, Eduardo Fernandez-Arias, Manuel Agosin, Eduardo Lizano, Barry Eichengreen, Jose Antonio Ocampo and Enrique Garcia, for accepting the invitation to share their knowledge on the subject and who with their presentations made possible an interesting and pertinent conference.

Last, but not least, we thank the economic authorities of the member countries of FLAR and other participants of the Conference.



Nota de los editores

La crisis económica mundial se manifestó de diferentes formas e intensidades en los países del mundo. La crisis tuvo mayor impacto en el mundo desarrollado, dada su naturaleza, estructura y desenvolvimiento. En contraste, la mayor parte de las economías del mundo en desarrollo y emergente experimentaron una mejor situación, tal como fue el caso de la región latinoamericana que, a diferencia de otras crisis, mostró mayor fortaleza y capacidad de recuperación.

Los mejores indicadores macroeconómicos de la región, acompañados de un significativo avance institucional en el marco de política económica, tanto monetaria como fiscal, contribuyeron a dichos resultados. Asimismo, se presentaron condiciones externas favorables, derivadas, en buena parte, del buen desempeño de las economías emergentes de Asia, especialmente de China, lo cual estuvo asociado a que los precios de los commodities no cayeran mucho ni durante largo tiempo.

El grado de liquidez externa reflejó la mejor posición de la región durante la reciente crisis, asociado al fuerte proceso de acumulación de reservas internacionales en años previos, lo cual se constituyó en un factor importante para suplir las necesidades de financiamiento ante la reversión de flujos de capital y el menor acceso a la financiación (Moreno, 2010). Sin embargo, no deja de reconocerse que dicha acumulación de reservas en el mundo emergente tiene un alto costo financiero, no es eficiente (Fernández-Arias, 2010), y puede ser una fuente potencial de fragilidad financiera mundial en la medida en que alimenta los desequilibrios globales (Eichengreen, 2010).

El eje del debate de la V Conferencia Internacional de Estudios Económicos del FLAR, titulada “Mecanismos de blindaje financiero, fondos regionales y otros esquemas sustitutos o complementarios”, fue la forma de optimizar los mecanismos de blindaje financiero para la protección de los países ante problemas de balanza de pagos y el papel que desempeñan las reservas internacionales, los fondos regionales y otros esquemas sustitutos o complementarios.

En concreto, se analizó y debatió la razón por la que las reservas internacionales continúan siendo un mecanismo de aseguramiento predilecto, pese a sus altos costos. Asimismo, se analizaron alternativas de blindaje financiero como las líneas de swaps de bancos centrales, las nuevas líneas de crédito del FMI (Línea de Crédito Flexible - LCF), los fondos regionales de reservas y algunas propuestas de reforma al sistema mundial de reservas y al mecanismo de prestamista global de última instancia, así como el papel contra



cíclico de los fondos de desarrollo regionales durante las crisis. A continuación se plantean algunos de los elementos de la discusión llevada a cabo, los cuales son desarrollados a lo largo de los diferentes documentos de la presente publicación.

En primera instancia, uno de los elementos considerados es que la demanda por reservas internacionales en el mundo emergente durante los últimos años no solo debe ser vista como resultado exclusivo de un motivo precaución, sino también como un mecanismo para afectar la tasa de cambio. De Gregorio (2010) afirma que estos dos motivos deben ser comprendidos en conjunto, y no por separado, pues esto permite entender el por qué otras alternativas de seguro, aunque posiblemente más económicas, no son tan demandadas. Asimismo, planteó que el seguro que provee las reservas internacionales no sólo es efectivo una vez éstas son utilizadas sino también cuando su tenencia cumple un rol disuasivo, lo cual explica por qué los países, aun en periodos de crisis, no utilizaron de manera significativa las reservas internacionales.

Durante la reciente crisis surgieron alternativas de blindaje financiero como lo fueron los swaps, implementados por bancos centrales, y la Línea de Crédito Flexible (LCF) del FMI. La pregunta es si estos mecanismos alternos redujeron la demanda por motivo precaución de las reservas internacionales. Moreno (2010) analizó dicha pregunta y considera que esto no fue claro para muchas economías probablemente porque, en el caso de la LCF, las economías no tenían seguridad ex ante de la disposición de esta línea y, en el caso de los swap, la elección de los bancos centrales dependía de su percepción de solvencia, la cual pudo a su vez depender de la cantidad de reservas ya acumuladas.

No obstante, la creación de la LFC durante la crisis constituyó un mecanismo efectivo para las economías con buenos fundamentos económicos que accedieron a tal mecanismo, en línea con lo analizado por Eyzaguirre (2010). En este punto, varios analistas consideran que el FMI puede seguir avanzando en dicha dirección, tal como es el caso de la Línea de Crédito Precautorio (LCP), bajo estudio para el momento de la conferencia. En este sentido, análisis como el de Fernández-Arias (2010) concluye que “la globalización financiera requiere un prestamista internacional de última instancia que ofrezca protección eficientemente”, específicamente que cumpla con dos pilares, el primero, que haga una precalificación unilateral que incentive la participación de los países en sus líneas de crédito y, segundo, que la activación del crédito sea automática.

Otra alternativa de blindaje financiero, existente antes de la crisis y que tomó fuerza tras la crisis asiática, son los fondos regionales de reserva, como es el caso del FLAR para la región latinoamericana. Estos acuerdos regionales pueden actuar como mecanismos de estabilización y armonización de políticas regionales, y constituirían una primera línea de defensa ante problemas de balanza de pagos, evitando el contagio y/o moderando los



efectos de las crisis mediante el suplemento de recursos de acuerdos globales como el FMI (Agosin, 2010). Al respecto, Ocampo (2010) plantea una reforma al sistema global de reservas que requeriría mejorar el uso de los DEG, convertirlos en el activo de reserva mundial dominante, sustituir la unidad de cuenta y crear fondos regionales de reservas.

Eichengreen (2010) considera los fondos regionales de reservas como opción factible frente a otros mecanismos como los Derechos Especiales de Giro (DEG), la LCF o la reacción de una red global de líneas swap, bajo el supuesto de que los choques no están perfectamente correlacionados entre sus miembros. Afirma que los fondos comunes reducen la cantidad de reservas necesarias a nivel individual y permite reducir los costos y riesgo de los seguros. A partir de esto, Eichengreen estudia los diversos acuerdos regionales existentes, incluyendo el FLAR, y explora eventuales fuentes de fortalecimiento de estos acuerdos.

Por ello, el fortalecimiento de las instituciones de blindaje financiero regional, tanto a nivel técnico como financiero, puede constituir un elemento clave para la estabilidad financiera global y regional. En esta dirección, Lizano (2010) sugiere una ampliación de la membresía del FLAR, con un mayor nivel de recursos y actividades.

Finalmente, pero no menos importante, se analizó el papel de la banca de desarrollo en el ámbito regional, y como complemento a los acuerdos regionales de reservas, el caso concreto de la CAF. García (2010) destaca el papel contracíclico de la banca de desarrollo y su función como intermediario en eventos de incremento de aversión al riesgo en los mercados internacionales.

Esperamos que el lector encuentre de especial interés los documentos de la presente publicación.



Editors' Note

The global economic crisis was faced in different ways and intensities throughout the world. The crisis had greater impact in the developed world, given its nature, structure and unfolding. In contrast, for the most part the developing and emerging world experienced a better situation, as was the case of the Latin American region which, contrary to other crisis, showed greater strength and capacity for recovery.

The better macroeconomic indicators of the region, together with important institutional progress in economic policy, both monetary and fiscal, contributed to these results. Also, there were favorable external conditions derived, for the most part, from the good performance of emerging economies in Asia, especially China, which was associated with prices of commodities not falling too much for a long time.

The degree of external liquidity reflected the best position of the region during the recent crisis associated with a strong process of accumulating international reserves in past years, which constituted an important factor to cover financial necessities before the reversion of capital flows and less access to financing (Moreno, 2010). However, it was not recognized that this accumulation of reserves in the emerging world has a high financing cost (Fernandez-Arias, 2010) and could be a possible source of world-wide financial fragility to the extent that feeds global imbalances.

The focus of the debate of the V FLAR International Conference of Economic Studies titled “Mechanisms of financial shielding, regional funds, and other substitute or complementary schemes,” was the form to optimize the financial shielding mechanisms for the protection of countries before problems of balance of payments and the role played by international reserves, regional funds, and other substitute or complementary schemes. Concretely, the reason why international reserves continued being a preferred mechanism despite high costs was analyzed and debated. Likewise, there was analysis of alternatives of financial shielding like central bank swaps lines, new lines of IMF credit (Flexible Credit Line), regional reserve funds, and some proposals to reform the world system of reserves and the global last resort lending mechanism, as well as the counter-cyclical role of regional development funds during the crisis. What follows are some of the aspects of the discussion held which were developed along with various documents of this publication.

First, one of the aspects considered is that the demand for international reserves in the emerging world during past years should not only be seen as the exclusive result of a precautionary intent, but also as a mechanism to affect the exchange rate. De Gregorio



(2010) affirmed that these two motives should be understood together, and not separately, for this permits understanding why other security alternatives, while possibly more economical, are not much demanded. It also raised the fact that the security provided by international reserves is not only effective when used but also possession plays a dissuasive role which explains why countries, even in times of crisis, do not significantly use international reserves.

During the recent crisis financial shielding alternatives were suggested like swaps, implemented by central banks, and the IMF Flexible Credit Line (FCL). The question is whether these alternate mechanisms reduced demand for international reserves for precautionary reasons. Moreno (2010) analyzed these questions and considered that this was not clear for many economies because probably, in the case of FCL, the economies do not have security ex-ante of the availability of this line and, in the case of swaps, the selection of central banks depended on its perception of solvency, which could depend on the quantity of accumulated reserves.

Notwithstanding, the creation of the FCL during the crisis constituted an effective mechanism for economies with good economic fundamentals that accessed this mechanism, in line with Eyzaquire's analysis (2010). On this point, various analysts consider that the IMF could advance in this direction, as in the case of the Precautionary Credit Line (PCL), under study at the moment of the conference. In this sense, analysis, like that of Fernandez-Arias (2010) concludes that "financial globalization requires a last resort international lender that efficiently offers protection," specifically having two pillars, the first making unilateral prequalification that incentivizes participation of the countries in its credit lines and, the second, automatic activation of credit.

Another alternative of financial shielding, existent before the crisis and which gained momentum after the Asian crisis are regional reserve funds, like in the case of FLAR for the Latin American region. These regional agreements could act as mechanisms for stabilization and harmonization of regional policies, and constitute the first line of defense before problems of balance of payments, preventing the spread and/or moderating the effects of the crisis through additional resources for global agreements such as the IMF (Agosin, 2010). In this respect, Ocampo (2010) posed a reform of the global reserve system that requires improved use of SDRs, converted into the dominant world reserve asset, substituting the account unit and creating regional reserve funds.

Eichengreen (2010) considered the regional reserve funds as a feasible option before other mechanisms such as Special Drawing Rights (SDR), the FCL, or the creation of a global network of swap lines, under the assumption that shocks are not perfectly correlated



between its members. He affirms that common funds reduce the quantity of reserves necessary at the individual level and permits reducing costs and risks of insurance. From this, Eichengreen studies the diverse existing regional agreements, including FLAR and explores possible sources of strengthening these agreements.

Therefore, strengthening of regional financial shielding institutions at both the technical and financial levels may constitute a key element for global and regional financial stability.

In this direction, Lizano (2010) suggests broadening FLAR membership with a greater level of resources and activities.

Last, but not least, the role of the development banks in the region, and as a complement to reserve agreements, the concrete case of the CAF, was analyzed. García (2010) highlighted the contra-cyclical role of the development bank and its function as an intermediary in events of increasing aversion to risk in international markets.

We hope that the reader finds the documents of this publication of special interest.



The role of foreign reserves and alternative foreign currency resources during the crisis

POR RAMÓN MORENO*

Foreign currency resources have played an important role during the recent financial crisis. This is one aspect of what in Latin America has been called blindaje financiero or financial shield. The focus of this note will be on foreign reserves and facilities introduced or massively expanded during the most recent crisis, drawing on some recent research on this subject.

As the crisis, unfolded in mid-2007, emerging market economies (EMEs) showed remarkable resilience. This reflected improvements in fundamentals as well as large foreign reserves. As the crisis spilled over to emerging economies following the Lehman bankruptcy, these foreign reserves were drawn on to offset reductions in foreign financing. Furthermore, two other types of foreign currency resources became available: Federal Reserve swap lines and the IMF flexible credit line.

To shed some light on the role of these resources, I will first describe some key features of the crisis, highlighting indicators that might give some idea of the relative effectiveness of these alternative foreign currency resources. Sources of resilience of emerging market economies will also be noted. A description of responses to the crisis will follow, including large-scale central bank intervention in foreign exchange markets drawing on foreign reserves, and responses of the Federal Reserve and the international community. The experience with the recent crisis provides insights on the relative merits of foreign reserves compared to alternatives.

* Head of Economics for Latin America and the Caribbean, Bank for International Settlements (BIS). This paper is based on a presentation made at VII Annual Conference on Economic Studies, Fondo Latinoamericano de Reservas, Cartagena, 9 August 2010. The views expressed in this paper are those of the author and do not necessarily reflect the position of the Bank for International Settlements.

I. Key features of the crisis

To provide some context for the role of foreign currency resources in EMEs in recent years, it is useful to highlight some key features of the crisis.

First, the crisis began with disruptions in financing supply in the US. These were due to increased perceptions of counterparty risks triggered by the collapse of the sub-prime lending market. In this setting, non-US banks needing US dollars to fund holdings of US dollar assets faced difficulties in securing financing. It is estimated that the long US dollar banks' dollar funding gap, which is the amount of resources required by these banks to fund their positions in US dollars, had reached about 1.8 trillion dollars by mid 2007 (Cecchetti, 2010). Much of the gap was funded through the foreign exchange swap markets but also through the interbank market and through wholesale providers, such as monetary authorities and money market funds. This short term funding presented rollover risks given that non-US bank assets in US dollars, especially structured finance products, turned out to be increasingly illiquid.

Second, these effects spilled over to emerging market economies in the form of reductions in cross-border bank lending. A question with important policy implications is how much this reversal was due to a reduction in credit supply. On the one hand, the US economy was slowing down, which could mean a reduction in exports, economic growth and credit demand in EMEs. While this effect raised concerns about economic activity, it did not necessarily imply a need for foreign currency. On the other hand, difficulties faced by international banks in financing their global investment positions would imply a reduction in foreign credit supply. Offsetting this could require significant foreign currency resources. Furthermore, a shock to global currency supply could limit the effectiveness of drawdowns in foreign reserves in stabilising foreign exchange markets (we discuss the evidence below). With this in mind, a BIS study estimated the role of supply and demand factors in the aftermath of the Lehman crisis and found that supply factors were dominant. They accounted for 8.4 percentage points of the 12.4% decline in cross-border lending to emerging market economies in the 4th quarter of 2008.¹

Third, disruptions were particularly apparent in interbank foreign exchange markets in both advanced and emerging economies. This reflected the fact that a key feature of the crisis was funding gaps faced by banks. *Disruptions in dollar cash markets* were associated with increases in the spread between 3-month LIBOR rates and overnight index

¹ Takats (2010a and forthcoming). The (global) supply factor is the quarterly volatility of the S&P500 financial index, GDP was taken as the demand factor.

swap rates in the Federal funds market (see the gray line in the left panel of Graph 1). Disruptions were also apparent in foreign exchange swap markets, where a lot of foreign currency financing is obtained. This was reflected in sharp increases in the spreads between the foreign exchange swap-implied interest rates (implied by covered interest rate parity) in US dollars in different markets and LIBOR (see Graph 1).

Fourth, *there were also disruptions in international debt markets*, as reflected in a reduction in the issuance of international bonds by emerging market economies and a sharp increase in EME sovereign bond spreads during the crisis (Graph 2).

Disturbances in international debt markets reflected a reduction in the global supply of debt financing resulting from increases in risk aversion. The left hand panel of Graph 2 shows that the emerging markets CDX, which is an index of CDS premia, was very highly correlated with indicators of risk aversion, including the US corporate BBB spread, the index of implied volatility of US equities (the so called VIX), and Duffie's measure of risk aversion. This is in line with BIS research that shows that fluctuations in sovereign spreads over time are largely driven by changes in risk premia rather than changes in fundamentals (as measured by ratings-implied expected loss).²

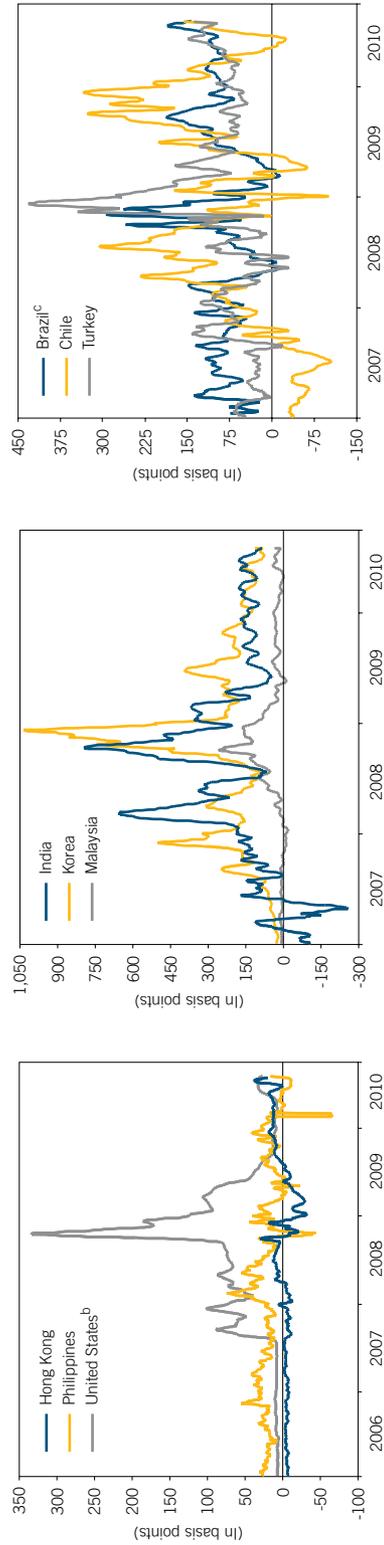
II. Strong position of emerging markets

Emerging markets were in a fairly good position to cope with disruptions to external financing, as a result of better fundamentals and large holdings of foreign reserves. In the 2000s significant improvements in fundamentals were reflected in emerging market sovereign ratings, resulting in much narrower ratings gaps between advanced market economies and emerging market economies (Graph 3).

As for foreign reserves, as shown in Table 1, there was a massive increase in foreign reserve holdings of EMEs between 1996 (just before the Asian crisis) and 2007, the beginning of the sub-prime phase of the global financial crisis. Over this period, the foreign reserve cover of short term external debt also increased sharply to well above the so called Guidotti-Greenspan rule of 100%. Emerging markets were generally in a position to fund gaps in foreign currency financing for well over one year.

² Remolona, Scatigna and Wu (2007) show how sovereign spreads can be decomposed into fundamentals and risk premia components. For further discussion of the international impact of the crisis see CGFS (2009), Chapter H.

GRAPH 1_HIGHER COSTS OF SHORT-TERM FINANCING IN FOREIGN CURRENCY^a

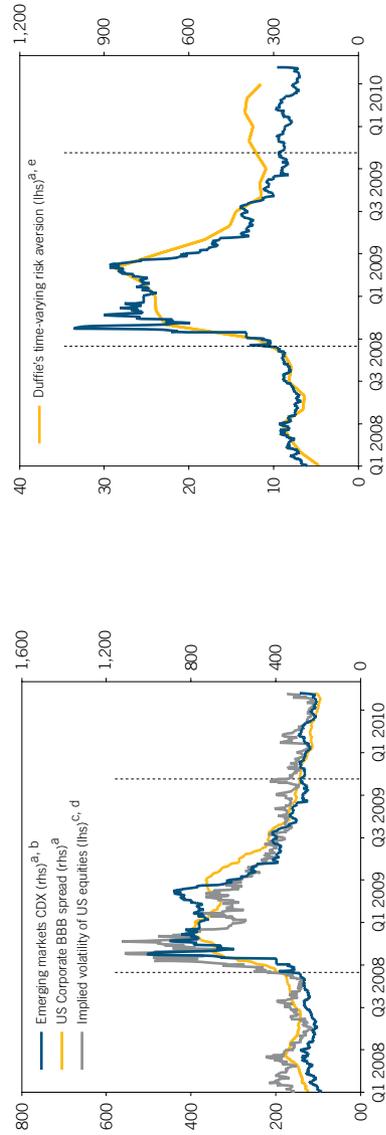


^aSpreads of implied US dollar rate over 3-months LIBOR rate (except as noted); implied rates calculated using forward, spot exchange rates (against US dollar) and local interbank market rates.

^b3-month US Libor minus OIS spread.

^cFor Brazil, "cupom cambial" was used as the three-month FX swap-implied US dollar interest rate. Source: Bloomberg; Datastream; JPMorgan; BIS calculations.

GRAPH 2_RISK AVERSION / VOLATILITY



The vertical dotted lines marks 15 September 2008 (the Lehman Brothers bankruptcy) and the beginning of crisis in Greece on 5 November, 2009, when the new government pledged in its 2010 draft budget to save Greece from bankruptcy by cutting the budget deficit of 12.7 percent of GDP - more than double the previously announced figure.

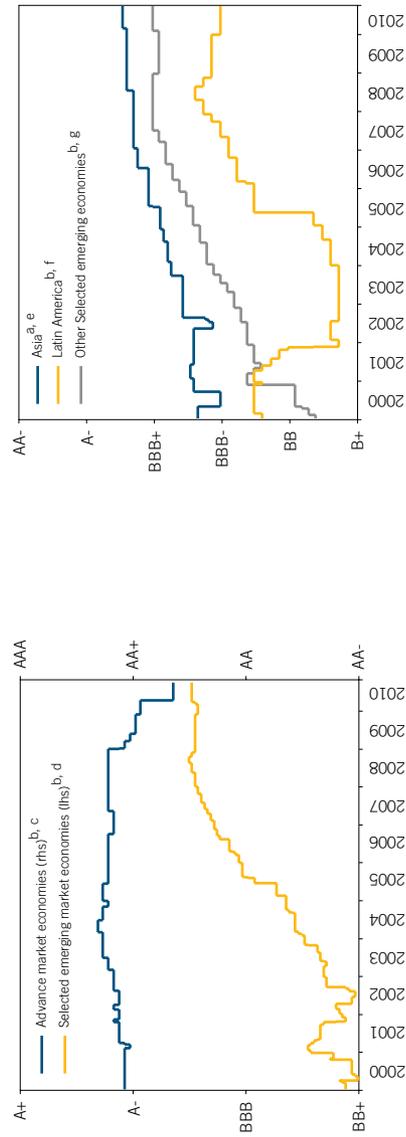
^aIn basis points.

^bFive-year on-the-run CDS mid-spread on index contracts of investment grade.

^c2005-07 = 100.

^dVIX index.

^eICDS sovereign risk premia explained by the intercept and time period fixed effects in a panel regression of the form, $\log(\text{CDS}_{it}) = a_0 + a_1t + a_2\log(\text{Sovereign rating}_{it}) + u_{it}$, estimated for a sample of 31 countries over the period 2003-10. Sources: Bloomberg; CBOE; Datastream; JPMorgan Chase; Merrill Lynch.

GRAPH 3_SOVEREIGN RATING GS^a

^aStandard & Poor's sovereign foreign currency ratings, long term.

^bAverage of the economies listed.

^cAustralia, Austria, Belgium, Canada, Denmark, France, Finland, Germany, Greece, Ireland, Italy, Japan, Netherlands, New Zealand, Norway, Portugal, Spain, Sweden, Switzerland, the United Kingdom and the United States.

^dArgentina, Brazil, Chile, China, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Korea, Malaysia, Mexico, the Philippines, Poland, Russia, Saudi Arabia, Singapore, South Africa, Thailand and Turkey.

^eChina, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Korea, Malaysia, the Philippines, Singapore and Thailand.

^fArgentina, Brazil, Chile and Mexico.

^gPoland, Russia, Saudi Arabia, South Africa and Turkey.

Source: Standard & Poor's.

TABLE 1_FOREIGN RESERVE ADEQUACY^a

	Outstanding year-end position				As a percentage of								
	In billions of US dollars				Short-term external debt ^b				M2				
	1996	2007	2008	2009	2009	1996	2007	2008	2009	1996	2007	2008	2009
Asia ^c	477	2907	3318	4028	55	170	449	586	545	22	35	35	35
China	105	1528	1946	2399	49	376	1249	1868	1597	11	28	28	27
India	20	267	247	259	21	260	340	338	302	11	28	27	23
Latin America	142	397	440	466	14	145	238	362	306	71	47	49	40
Argentina	18	44	44	43	14	60	200	279	350	27	51	49	46
Brazil	58	179	193	232	15	111	292	364	300	21	20	24	18
Chile	16	17	23	25	16	201	86	113	130	54	18	28	25
Colombia	9	20	23	23	10	142	201	390	374	23	26	28	24
Mexico	19	86	94	94	11	60	256	240	277	13	15	18	16
Peru	11	27	30	31	24	166	284	248	313	266	165	157	134
Venezuela	11	24	33	18	5	273	347	900	395	91	33	36	20
CEE ^{d, e}	78	753	703	722	20	452	153	144	166	...	38	40	36
Russia	11	467	413	417	34	42	493	490	618	22	86	86	80
Turkey	16	73	70	69	11	125	124	119	132	35	23	24	20
Other ^f	25	359	510	488	50	263	605	993	695	...	72	89	80

^a Regional aggregates for the outstanding year-end position of foreign exchange reserves are the sum of a set of economies in each region, simple averages otherwise.

^b Short-term external debt is defined as short-term liabilities to BIS reporting banks: consolidated cross-border claims of all BIS reporting banks on countries outside the reporting area with a maturity up to and including one year plus international debt securities outstanding with a maturity of up to one year.

^c Countries shown plus Hong Kong, SAR, Chinese Taipei, Indonesia, Korea, Malaysia, Philippines, Singapore and Thailand.

^d Central and eastern Europe: Bulgaria, Croatia, the Czech Republic, Estonia, Hungary, Latvia, Lithuania, Poland, Romania, Russia, Slovakia, Slovenia and Turkey.

^e M2 for Croatia unavailable.

^f Israel, Saudi Arabia and South Africa. For Saudi Arabia, excluding investment in foreign securities.

Source: IMF; Thompson Reuters; national data.

III. Responses to the crisis

A number of differences between the recent crisis and past crises may be highlighted. One was the extensive and successful use of “self insurance” on the part of EMEs, in the form of foreign exchange market intervention financed by foreign reserves. The use of foreign reserves did not always successfully contain crises in EMEs in the past. Another was the unprecedented expansion in certain international financing facilities specifically Fed swap facilities and the IMF FCL.

A. Intervention drawing on foreign reserves

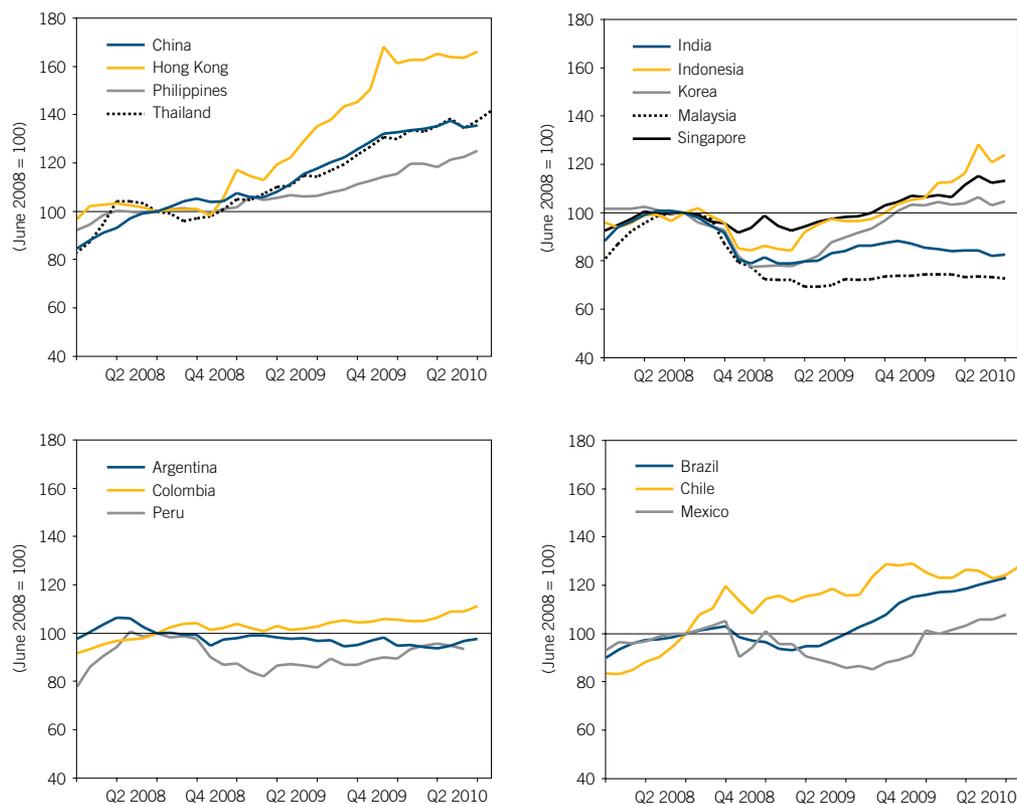
The immediate purpose of foreign exchange market intervention during the period of financial stress that followed the Lehman bankruptcy was to meet financing requirements of domestic residents, compensating for shortfalls in the availability of foreign financing. This was essential to ensure that such shortfalls did not lead to defaults and more severe consequences for EMEs. At the same time, however, the ultimate goal of using foreign reserves was to stabilise market expectations and the fact that foreign exchange market intervention could deplete reserves in this context could pose challenges.

The amounts of foreign currency used were in some cases very large, resulting in distinct declines in foreign reserves in some countries, as shown by the indices of foreign reserves in Graph 4. In several instances rapid or persistent declines in foreign reserves raised concerns about the sustainability of foreign exchange market intervention. In general, however, central bank intervention was associated with the restoration of stability in foreign exchange and debt markets in emerging market economies and this seems to have reinforced the impression that foreign reserve accumulation is after all highly desirable. It is evident that foreign reserves have been replenished in many countries and in many cases are back to or above the levels found prior to the Lehman bankruptcy in September 2008.

In this setting, central banks employed different strategies for entering the foreign exchange market, including intervention in the spot or the swap foreign exchange market, the use of foreign currency repo facilities or loan facilities in US dollars, and implicit or explicit guarantees on external borrowing or bank deposits. The latter was quite popular in Asia.

Intervention tactics were influenced by the need to maintain the credibility of authorities, but trade-offs were involved. For example, some central banks used non-discretionary instruments, eg pre-announcing the intervention amounts, seeking to avoid the impression that they were targeting the exchange rate, which could trigger speculative attacks.

GRAPH 4 FOREIGN RESERVES

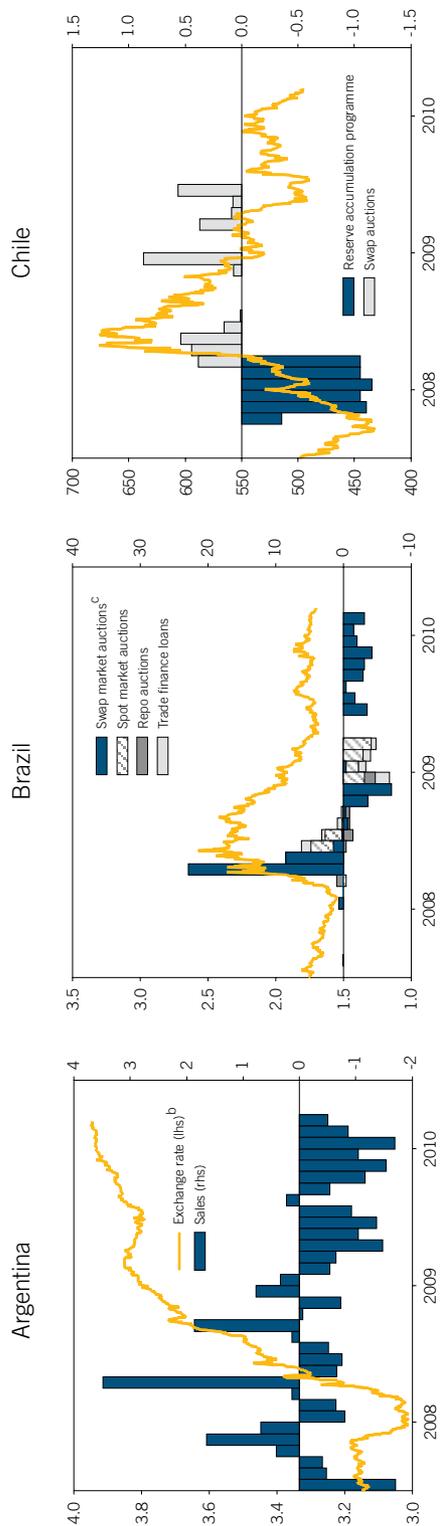


Source: IMF, national data.

Furthermore, to reinforce and perhaps economize on the use of foreign reserves, central banks sometimes fixed the amounts of foreign currency supplied *ex ante*, making sure it was as little as possible. Alternatively, central banks used discretionary intervention in larger amounts. This could be more effective in influencing market conditions but the foreign reserve drain would be larger. Still another approach used outside the region was to use the central bank balance sheet without reducing foreign reserves. In Turkey the central bank served as an intermediary between financial institutions in the foreign exchange market to counter the reluctance of financial institutions to deal with each other due to perceived counter-party risks. Graph 5 illustrates some of the specifics of how Latin American central banks intervened.³ It reveals large increases in sales of foreign currency in the aftermath of the Lehman bankruptcy, using, *inter alia*, swap and spot market auctions and options.

³ For further discussion see Moreno (forthcoming) and Jara, Moreno and Tovar (2009).

GRAPH 5_ CENTRAL BANK INTERVENTION IN THE FOREIGN EXCHANGE MARKET^a



^aThe figures correspond to the sum of assigned auctions in the month, expressed in billions of US dollars. Positive values indicate a sale of US dollars.
^bAgainst the US dollar; an increase indicates depreciation.
^cNet of issuance (issues of normal FX swaps and buybacks of reverse FX swaps) and purchases of foreign exchange swap contracts.
 Source: National data.



IV. Fed swap lines

During the crisis, the Federal Reserve implemented foreign exchange swap facilities with central banks in both advanced and emerging market economies. At the start of the program in 2007, the swap agreements involved USD20 billion to the ECB and USD4 billion to the Swiss National Bank. On October 13, 2008 ceilings for swap agreements with the ECB, the Swiss National Bank, the Bank of England and the BOJ were lifted altogether. Also in October 2008, the Fed undertook reciprocal currency arrangements of USD30 billion each with 4 emerging market economies, ie Korea, Singapore, Mexico and Brazil. Of these four economies, Singapore and Brazil did not draw on the facility, Mexico drew on it once, while Korea drew on the facility over several quarters (see Graph 9 below).

The Fed swap programme peaked at around USD580 billion in December 2008 and then was wound down as market turmoil eased, to USD100 billion by June 2009 and USD1 billion on 1 Feb 2010. These amounts were very large, and as discussed below, were important for financial stability in EMEs, including those EMEs with no swap agreement with the Fed.⁴

V. IMF facilities

Another innovation of the crisis was the introduction of the IMF flexible credit line (FCL). In April and May 2009 access to the FCL was approved for Mexico, Poland and Colombia for amounts totaling nearly USD78 billion. It is noteworthy that these countries renewed the arrangements in 2010 for similar amounts (except for Colombia where the amount renewed was smaller).

A key feature of this program is that it targets strong performers, ie countries with strong fundamentals because of the adoption and maintenance of sustainable economic policies.⁵ As discussed below, this can help mitigate issues such as stigma.

⁴ For a discussion of the scale of exchange rate intervention by the Federal Reserve, and the use of swaps for other purposes (eg in the aftermath of the Mexican peso crisis) in the past see Bordo, Humpage and Schwartz (2010), and also Moessner and Allen (2010).

⁵ Indicators include sustainable external positions, dominance of private capital flows and good access to international capital markets, comfortable foreign reserve holdings without the FCL, sound public finances and monetary and exchange rate frameworks and sound financial system. See IMF (2010a).

VI. Foreign reserves versus alternatives

The creation of new and very large financing facilities during the crisis raises the question of whether these changes are sufficient to reduce the need for foreign reserve accumulation for prudential purposes.

At least two issues come into play. One is the characteristics of alternative resources, including predictability of access versus carrying costs; amounts available and stigma or credibility issues.

Another is the effectiveness of accumulated foreign reserve holdings compared to foreign financing in offsetting the impact of changes in global investor risk aversion or stabilising foreign exchange markets. On the latter, the discussion will focus on research comparing foreign reserves to Federal Reserve swaps, as the IMF FCL has not actually been drawn upon.

A. Characteristics of alternative foreign currency resources⁶

Predictability of access versus carrying costs. A key trade off associated with using foreign reserves is that authorities gain predictability of access to foreign currency resources, while facing high carrying costs. Until recently, many EMEs gave a much higher weight to predictability of access than to the carrying costs, leading to a tendency to accumulate foreign reserves for precautionary reasons rather than rely on external financing. During the most recent crisis, progress was made in shifting the balance towards improved access to alternative financing facilities (ie Fed swap lines and IMF funds), access to which was made predictable over specified periods. At the same time, the costs of these alternative financing facilities could be quite low, particularly if they are not drawn (see Annex Table 1A). The attractiveness of these alternative facilities is enhanced because the amounts made available to countries with strong fundamentals were quite large. Nevertheless, it is not clear whether swap facilities such as those activated by the Fed would reduce precautionary foreign reserve accumulation. One reason is that there is no ex ante assurance that this type of financing will be available before a crisis breaks out. Also, a central bank's choice of swap counterparties may depend on perceived creditworthiness, which may partly depend on a country's holding of foreign reserves.

⁶ For related discussions see Turner (2009) and Moessner and Allen (2010).

Stigma, credibility and moral hazard. The issue of stigma (Table 1A) is related to the credibility of policy makers. A policy maker will not want to access a financing facility if this can be perceived as a signal that something is wrong. The fact that external financing targeted advanced economies or emerging economies with strong fundamentals has tended to mitigate the issue of stigma, but it does leave open the question of how to deal with countries that have been showing less strong fundamentals.⁷ In the case of foreign reserves there is no stigma issue but there still is an issue of credibility that arises when foreign reserves are drawn. During the latest crisis, market uncertainty increased during certain periods when foreign reserves were being depleted rapidly or persistently, even in countries with very large foreign reserves and investment grade ratings. Finally there is the issue of moral hazard. How do policymakers ensure that measures to provide liquidity during episodes of financial stress do not lead to the expectation that official financing will be available indefinitely or that ineffective risk-management will be rewarded? One approach is to design intervention policies in a way that limits the financial exposure of authorities or that facilitates exit once market conditions stabilise. As discussed earlier, some of the intervention during the crisis had these characteristics.

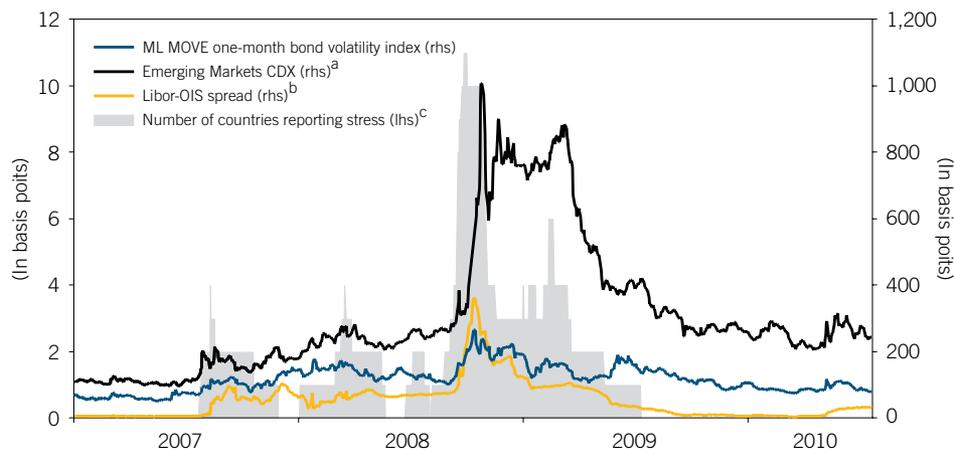
B. Effectiveness of foreign reserves and alternatives

We can gain insights on the effectiveness of foreign reserves or alternative foreign currency resources in stabilising markets during the most recent crisis by reviewing how these may have influenced pricing in debt markets as reflected in the behaviour of EM CDX (Graph 6, from Moreno and Villar (forthcoming)). We can also see how available foreign currency resources may have countered disruptions in foreign exchange markets, as reflected in the spread between the FX-swap implied interest rate and LIBOR (Graph 1 and Graph 6), and a count of EMEs reporting stress in forex markets based on questionnaire responses for a BIS meeting of EM Deputy Governors in 2010 (gray shaded area in Graph 6).

As illustrated in Graph 6 (see also Graph 1), in the aftermath of the Lehman bankruptcy, there were sharp increases in spreads in debt and foreign exchange markets as well as indicators of stress in foreign exchange markets that later eased. Foreign reserves provided financing to tide over the emerging markets during the period of stress. Apart from meeting financing requirements, two questions may be raised regarding the role of foreign reserves. First, how did they affect sovereign spreads? Second, how much did they contribute to restoring stability in forex markets, particularly compared to Fed swap facilities?

⁷ This is now being addressed by new IMF initiatives. See “IMF Enhances Crisis Prevention Toolkit”, August 30, 2010, <http://www.imf.org/external/np/sec/pr/2010/pr10321.htm>

GRAPH 6_ STRESS EPISODES AND CREDIT SP READS



^a Five-year on-the-run CDS mid-spread on index contracts of investment grade and below investment grade.

^b Three-month US dollar Libor minus overnight index swap (OIS) rates, in basis points.

^c The countries in the sample are Argentina, Brazil, Chile, Colombia, Czech Republic, Hong Kong SAR, Hungary, India, Korea, Malaysia, Mexico, Peru, Poland, Saudi Arabia, Singapore and Turkey.

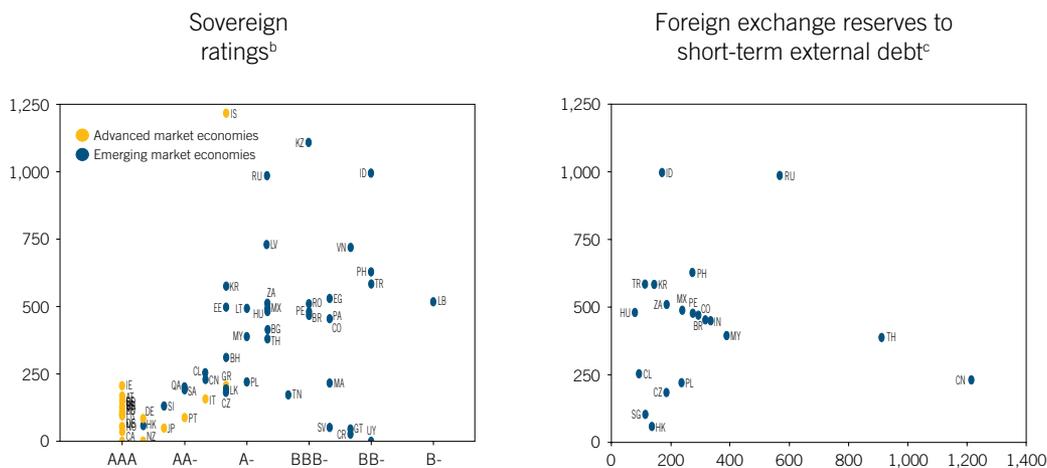
Source: JPMorgan Chase; Bloomberg; Datastream; BIS calculations.

C. Foreign reserves and sovereign spreads

How much did foreign reserves contribute to dampening increases in sovereign spreads? Some recent analysis (eg IMF, 2010b, Table 4) suggests that higher foreign reserves were recently associated, as might be expected, to lower increases in sovereign spreads.

However, it is desirable to examine the robustness of this relationship further. Graph 7 suggests that fundamentals did influence how the crisis spilled over into international debt markets: a higher sovereign rating (X-axis) was associated with a lower increase in sovereign spreads between September and December 2008 (left hand panel). In contrast, the cross-section relationship between foreign reserves (as a proportion of short-term external debt) and the rise in sovereign spreads in EMEs appears to be much weaker (right hand panel).

Entering the sub-prime phase of the crisis in 2007, the foreign reserve cover to short-term external debt also appears to be weakly related to sovereign credit ratings (Graph 8) whereas the relationship of external debt to exports or public debt to GDP to sovereign ratings, in both cases a correlation is quite visible. One possible explanation is that foreign

GRAPH 7_ CHANGES IN CDS PREMIA AND EXPLANATORY VARIABLES^a

AR = Argentina; AT = Austria; AU = Australia; BE = Belgium; BG = Bulgaria; BH = Bahrain; BR = Brazil; CA = Canada; CH = Switzerland; CL = Chile; CN = China; CO = Colombia; CR = Costa Rica; DE = Germany; DK = Denmark; DO = Dominican Republic; EG = Egypt; ES = Spain; FR = France; GB = United Kingdom; GR = Greece; GT = Guatemala; HK = Hong Kong SAR; ID = Indonesia; IE = Ireland; IL = Israel; IT = Italy; JP = Japan; KR = Korea; KZ = Kazakhstan; LB = Lebanon; MA = Morocco; MX = Mexico; MY = Malaysia; NL = Netherlands; NO = Norway; NZ = New Zealand; PA = Panama; PE = Peru; PH = Philippines; PK = Pakistan; PL = Poland; PT = Portugal; QA = Qatar; RU = Russia; SA = Saudi Arabia; SE = Sweden; SG = Singapore; SV = El Salvador; TH = Thailand; TN = Tunisia; TR = Turkey; US = United States; UY = Uruguay; VE = Venezuela; VN = Vietnam; ZA = South Africa.

The change in CDS spread for Argentina (B), Pakistan (B), Ukraine (B+) and Venezuela (BB-) (not shown in the graph) are respectively 3777.4, 4155.7, 2856.8 and 2695. Foreign exchange reserves to short-term external debt for Argentina and Venezuela are 202.7 and 504.3 percent, respectively.

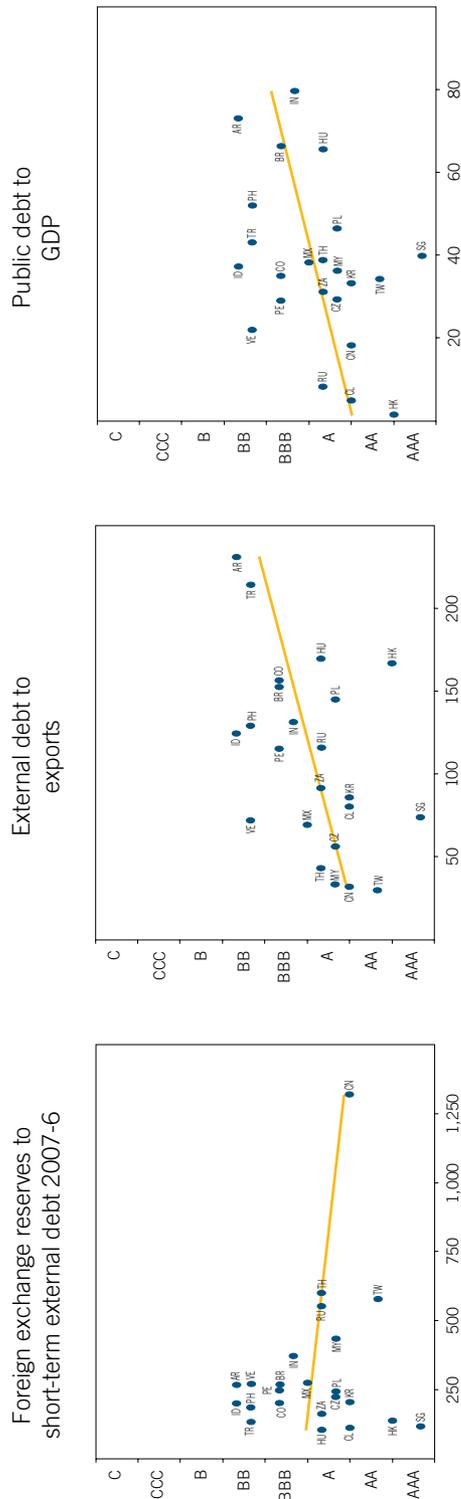
^a Change in senior five-year CDS premia, 1 September, 2008 to peak through 31 December, 2008; in basis points.

^b Standard & Poor's sovereign foreign currency ratings long term, on 31 August, 2008.

^c As of end-of-August 2008, in percent.

Source: BIS; Bloomberg; Datastream; Markit; Standard & Poor's; World Bank; national data.

GRAPH 8_ FOREIGN CURRENCY SOVEREIGN RATINGS AND EXPLANATORY VARIABLES^a



AR = Argentina; BR = Brazil; CL = Chile; CN = China; CO = Colombia; CZ = Czech Republic; HK = Hong Kong SAR; HU = Hungary; ID = Indonesia; IN = India; KR = Korea; MX = Mexico; MY = Malaysia; PE = Peru; PH = Philippines; PL = Poland; RU = Russia; SA = Saudi Arabia; SG = Singapore; TH = Thailand; TR = Turkey; TW = Chinese Taipei; VE = Venezuela; ZA = South Africa.

^aHorizontal axis: Variable in the panel heading at the end of the period. Vertical axis: S&P foreign currency long-term debt ratings at the end of the period. Source: World Bank; Dealogic; Standard and Poor's; national data.

reserves had passed a threshold beyond which they did not buy much in terms of improvements in sovereign ratings. Alternative, high levels of foreign reserves could be a signal of larger financial sector vulnerabilities that they were intended to offset.

D. Impact on the foreign exchange market: foreign reserves versus swaps

Authorities sought to counter disruptions in foreign exchange markets drawing on their foreign reserves. Fed swap facilities with other central banks were also important. At least two general findings of recent research may be highlighted.

First, Fed swap lines with advanced economies played a role in stabilising foreign exchange markets in general and, by this channel, financing conditions in EMEs. Research by Baba and Packer (2009) provide empirical evidence that shows that US dollar term funding auctions by the ECB, SNB, and BoE, as well as the US Federal Reserve commitment to provide unlimited dollar swap lines ameliorated the FX swap market dislocations.⁸

They also note (page 7) that "... from the time of the dramatic moves (by the Fed with other central banks) on October 13 (2008) to the end of the year, the three-month dollar Libor-OIS declined by approximately 230 basis points to 120 basis points. Meanwhile, over the same time period, the FX swap market deviations from the CIP condition fell sharply, particularly for the EUR/USD and CHF/USD pairs (by more than 60 and 80 basis points, respectively)." FX swap deviations fell to only somewhat above the levels observed before the Lehman failure.

Second, announcements of or intervention with Fed swap facilities were more effective than intervention drawing on central bank foreign reserves. A study by Stone and others (2010) finds that the announcement of Fed swap lines reduced the spread between the onshore US dollar rate and Libor with a larger impact than announcements of various kinds of foreign currency liquidity provisions by Brazilian authorities. In Korea, recent BIS research by Baba and Shim (2010) finds that the Fed swap disbursements were more effective than foreign reserve disbursements in reducing deviations from covered interest parity.

The case of Korea is quite interesting because the foreign exchange swap market was affected earlier than other EMEs, at the beginning of the crisis in 2007. Exporters were hedging their US dollar receivables by selling dollars forward to domestic banks. In turn, domestic banks were selling these dollars forward to foreign bank subsidiaries and buying spot dollars from these foreign bank subsidiaries. These foreign bank subsidiaries borrowed dollars from abroad to fund their positions. As a result of disruptions in global finance, foreign financing began to disappear and the central bank had to intervene, first by using

⁸ For further discussion of the evidence of the effects of dollar swap facilities, see Goldberg et al (2010).

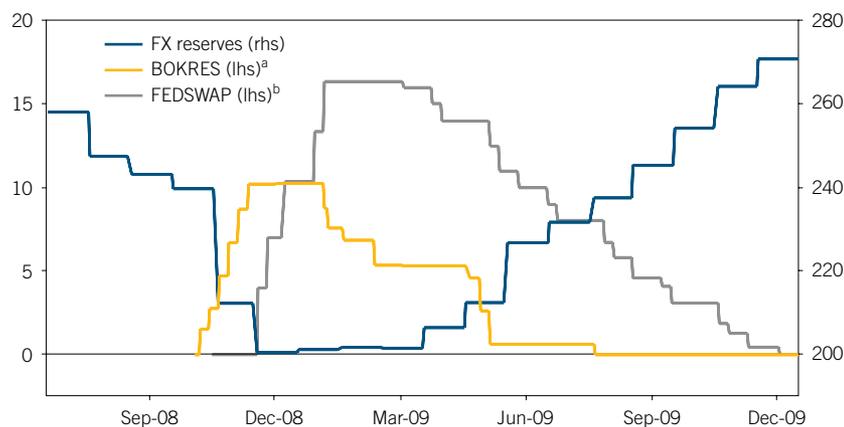
foreign exchange reserves and then by also using federal swap facilities (Graph 9). Baba and Shim (2010) find that spreads in the foreign exchange swap market narrowed more when the intervention was based on the Fed swap facility financing than when Korea's own foreign reserves were used.

VII. Conclusions

Foreign reserves were very important in meeting financing requirements during the recent periods of global financial stress. They were thus effective in offsetting reversals in capital flows and withdrawals of financing and avoiding more permanent adverse effects, such as widespread bankruptcies. However, recent research suggests that external financing facilities, and specifically Federal swap facilities, were more effective in stabilising markets than was intervention drawing on foreign reserves.

Looking ahead, this raises a number of important questions. One is under what conditions it is in the interest of central banks that issue major currencies to activate large scale currency swap facilities with other central banks. The recent crisis suggests that such

GRAPH 9_ KOREA'S FOREIGN RESERVES AND DOLLAR - SUPPLYING OPERATIONS
(IN MILLIONS OF USD DOLLARS)



¹The Bank of Korea's swap auctions using its own foreign reserves.

²The Bank of Korea's loan auctions using the proceeds of swaps with the Federal Reserve.

Source: Baba and Shim (2010) based on Bank of Korea data.

central banks might want to intervene to offset very large funding gaps that could have a destabilizing effect on financial markets. In particular, Fed swap lines may have provided international banks with enough liquidity so as to mitigate the tendency to suddenly dispose of illiquid dollar assets in a way that might have caused firesale externalities.⁹ However, for reasons discussed above, it is not clear how much central bank swap facilities of this kind would reduce foreign reserve holdings in EMEs.

A second related question is under what conditions central banks would benefit from pooling foreign reserves, for example as in Asia where central banks have agreed to a pooling arrangement under the Chiang Mai Initiative Multilateralisation. Would such arrangements help stabilise markets more than foreign reserves held by individual countries?

Finally, this crisis did not permit a full assessment of the potential effectiveness of IMF FCL facilities; although large amounts were approved for three countries these were not disbursed. However, the potential role of the FCL and other international facilities in stabilising markets warrants further examination.

REFERENCES

Baba and Packer (2009): "From turmoil to crisis: dislocations in the FX swap market before and after the failure of Lehman Brothers", BIS Working Papers No. 285, July.

Baba and Shim (2010). "Policy Responses to Dislocations in the FX Swap Market: The Experience of Korea," BIS Quarterly Review, June.

Cecchetti, S. (2010): "Alternatives to self-insurance". Remarks prepared for the Swiss National Bank - International Monetary Fund High-Level Conference on the International Monetary System, Hotel Baur au Lac, Zurich, 11 May.

Committee on the Global Financial System (CGFS, 2009): "Capital flows and emerging market economies," CGFS Publications No 33, January.

⁹ "Firesale" externalities arise when a bank experiencing liquidity problems sells assets at firesale prices, forcing other banks (which might have had no problems to begin with) to mark down the value of their asset holdings.

Goldberg, L S, C Kennedy and J Miu (2010): "Central Bank Dollar Swap Lines and Overseas Dollar Funding Costs," Staff Reports 429, Federal Reserve Bank of New York and NBER Working Papers No. 15763.

M D. Bordo, O F. Humpage, and A J. Schwartz (2010): "U.S. Foreign-Exchange-Market Intervention during the Volcker-Greenspan Era," Federal Reserve Bank of Cleveland Working Papers No. 10/07, available at <http://www.clevelandfed.org/research/workpaper/2010/wp1007.pdf>. Accessed 21 September 2010.

International Monetary Fund (2010a): "The IMF's Flexible Credit Line (FCL)," url <http://www.imf.org/external/np/exr/facts/fcl.htm>. Accessed 27 September 2010.

International Monetary Fund (IMF, 2010b): "How Did Emerging Markets Cope in the Crisis?" June.

Moreno, Ramon (forthcoming). "Central bank instruments to deal with the crisis" In The international banking crisis and domestic financial intermediation in emerging economies, BIS Papers 54. (Papers prepared for a meeting of Emerging Market Deputy Governors, January 2010.)

Moreno and Villar (forthcoming): "Impact of the crisis on local money and debt markets in emerging market economies". In The international banking crisis and domestic financial intermediation in emerging market economies, BIS Papers 54. (Papers prepared for a meeting of Emerging Market Deputy Governors, January 2010.)

Moessner, R. and W. Allen (2010): "Options for meeting the demand for international liquidity during financial crises," BIS Quarterly Review, September.

Obstfeld, M., J C Shambaugh and A M Taylor (2009). "Financial Instability, Reserves, and Central Bank Swap Lines in the Panic of 2008," *American Economic Review*, American Economic Association, vol. 99(2), pages 480-86, May.

Remolona, E, M Scatigna and E Wu (2007): "Interpreting Sovereign Spreads," *BIS Quarterly Review*, March.

Stone, M R, W C Walker, and Y Yasui (2009): "From Lombard Street to Avenida Paulista: Foreign Exchange Liquidity Easing in Brazil in Response to the Global Shock of 2008-09," *IMF Working Paper WP/09/259*, November.

Takats, Elod (2010): "Was it credit supply? Cross-border bank lending to emerging market economies during the financial crisis" *BIS Quarterly Review*, June.

Takats, Elod (forthcoming). "Cross-border bank lending to emerging market economies." In *The international banking crisis and domestic financial intermediation in emerging economies*, *BIS Papers* 54.

Turner, P. (2009): "Central banks, liquidity, and the banking crisis," in S Griffith-Jones, J A Ocampo and J Stiglitz (eds), *Time for a Visible Hand: Lessons from the 2008 World Financial Crisis*, Oxford: Oxford University Press.

TABLE 1 A

	I. Predictability of access	II. Cost (to central bank or recipient of funds)	III. Impact on total foreign currency resources	IV. Other issues (stigma and moral hazard)
Foreign reserves	Certain and immediate. Duration (of insurance effect) indefinite if not used.	Generally higher than alternatives. Carrying cost: sovereign spread or higher (quasi-fiscal). Risk adjusted may be higher due to market and exchange rate and counterparty risk on portfolio. Economic opportunity cost may be higher.	Generally large in EMEs.	No stigma. However, as amount fixed in short-run rapid depletion during episodes of stress a concern. Moral hazard could influence intervention tactics or regulation so as to discourage risk-taking.
Central bank swap agreements and pooling	Central bank swap line (major currencies). Access not guaranteed before crisis; access immediate once agreed to. Relatively short duration. Regional swap lines (Chiang Mai Initiative Multilateralisation). Access determined by a set of rules and conditionality may apply.	Fed swap line (auction terms): ECB, SNB, BoE, BoJ USD OIS+100 bps; RBA, USD LIBOR, Bank of Korea and Banco de Mexico USD OIS+50 bps	Potentially large if (i) issuer of international currency makes resources available; (ii) agreements leads to pooling of foreign currency by non-issuers (eg Chiang Mai Initiative Multilateralisation)	No stigma problems observed in Fed swap lines. Stigma can be an issue in other swap arrangements where conditionality applies. Moral hazard: same issue as foreign reserves.
IMF FCL	Immediate once agreed to, relatively short duration during recent crisis, repayment horizon longer	Precautionary (no disbursement): 24-27 bps commitment fee (refundable). With disbursement 2.3-2.9%. Duration-based surcharges (if outstanding credits exceed 300% of quota for more than 3 years) raises to 2.7-3.6%	Potentially large	Stigma mitigated because targeting countries with strong fundamentals implies high policy credibility. Moral hazard: same issue as foreign reserves.



Acumulación de Reservas Internacionales en Economías Emergentes[†]

POR JOSÉ DE GREGORIO*

Resumen

Este documento analiza la racionalidad de mantener reservas internacionales. Las reservas se usan como una forma de seguro ante problemas de financiamiento externo y también para afectar el tipo de cambio. Aquí se argumenta que no es posible separar ambos objetivos. Eso explica por qué el uso de otras formas de seguro, aunque potencialmente más baratos, no son de uso generalizado. Por otra parte, el hecho de que en la práctica el uso de las reservas sea muy bajo, incluso en períodos de crisis, es evidencia de que ellas tienen un rol disuasivo, en el sentido de que el sólo hecho de mantenerlas reduce la vulnerabilidad financiera. La evidencia para la crisis subprime muestra que las tensiones financieras fueron menores en economías con altos niveles de reservas. También se discuten diversas formas de medir el nivel adecuado de reservas, las que se ilustran con evidencia para Chile junto con analizar la evidencia de variaciones de reservas y del tipo de cambio durante la crisis asiática y la crisis subprime.

Nuestra profesión aún está en deuda a la hora de determinar el nivel óptimo o adecuado de reservas internacionales. Aunque existen algunas “reglas de pulgar”, o algún otro tipo de calibraciones, para definir el nivel adecuado de reservas internacionales en relación al comercio internacional, la deuda externa o el tamaño del sistema financiero, las justificaciones se basan más bien en conjeturas bien fundadas en la experiencia o en análisis parciales. Ha habido avances importantes, pero aún falta una explicación y conclusiones robustas sobre el nivel óptimo de las reservas. Al mismo tiempo, subsisten algunas contradicciones. Por ejemplo, para qué mantener reservas internacionales cuando

[†] Presentado en la V Conferencia Anual de Estudios Económicos, Mecanismos de blindaje financiero, fondos regionales y otros esquemas sustitutos o complementarios, organizada por el Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR) y la Corporación Andina de Fomento (CAF), Cartagena de Indias, Colombia, el 9 de agosto de 2010. Este documento fue concluido días después de que el Consejo del Banco Central de Chile decidiera acumular reservas, hecho al que se hará mención, aunque la evidencia presentada aquí cubre fundamentalmente hasta fines del 2009. Agradezco los valiosos comentarios y sugerencias de Gabriela Contreras, Kevin Cowan, Luis Óscar Herrera y Luis Felipe Labbé.

* Presidente Banco Central de Chile.

se decide adoptar un esquema de flotación. Sin embargo, aun bajo esquemas de flotación, los países deciden mantener reservas internacionales y eso significa que no basta con la flexibilidad cambiaria para acomodarse a cambios bruscos en las condiciones financieras internacionales.

Los países acumulan reservas porque las consideran un colchón de seguridad para períodos de estrés financiero pero, en la práctica, rara vez las usan. Como argumento más adelante, las reservas juegan un rol estabilizador por el hecho de estar ahí y no necesariamente por usarse. En este sentido, las reservas juegan un rol disuasivo (deterrent). Pero, respecto de los seguros, existen otras alternativas menos costosas para cubrir el riesgo de liquidez como la Flexible Credit Line (FCL) del Fondo Monetario Internacional, o los seguros disponibles en los mercados financieros. No obstante, en general, estas alternativas se utilizan poco o nada. Esto induce a preguntarse ¿cuál es el rol de la acumulación de las reservas?

Como bien sabemos, las reservas cumplen dos roles simultáneos: afectar el tipo de cambio y proveer seguro de liquidez, y, tal como veremos, estos motivos no se pueden separar.

Partiré esta presentación refiriéndome brevemente a la racionalidad de la acumulación de reservas. Luego revisaré distintas metodologías que nos orientan respecto de su nivel adecuado, deteniéndome en el caso de Chile. Proseguiré analizando lo que ocurrió durante la crisis financiera global (crisis subprime), haciendo una comparación con lo sucedido durante la crisis asiática. Finalizaré con unos comentarios sobre seguros alternativos y sus implicancias de política.

I. Racionalidad de la acumulación de reservas

Una interesante discusión sobre las razones por las cuales los países acumulan reservas se encuentra en Aizenman y Lee (2005), quienes identifican dos causas. La primera es por un *motivo de precaución*. Los países prefieren tener liquidez en moneda extranjera, invirtiendo sus reservas en activos líquidos, pues las pueden necesitar con rapidez en caso de emergencia. Incluso cuando no tengan problemas de financiamiento de largo plazo, pueden enfrentar dificultades de liquidez, por lo que es necesario disponer de reservas.

De igual manera, la acumulación de reservas busca minimizar los riesgos de una crisis de balanza de pagos. Este es el origen de las investigaciones de principios de los ochenta. Si bien en esa época no se usaba la expresión sudden stops, sí se expuso como razón para mantener reservas el motivo de precaución para casos en que el país repentinamente

viera interrumpido su acceso al financiamiento internacional. En todo caso, en general, esto no ha ocurrido. Ello es interesante, pues en la crisis reciente no hubo evidencia de sudden stops masivos y de que se hubieran desacumulado reservas de manera significativa por esta causa.

La evidencia también muestra que poseer reservas reduce las primas por riesgo, dado que tenerlas proporcionaría mayor certeza de que el país se encuentra protegido. Ello, aun cuando en la práctica las reservas no se utilicen y mantenerlas implique un costo.

La segunda razón por la que los países acumulan reservas es el denominado motivo mercantilista. En general, las economías pequeñas y abiertas enfatizan la importancia de evitar desviaciones muy agudas de sus tipos de cambio. En particular, una estrategia para estimular el crecimiento basado en las exportaciones consiste en intentar tener un tipo de cambio real depreciado. Por lo tanto, aunque se esté bajo un esquema de flotación, en algunos momentos se debe ser lo suficientemente flexible y decidir intervenir en el mercado cambiario para evitar desviaciones de la paridad que puedan tener efectos nocivos sobre el crecimiento y la estabilidad. A pesar de que los efectos de las intervenciones esterilizadas no son concluyentes, los países tienden a intervenir en períodos de masivas entradas de capitales.

La acumulación de reservas se debe entender como una política en la cual no se pueden separar los dos objetivos que la motivan: compra de un seguro y defensa del tipo de cambio. Esto por cuanto, normalmente, los períodos de acumulación de reservas ocurren cuando el tipo de cambio se encuentra relativamente apreciado. Implícita o explícitamente el valor del tipo de cambio y sus perspectivas futuras son elementos que se consideran al momento de acumular reservas.

II. Nivel adecuado de reservas

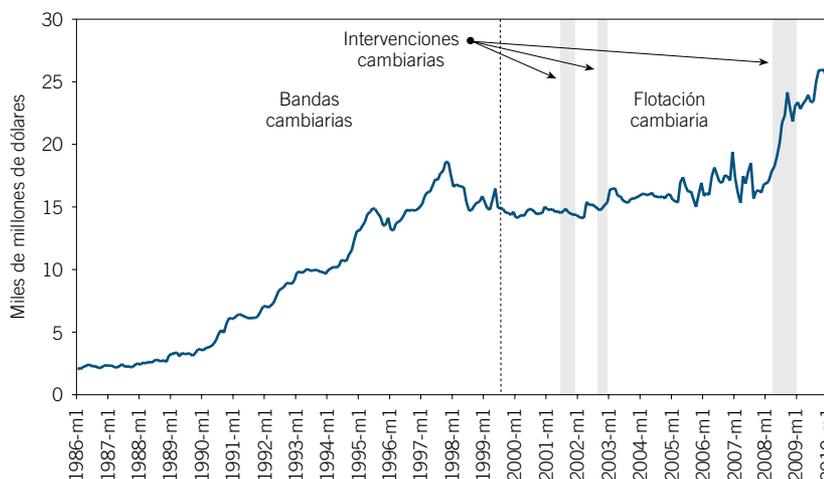
¿Cómo se mide el nivel adecuado de reservas? Existen diversas metodologías, cada una abordando el tema desde alguna perspectiva particular. Una de ellas es observando una serie de indicadores construidos a partir de razones entre las reservas y ciertas variables macroeconómicas. Otra forma, algo más sofisticada, es mantener un nivel de reservas tal que minimice su costo de mantención sujeto a que reduzca la probabilidad de una crisis (García y Soto, 2006). De igual manera, se puede ver cuáles son los costos de no tener acceso a flujos de capitales en términos de bienestar (Jeanne y Rancière, 2006). Esto es, ¿cuánto cuesta tener reservas y cuánto ayudan al bienestar?

A continuación ilustraré las formas de medir el nivel adecuado de reservas utilizando el

caso chileno (Gráfico 1). Durante los años noventa, el tipo de cambio en Chile estuvo sujeto a bandas cambiarias y ante una importante entrada de capitales explicada por las buenas perspectivas de la economía y un significativo diferencial de tasas entre la tasa doméstica y la internacional, hubo una acumulación importante de reservas internacionales. Adicionalmente se aplicaron controles de capital para mitigar los flujos de capitales¹ Posteriormente, con la crisis asiática, el tipo de cambio, los diferenciales de tasas de interés y las entradas de capitales se normalizaron.

Desde el comienzo de la flotación cambiaria, en septiembre de 1999, ha habido cuatro episodios de intervención. A fines del 2001 y fines del 2002 el tipo de cambio peso/dólar se depreció sin razones fundamentales. En el primer caso, la depreciación tuvo su origen en los problemas de Argentina con su crisis de convertibilidad. La economía chilena

GRÁFICO 1_ RESERVAS INTERNACIONALES DE CHILE, 1986-2010



Fuente: Finanzas Estadísticas Internacionales (FMI) y Banco Central de Chile.

Fuente: Finanzas Estadísticas Internacionales (FMI) y Banco Central de Chile

¹ Véase Cowan y De Gregorio (2007) para una revisión de esta experiencia.

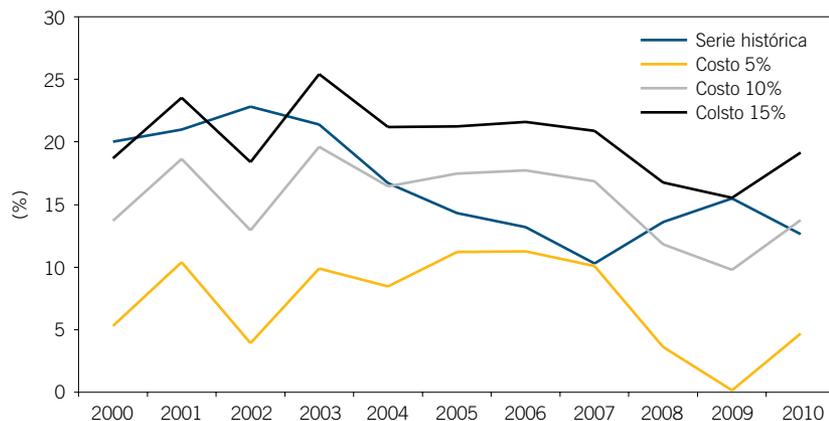
presentaba problemas inflacionarios a los que se pudo haber respondido subiendo la tasa de interés prematuramente puesto que la economía comenzaba a recuperarse. En el segundo episodio, cercano a las elecciones presidenciales en Brasil, hubo una alta volatilidad en los mercados financieros. Las intervenciones en estos períodos fueron transitorias y efectivas para calmar el mercado cambiario (De Gregorio y Tokman, 2005).

El tercer período de intervención fue en el 2008. En ese entonces el peso chileno se apreció de manera importante llegando a los niveles más bajos de la década. Esta apreciación se dio en un contexto de tensiones financieras en los mercados internacionales. Dado que no se habían acumulado reservas durante un largo tiempo, todos los índices de las reservas -esto es, respecto de la cantidad de dinero, meses de importación y como porcentaje del PIB-, estaban cayendo. En consecuencia, se decidió iniciar un proceso de acumulación de reservas de alrededor de 5 puntos del PIB, el cual fue necesario concluir antes de lo previsto -y cuando se había acumulado aproximadamente 75 por ciento del objetivo original- a causa de las severas presiones cambiarias contra el peso a raíz del colapso de Lehmann Brothers.

En último episodio se anunció el 3 de enero del 2011, momento en que las reservas como porcentaje del PIB también habían disminuido a consecuencia de la apreciación del tipo de cambio y el crecimiento del PIB. El propósito fue llevar las reservas desde aproximadamente 13 por ciento del PIB a 17 por ciento a través de todo el 2011. Esto se da en un escenario en el cual el peso se ha apreciado de manera significativa y así la acumulación de reservas debiera también contribuir a suavizar el ajuste cambiario.

Existen diversas estimaciones del nivel adecuado de reservas. El Gráfico 2 ilustra un ejercicio consistente en calcular las reservas óptimas para distintos costos, medidos en términos de producto, de una crisis financiera originada por un sudden stop, siguiendo el trabajo de García y Soto (2006). La línea azul muestra la serie efectiva de las reservas como porcentaje del PIB. Las otras tres líneas representan el nivel adecuado de reservas para costos de 5, 10 y 15 por ciento del PIB, y obviamente el nivel adecuado aumenta con el costo de la crisis. En general, durante esta década la economía chilena ha tenido reservas dentro del rango de 5 a 20 por ciento de costos de crisis. En conclusión, el nivel adecuado de reservas coherente con la probabilidad de sudden stops debiera ubicarse entre 10 y 20 por ciento del PIB.

GRÁFICO 2_ NIVELES HISTÓRICO Y ÓPTIMO DE RESERVAS SOBRE PIB (%)
BASADO EN GARCÍA Y SOTO (2006)



Fuente: Contreras et al. (2010).

Fuente: Contreras et al. (2010).

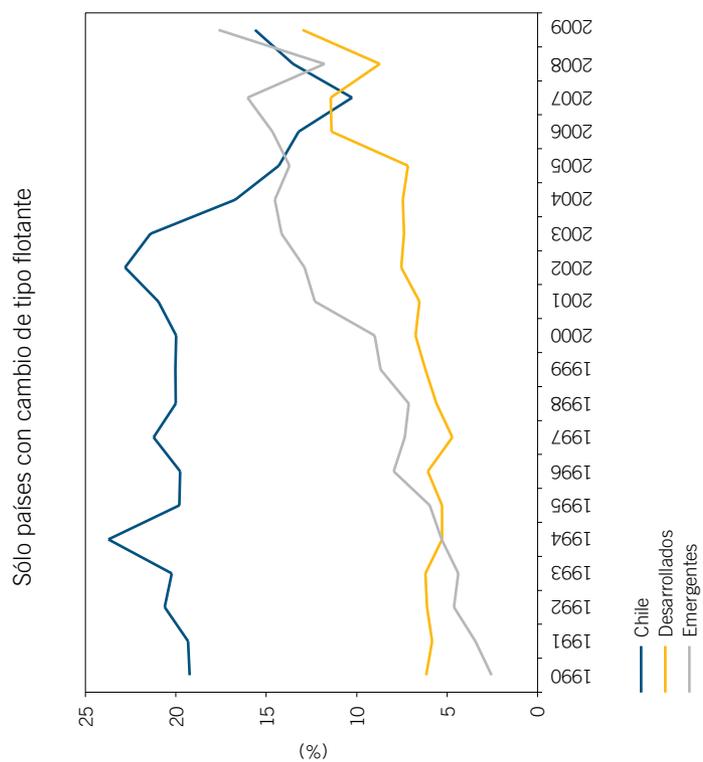
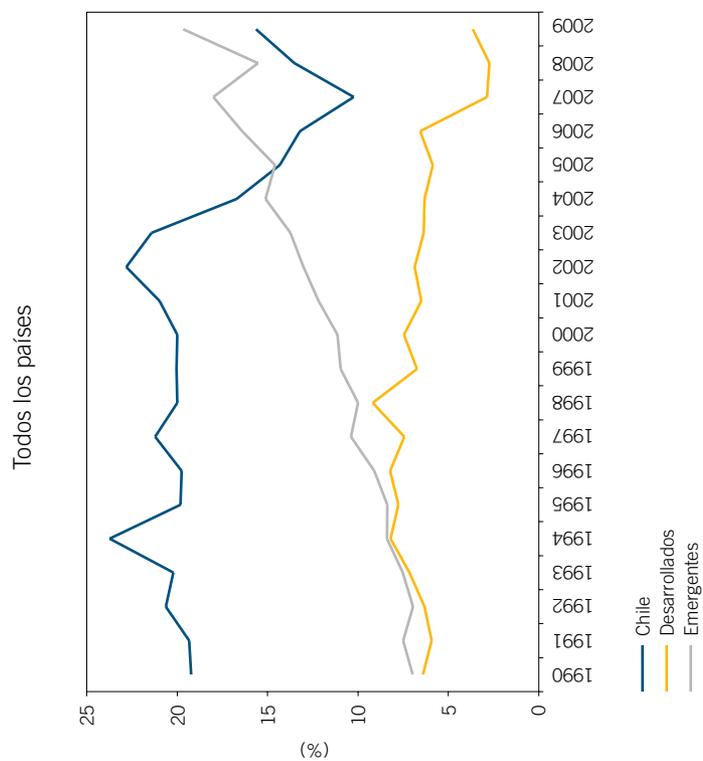
El Gráfico 3 muestra los niveles de reservas de Chile en comparación con los de una muestra amplia de países y luego con países que tienen regímenes de flotación cambiaria.

En el 2008, Chile tuvo una caída de las reservas medidas como porcentaje del PIB, que obedeció a una apreciación del peso y al crecimiento de la economía. Cuando se compara el caso chileno con el de todos los países desarrollados el nivel de reservas parece alto, pero si la comparación se realiza respecto de todos los países emergentes, el nivel parece un poco bajo. Con todo, cuando se compara respecto de países con tipo de cambio flotante -que se esperaba tuvieran niveles de reservas similares-, se observa que efectivamente los niveles de reservas no difieren mayormente. No obstante, con la reciente acumulación de reservas en gran parte del mundo emergente, el promedio del nivel de reservas respecto del PIB en países emergentes que flotan sus tipos de cambio era, hacia fines del 2010, de 17 por ciento (Cuadro 1).

Otra forma de evaluar el nivel de las reservas para Chile es resumir la experiencia internacional través de estimaciones de un modelo de panel condicionado en variables estructurales. El valor real de las reservas de Chile se muestra con la línea azul en el Gráfico 4.

Al tomar como referencia las economías con régimen de tipo de cambio flotante y hacer un panel para todos los países, también se encuentra que Chile tiene niveles de reservas relativamente adecuados para los estándares internacionales. Sin embargo, es

GRÁFICO 3__ RESERVAS INTERNACIONALES SOBRE PIB (%)



Fuente: Contreras et al. (2010).

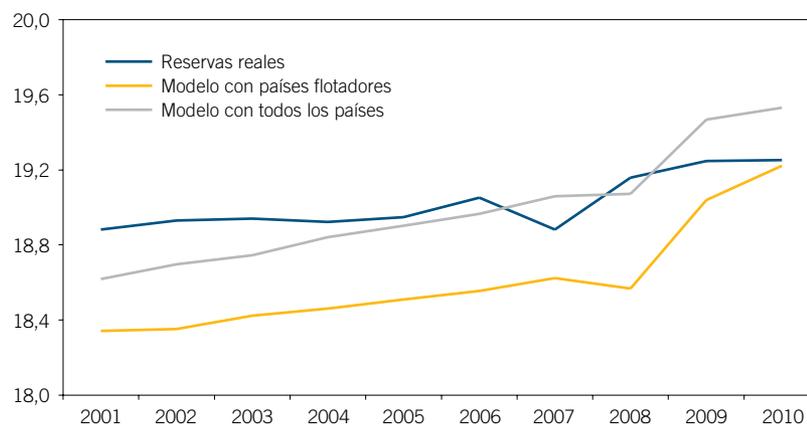


CUADRO 1_ NIVEL DE RESERVAS INTERNACIONALES 2010 (PORCENTAJE DEL PIB)
MUESTRA DE PAÍSES CON TIPO DE CAMBIO FLEXIBLES

Brasil	13,5
Chile	13,3
Colombia	9,6
Corea	29,4
Filipinas	24,5
Hungría	34,8
Israel	34,6
México	11,5
Polonia	21,7
República Checa	22,3
Sudáfrica	10,9
Turquía	10,9
Promedio sin Chile	20,3
Mediana sin Chile	21,7
Promedio sin Israel y Chile	18,9
Mediana sin Israel y Chile	17,6

Fuente: FMI con proyecciones del PIB para el 2010. Chile: Banco Central de Chile.

GRÁFICO 4_ NIVEL DE RESERVAS REALES Y ESTIMADAS EN CHILE
ESTIMACIÓN DE PANEL (RESERVAS EN LOGS)



Fuente: Contreras et al. (2010).

Fuente: Contreras et al. (2010).



importante volver a destacar que estas estimaciones están hechas con datos hasta fines del 2009, y las reservas han seguido aumentando en lo más reciente como consecuencia de las presiones a la apreciación que ha habido en las economías emergentes. Las estimaciones realizadas con datos más recientes sugieren que los niveles actuales de reservas que aparecen como más adecuados han aumentado. Esta es la evidencia que permite justificar que en la actualidad la economía chilena alcance un nivel de reservas cercanas al 17 por ciento del PIB.

En todo caso, los costos de las reservas son un elemento importante al momento de definir un nivel de reservas coherente con la solvencia financiera de los bancos centrales, pues los diferenciales de tasas imponen una restricción importante al definir el nivel adecuado de reservas².

III. Reservas internacionales durante la crisis subprime

El elevado nivel de reservas puede haber sido uno de los factores que le dieron mayor resiliencia a las economías emergentes durante la crisis. Esto habría hecho creíble la provisión de liquidez en algunos casos y potenciales defensas del tipo de cambio en otros. En particular, Brasil y México, que intervinieron en momentos complejos por dificultades en su sector corporativo, pueden haber visto aumentada la credibilidad de estas medidas por su alto nivel de reservas. Así, el nivel de reservas y la significativa depreciación de sus monedas pudieron haber ayudado a mitigar los efectos de la crisis subprime. Lo interesante que en esta sección se muestra es que los países no desacumularon masivamente reservas, lo que podría ser una indicación de que si no se utilizan, el beneficio de las reservas en materia de seguro es limitado. Sin embargo, la evidencia tendería a confirmar que tener un alto nivel de reservas, aun cuando no sean usadas, sirve como un importante elemento disuasivo contra la especulación en situaciones de cambios bruscos en los flujos de capitales. La mayoría de los modelos que buscan determinar el nivel adecuado de reservas asumen que ellas se usan. La evidencia que se presenta aquí es que su efecto disuasivo es importante, se usen o no.

Un riesgo del uso frecuente de las reservas es que se alteran los incentivos y riesgos del sector privado. Las autoridades intervienen y acumulan reservas fuertemente en períodos de entrada de capitales o presiones a la apreciación de sus monedas. Pero esto, al mismo

² Los costos de la mantención de reservas es explícitamente modelado en Jeanne y Rancière (2006), aunque no consideran la restricción presupuestaria del banco central.

tiempo, genera descalces pues comienza a existir la seguridad en el sector privado de que se le va a defender no solo de una apreciación masiva, sino también de una depreciación masiva. Si se está defendiendo un tipo de cambio artificialmente depreciado, se puede producir una apuesta contra el Banco Central que puede terminar generando una apreciación. A su vez, esta incentivará la entrada de capitales porque los agentes se beneficiarán no solo del diferencial de tasas, sino también de un dólar más caro a la hora de entrar los capitales. La forma de evitar estas distorsiones en un marco de tipo de cambio flotante es realizarla en ocasiones excepcionales de manera transparente, mecánica y creíble, sin apuntar a ningún objetivo cambiario y dejar que la moneda siga flotando.

Durante la crisis, se evidenció una aparente resistencia a perder reservas porque la desacumulación no fue masiva. La razón de esto radica en que para dar señales de fortaleza y aumentar el grado de resiliencia de la economía frente a crisis internacionales, las autoridades optaron por mantener muchas reservas a pesar del costo que ello implicaba, lo que tuvo efectos disuasivos.

La evidencia muestra que, aparentemente, los países que tenían mayores niveles de reservas habrían experimentado un menor aumento de sus CDS spreads. Esto habría reducido el impacto de la crisis en el costo de financiamiento (Gráfico 5)³.

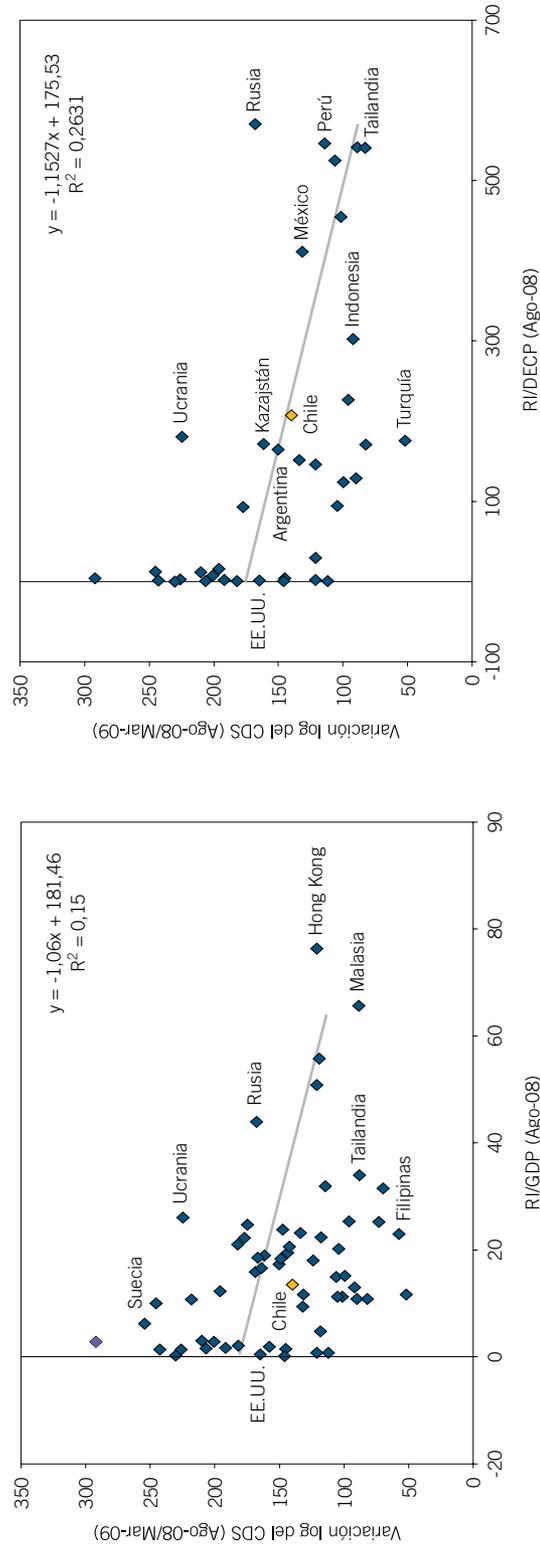
Para complementar esta evidencia, es interesante comparar la evolución del tipo de cambio y de las reservas en las últimas dos crisis que han enfrentado las economías emergentes: la crisis asiática, que se esparció por el mundo emergente tras un severo contagio, y la reciente crisis subprime. En ambos casos se analizan los 18 meses de mayor intensidad de la crisis⁴. Al comparar lo sucedido en materia cambiaria, como se muestra en el Gráfico 6, se ve que en ambas crisis hubo depreciaciones importantes, aunque durante la crisis asiática estas tendieron a persistir más. En la crisis subprime, a 18 meses de su inicio ya había economías cuyo tipo de cambio se había comenzado a apreciar. De hecho, si se considera una ventana más corta para la crisis subprime, se puede observar que 9 meses después de iniciada la depreciación media era de 22 por ciento.

Lo interesante es lo que ocurrió con las reservas internacionales (Gráfico 7). En ambas crisis la media es de un cambio de entre 0 y medio punto del PIB, una magnitud bastante

³ Para evidencia econométrica sobre el rol de las reservas internacionales en la determinación de los cambios en los EMBI durante la crisis subprime, véase Banco Central de Chile (2009), Recuadro II.2.

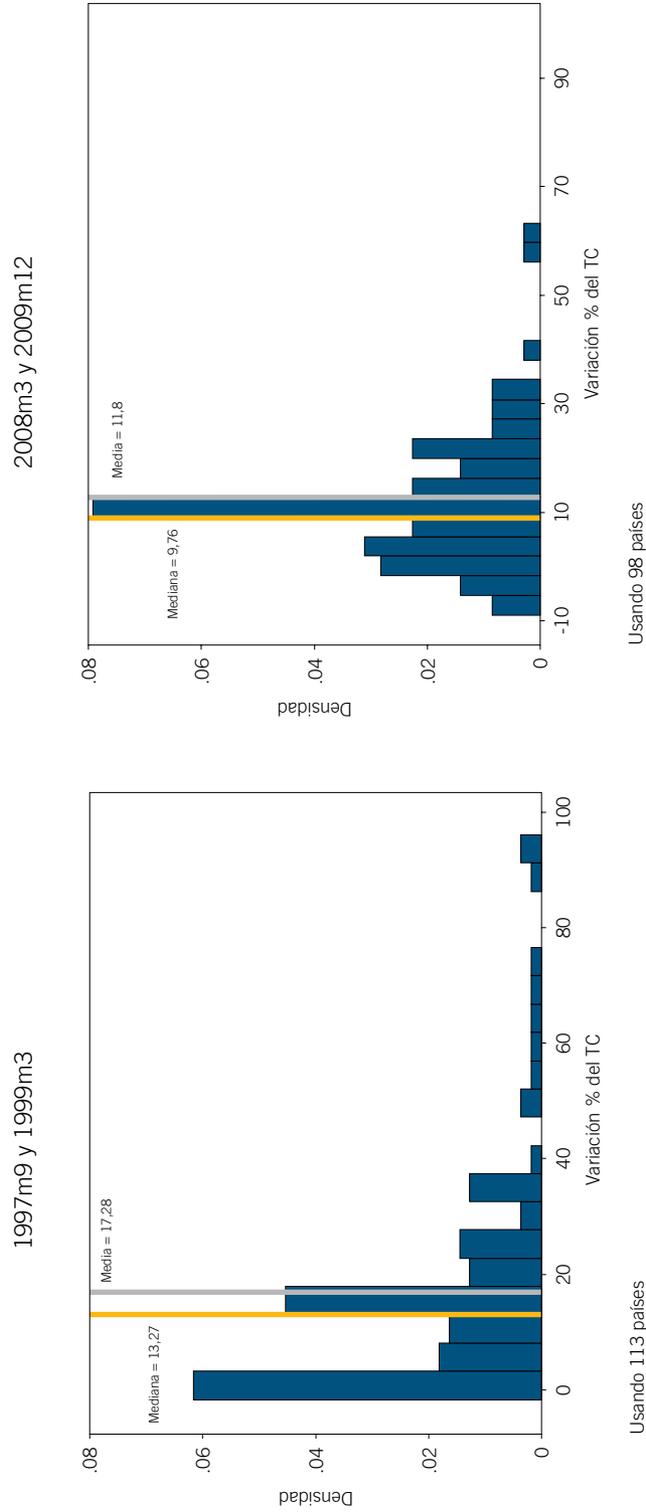
⁴ Los histogramas son similares si se consideran ventanas de 12 o 24 meses.

GRÁFICO 5_ RESERVAS Y RIESGO CREDITICIO



Nota: R/DECP corresponde a las reservas como porcentaje de la deuda residual de corto plazo.
Fuente: Contreras et al. (2010).

GRÁFICO 6_ DEPRECIACIÓN CAMBIARIA



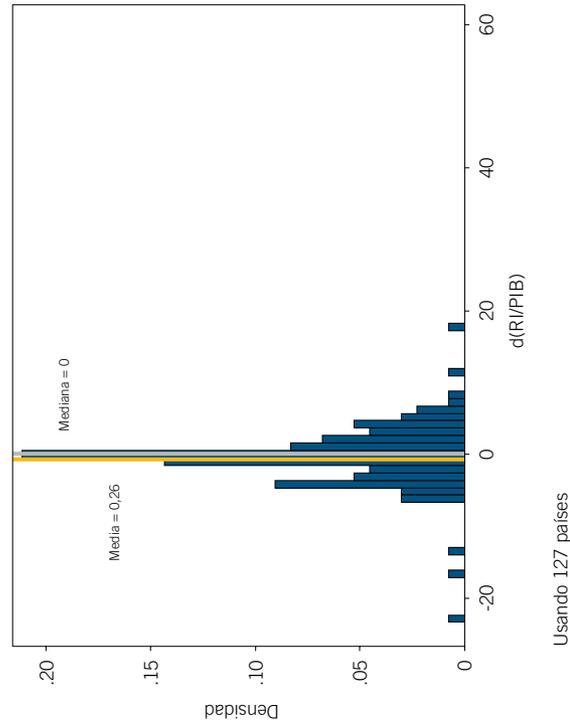
Fuente: Estadísticas Financieras Internacionales y Panorama Económico Mundial (FMI), abril de 2010.



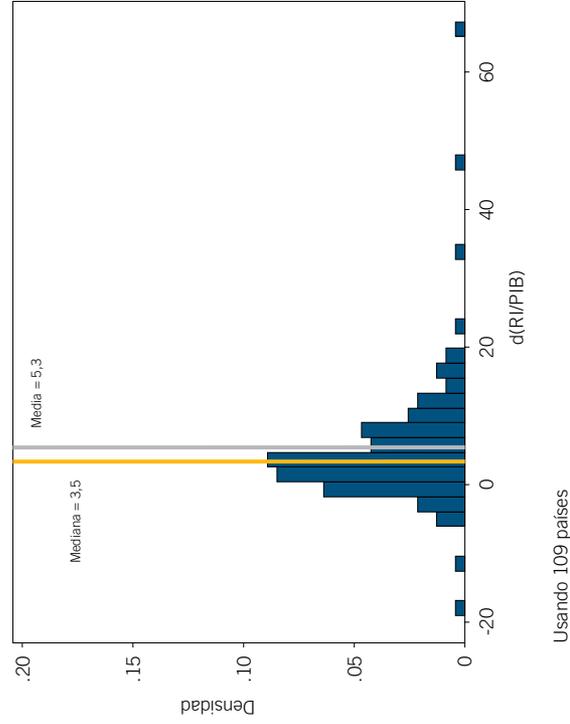
GRÁFICO 7_ CAMBIO EN (R/PIB)

1997m9 y 1999m3

2008m3 y 2009m12



Usando 127 países



Usando 109 países

Fuente: IMF, *Internacional Financial Statistics y World Economic Outlook*, Abril 2010.



baja. Incluso hubo países que acumularon reservas. Más aún, durante la crisis asiática, que estuvo mucho más afectada por un sudden stop de influjos de capitales, así como por rápidas salidas, la variación de las reservas no fue tan diferente de la ocurrida durante la crisis *subprime*.

Esto tiende a confirmar el hecho de que las reservas se acumulan, pero no se usan mucho, lo que indicaría que las reservas son una forma de disuadir las especulaciones financieras más que un colchón para utilizar ante problemas de liquidez. De hecho, Frankel y Saravelos (2010) encuentran que los países que tenían mayores niveles de reservas al inicio de la crisis fueron menos afectados por ella⁵.

IV. Seguros e implicancias de política

De estas experiencias surge la importancia de no interpretar la acumulación de reservas solo como un mecanismo de seguro, pues la evidencia da cuenta de que hay países que se encuentran sobreasegurados. Entender este sobreseguro necesariamente dice relación con interpretar el otro componente de la demanda por reservas: afectar el tipo de cambio.

Existen otras formas de seguro que tienen menores costos que las reservas, pero sin efectos cambiarios. Más aún, estos seguros podrían presionar a la apreciación de la moneda al dar señales de menor vulnerabilidad frente a turbulencias financieras externas. Los países exportadores de materias primas pueden usar commodity hedges en vez de acumular reservas y este podría ser un instrumento financieramente más conveniente. Se pueden utilizar líneas de crédito contingentes multilaterales, como el caso de la Línea del Crédito Flexible del Fondo Monetario Internacional. También pueden suscribirse acuerdos bilaterales de líneas swap de monedas, que aunque existen entre países relativamente grandes, no están disponibles para economías pequeñas.

A pesar de que se propone el uso de mecanismos alternativos que podrían llevar a las economías a ocupar recursos menos costosos que la acumulación de reservas, no es posible separar una acumulación de reservas de una intervención cambiaria y dicho efecto no está considerado por quienes argumentan a favor de seguros más baratos. En efecto, en la mayoría de los países los anuncios de acumulación de reservas para disponer de un seguro mayor han coincidido con intervención cambiaria para mitigar apreciaciones.

⁵ Trabajos previos no encontraron ninguna correlación significativa (e.g., Rose y Spiegel, 2009), aunque Frankel y Saravelos (2010) argumentan que sus resultados se dan porque cubren un período más largo y reciente.

Ese doble efecto de la acumulación podría explicar por qué pareciera que numerosos países han invertido mucho más de lo necesario en este autoseguro. En efecto, la intervención en los mercados cambiarios tiene su origen en un temor a tener un tipo de cambio muy desalineado.

Las líneas de crédito contingentes son una buena idea como seguro, más allá de la discusión que puede surgir sobre los temas de estigma y de riesgo moral. Sin embargo, se enfrenta un problema: ¿Qué sucedería si un país decidiera tomar una facilidad crediticia contingente en vez de acumular reservas? Primero, dicha economía sería más segura, incentivando una mayor entrada de capitales. Segundo, no tendría razones para intervenir en el mercado cambiario, pues ya se encontraría sobreasegurado y tendría otras formas de acceder a financiamiento externo en caso de interrupción de las fuentes privadas. Así, esta es la dificultad que se enfrenta cuando se piensa en mecanismos de seguro más baratos: desconocer que en el centro de la decisión sobre las reservas también se tiene el manejo del tipo de cambio.

Finalmente, se debe señalar que existen otras formas en que los países pueden amortiguar los cambios de sentimiento de los inversionistas internacionales y es la posición de activos internacionales del sector privado. La evidencia presentada en Cowan et al. (2008) indica que todas las economías enfrentan entradas de capitales con alta volatilidad, y lo que marca una diferencia fundamental entre países expuestos y no a crisis de financiamiento externo es la volatilidad de las salidas de capitales. El shock externo que preocupa es una menor demanda por activos locales por parte de no residentes como, por ejemplo, bancos extranjeros. Esta menor demanda se puede suplir liquidando reservas internacionales, pero también por la vía de la demanda de residentes privados que liquidan sus activos en el exterior para retornar capitales. En Chile, este es el caso de los fondos de pensiones, los que han actuado como estabilizadores ante shocks financieros externos.

V. Comentarios finales

Dos aspectos relacionados con el manejo de reservas me parecen relevantes de discutir. Primero, las reservas actúan como un seguro, pero es un seguro que rara vez se usa. Lo más probable es que ellas actúen de manera disuasiva frente a las disrupciones financieras. La fuerte acumulación de reservas que se produjo en el mundo emergente después de la crisis asiática puede haber sido uno de los factores que explican el reducido efecto -comparado con otras crisis- que tuvo la crisis subprime sobre el acceso de estas economías a los mercados financieros internacionales.

Desde el punto de vista analítico se requieren modelos que expliciten este canal disuasivo de la mantención de reservas internacionales para iluminar más sobre el nivel adecuado de reservas. Desde el punto de vista práctico, esta consideración podría llevar a concluir que el nivel adecuado de reservas internacionales pueda ser mayor que aquel que indican los esquemas que solo las miran como un colchón de liquidez. Más aún, otro factor determinante del nivel adecuado de reservas debiera ser el nivel de reservas que mantienen otros países, en la medida en que los inversionistas extranjeros basen sus evaluaciones de la vulnerabilidad sobre una base comparativa entre países.

En segundo lugar, la acumulación de reservas y su impacto cambiario no pueden ser tratados separadamente. Esto implica un desafío para los bancos centrales, por cuanto un esquema de flotación cambiaria debe ser coherente con la mantención de un nivel de reservas adecuado. En un esquema de tipo de cambio flotante con metas de inflación, como el practicado en muchas economías emergentes, sería prudente pensar en mecanismos que permitan la acumulación de reservas sin interferir con la flexibilidad cambiaria. Por ello, pensar en reglas de acumulación, que incorporen adecuadamente los costos cuasifiscales de la mantención de reservas, pareciera ser un desafío importante.

Referencias

Aizenman, J. y J. Lee (2005), "International Reserves: Precautionary vs. Mercantilist Views, Theory and Evidence", IMF Working Paper WP/05/198.

Banco Central de Chile (2009), Informe de Estabilidad Financiera, primer semestre.

Contreras, G., A. Jara, E. Olaberria y D. Saravia (2010), "¿Es adecuado el nivel de reservas internacionales de Chile?", mimeo, Banco Central de Chile, junio.

Cowan, K. y J. De Gregorio (2007), "International Borrowing, Capital Controls and the Exchange Rate: Lessons from Chile", en S. Edwards (ed.), *Capital Controls and Capital Flows in Emerging Economies: Policies, Practices and Consequences*, NBER y The University of Chicago Press.

Cowan, K., J. De Gregorio, A. Micco y C. Nielsen (2008), "Financial Diversification, Sudden Stops and Sudden Starts," en Cowan, K., S. Edwards, and R.O. Valdés (eds.),



Current Account and External Finance, Banco Central de Chile.

De Gregorio, J. y A. Tokman (2005), “El Miedo a Flotar y la Política Cambiaria en Chile”, *Economía Chilena*, Vol. 8, N° 3, pp. 29-54.

García, P. y C. Soto (2006), “Large Hoarding of International reserves: Are They Worth It?”, en R. Caballero, C. Calderón y L:F. Céspedes (eds.), *External Vulnerability and Preventive Policies*. Banco Central de Chile.

Frankel, J. y G. Saravelos (2010), “Are Leading indicators of Financial Crises Useful in Assessing Country Vulnerability?”, NBER Working Paper No. 16047.

Jeanne, O. y R. Rancièrè (2006), “The Optimal Level of International Reserves for Emerging Market Countries: Formulas and Applications”, IMF Working Paper WP/06/229.

Rose, A. y J. Spiegel (2010), “The Causes and Consequences of the 2008 Crisis: International Linkages and American Exposure”, *Pacific Economic Review*, por aparecer.



Liquidez internacional y el rol del FMI: Lecciones de la crisis y opciones de reforma

POR NICOLÁS EYZAGUIRRE*

Esta presentación se enfoca en el rol del Fondo Monetario Internacional y las opciones de aseguramiento en el contexto de las lecciones que ha dejado la crisis. Se hará algunos comentarios sobre la crisis reciente, luego se hará referencia al dilema de auto-asegurarse vía acumulación de reservas. Finalmente, se comentará cuál es la agenda que tiene el Fondo Monetario Internacional respecto a los instrumentos financieros para proveer un seguro global, según el mandato dado por el G-20.

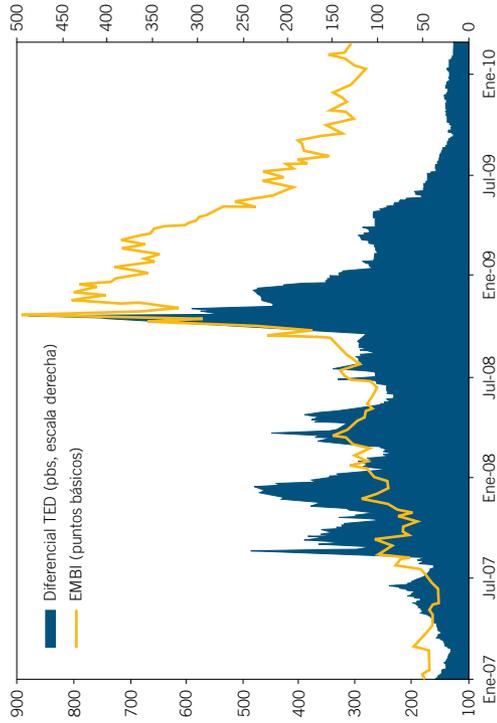
En primer lugar, se hace referencia a la crisis reciente. El Gráfico 1 muestra como la crisis se originó en los países avanzados. En el lado izquierdo se muestra como la disponibilidad de financiamiento hacia las economías emergentes no se vio fuertemente afectada sino hasta que ocurrió el episodio de Lehman Brothers. Estados Unidos ya se encontraba en un proceso recesivo y existían bastantes indicadores, producto de la crisis sub-prime, de turbulencia en el mercado financiero. El diferencial TED, había tenido niveles altos bastante importantes antes de Lehman pero todavía esto no se había transmitido en forma significativa hacia los países emergentes. No obstante, con Lehman el diferencial TED explota y eso causa un contagio al mundo emergente.

El flujo de capitales hacia los mercados emergentes se desploma, exactamente en el momento en que la liquidez en los países avanzados se desploma. En ese momento, la tremenda incertidumbre de no saber dónde estaban los activos tóxicos, llevó a que los bancos acumularán liquidez, y por tanto el multiplicador monetario para un mismo nivel de base monetaria hizo que la liquidez se contrajera fuertemente, y es exactamente el cese de la fluidez interbancaria de liquidez lo que causa la contracción de liquidez agregada. Esto, a su vez, se traduce junto con la falta de actividad interbancaria en desapalancamiento y la brutal caída de los flujos de capitales a economías emergentes. De esta manera, un gran número de mercados emergentes se encontraron en una situación de innocent bystanders o espectadores inocentes, una situación claramente causada desde los flujos interbancarios de los países avanzados hacia los mercados emergentes.

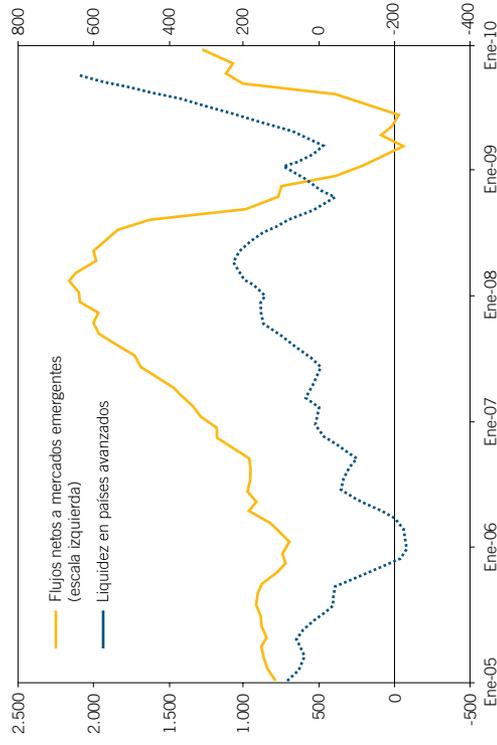
* Director del Departamento del Hemisferio Occidental del Fondo Monetario Internacional. Las opiniones expresadas en este texto son del autor únicamente y no deben atribuirse al FMI, el Directorio Ejecutivo o la Gerencia.

GRÁFICO 1

EMBI y Diferencial TED



Liquidez en Países Avanzados y Flujos de Capitales a Mercados Emergentes (billones de USD)



^aDinero de alto poder en países avanzados (promedio móvil de 3 meses).
Fuente: How Did Emerging Markets Cope In The Crisis? (SM/10/116, 5/7/2010).

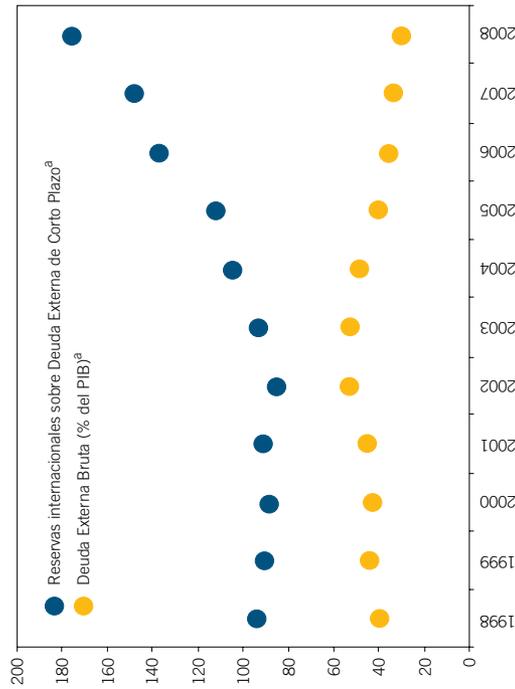
Afortunadamente, esta vez la región estaba mucho mejor preparada con los clásicos elementos de acumulación de reservas, disminución de deuda externa y mejoría de los balances fiscales y de la deuda pública. El Gráfico 2 es testigo elocuente de que efectivamente las autoridades de la región hicieron las cosas bien.

No obstante, no debe dominar la sensación de autocomplacencia en el sentido de que se estaba muy bien preparado. Se debe recordar, sobre todo para Sudamérica, que durante esta crisis los spreads no saltaron como ocurrió en la crisis asiática o después del estallido de la burbuja “punto com” o como en las elecciones de Lula en Brasil, en parte, porque estaban mejor preparados pero en parte también porque a la región le afecta mucho más lo que ocurre con Asia que lo que ocurra en Europa y Estados Unidos. De hecho, los commodities no cayeron mucho, ni por mucho tiempo. Si los commodities hubiesen caído como cayeron durante la crisis asiática o durante el estallido de la burbuja punto com posiblemente la cuenta corriente de muchos de estos países se habría visto más afectada y posiblemente la especulación en contra de los tipos de cambio habría sido mucho más fuerte. De esta manera, se da un primer elemento de cobertura natural en el sentido que en esta crisis los commodities no cayeron, situación que no siempre ocurrirá. Como segundo punto, que el efecto haya sido menor en la región tal vez se debió también al menor grado de desarrollo de los sistemas financieros domésticos. Mientras Europa se dedicó a comprar activos tóxicos suponiendo que eran efectivamente AAA, en Latinoamérica los bancos estaban en un proceso de expansión crediticia importante debido a una fuerte demanda por crédito, por lo tanto, no tenían holgura financiera importante para tomar posiciones en estos activos. Si la banca latinoamericana hubiera comprado parte importante de estos activos tóxicos, los sistemas financieros en la región se habrían visto fuertemente afectados. Adicionalmente, si los bancos hubiesen tenido la liquidez suficiente o depósitos por encima de la cartera de crédito para comprar papeles, no parece haber nada en la regulación de la región que lo hubiera evitado.

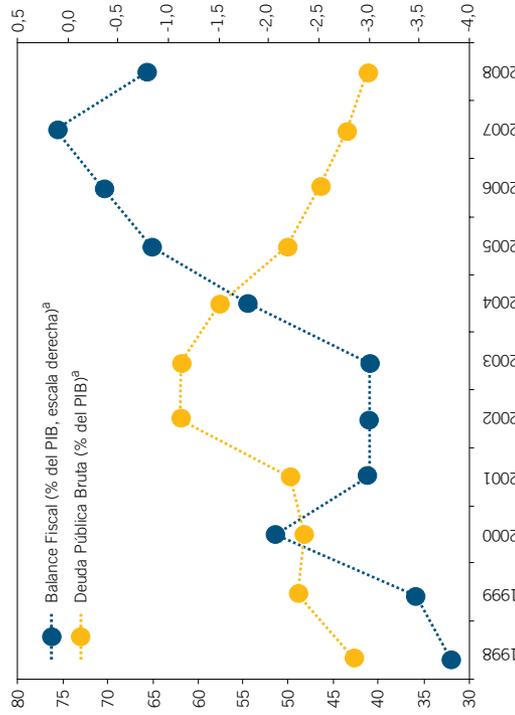
Por lo tanto, hubo dos elementos, uno de distribución de la recesión mundial hacia los países avanzados, básicamente occidentales, Europa y Estados Unidos. Otro, que los intermediarios financieros de la región latinoamericana no compraron activos tóxicos de manera masiva más por suerte que por política. Por lo tanto, todavía se debe avanzar mucho en materia de regulaciones prudenciales y en materia de vigilancia sistémica de los sistemas financieros.

GRÁFICO 2

En el frente externo...



...y en las cuentas públicas



^aPromedio simple para países emergentes en ALC.
Fuente: Fondo Monetario Internacional.



Otro fenómeno que ayudó a la región fue que la salida de capitales fue muy corta, durando solo un trimestre. Adicionalmente, algo que nunca había pasado en la región fue que pese a que el desapalancamiento desde el extranjero significó una caída brutal en la entrada de capitales, en medio de la incertidumbre los ahorrantes institucionales de los países latinoamericanos retornaron sus fondos a éstos países. La línea amarilla del Gráfico 3 muestra esta repatriación de capitales, el retorno de los fondos institucionales que compensó la falta de liquidez que produjo el retiro de los inversores extranjeros. Esto hizo que la contracción de liquidez fuera relativamente menos importante.

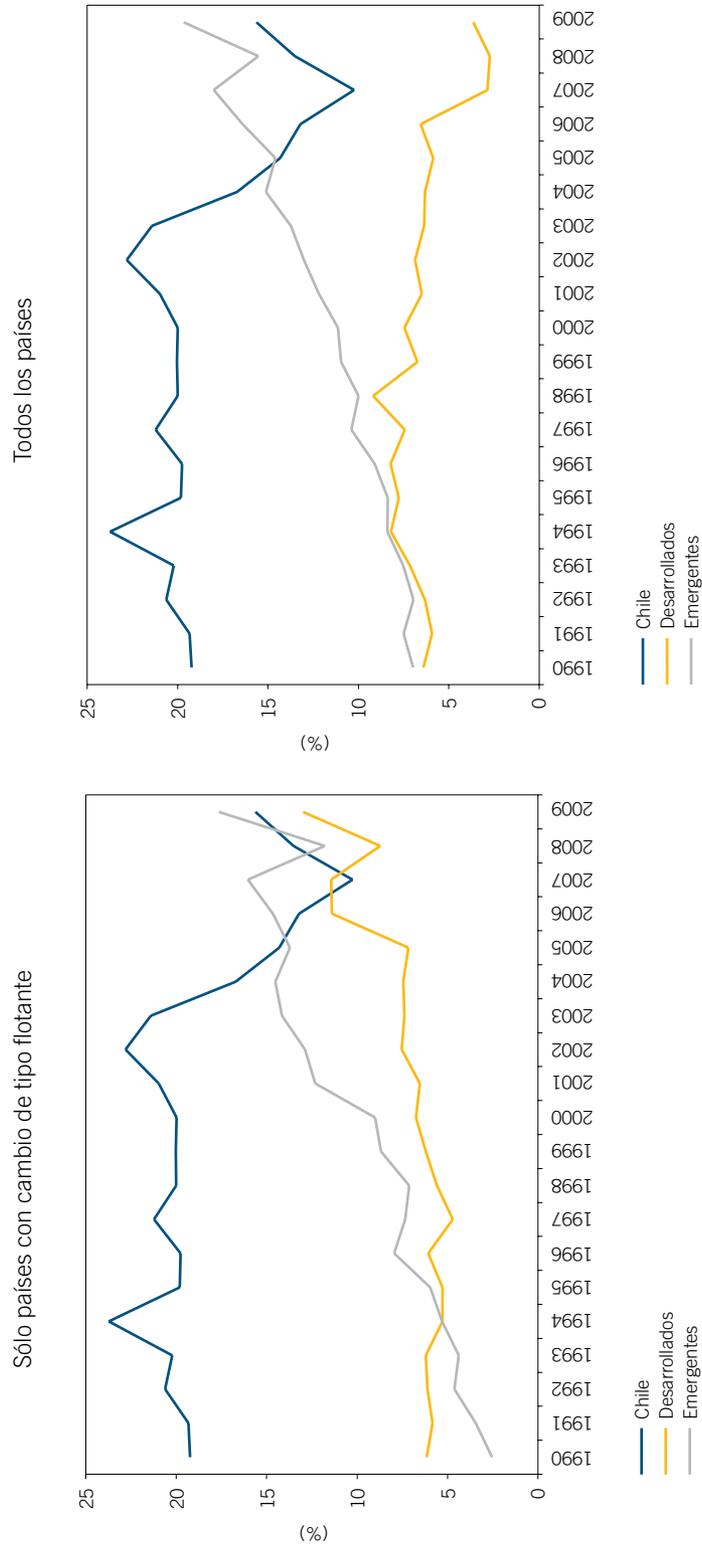
¿Qué hizo el Fondo Monetario? La institución fue bastante activa, de hecho, la región del hemisferio occidental fue la más activa en términos de programas precautorios. Se tuvieron todos los programas de alto acceso precautorio (HAPAs) para Costa Rica, El Salvador y Guatemala y dos de los tres FCLs fueron a Colombia y México, el tercero fue Polonia. Los cambios de política en el FMI fueron realmente de fondo. El Fondo Monetario parece ser la única institución que se encuentra bien ubicada en el mundo para redistribuir liquidez cuando se producen estos episodios de salidas de capitales. Por lo tanto, algún prestamista de última instancia es fundamental para preservar la estabilidad financiera internacional.

No solo se aumentaron los programas precautorios sino que se redujo la condicionalidad ex post, la capacidad de crédito se triplicó a 750 mil millones de dólares, y se reformaron los instrumentos para los países de bajos ingresos.

El Gráfico 4 muestra cómo cambió el panorama de lo que estaba haciendo el Fondo. En la crisis asiática y de la burbuja punto com se otorgaron bastantes préstamos de gran tamaño a países con caídas relativamente severas. Luego se da un periodo en que el Fondo casi desapareció de la escena internacional, y luego reaparece nuevamente en la crisis reciente con programas enormes inclusive para países que registraron caídas muy pronunciadas, como el caso de Letonia, y aparecen con fuerza las esferas de color amarillo que representan los instrumentos precautorios.

Se presenta un cambio claro en el vector de apoyo que hace el Fondo hacia los países. La provisión de liquidez fue mucho mayor ahora que en el pasado, comparado con otras crisis. El desembolso que se da en primera instancia fue mucho mayor que en el pasado. Adicionalmente, contrario a lo que ocurría tradicionalmente, cuando el Fondo prestaba a países para balanza de pagos, en gran medida estos debían mantener esta ayuda en reservas. Actuaba como una especie de deterrent; sin embargo, no se aceptaba que los países usaran estas reservas y por lo tanto no ayudaba a mitigar directamente la reversión en cuenta corriente.

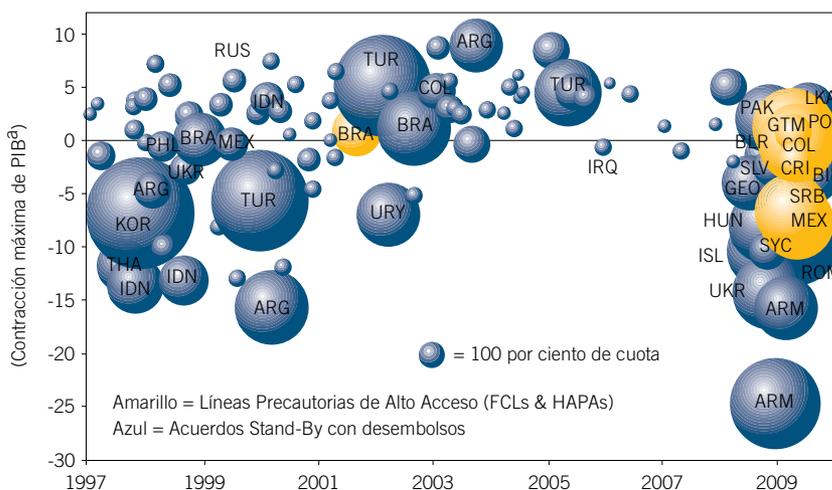
GRÁFICO 3_ RESERVAS INTERNACIONALES SOBRE PIB (%)



Fuente: Contreras et al. (2010).



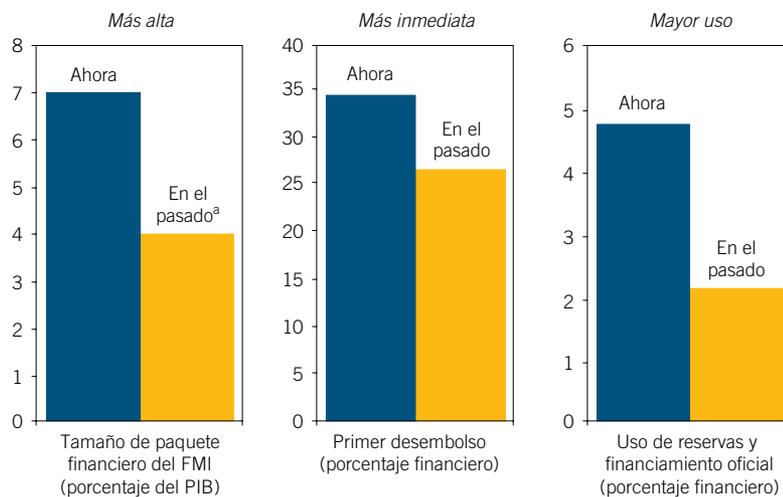
GRÁFICO 4_ NIVEL DE ACCESO Y CONTRACCIÓN ECONÓMICA EN PAÍSES CON ASISTENCIA DEL FMI



^aContracción máxima acumulada en tres años desde aprobación del programa. Proyecciones para programas corrientes.

Fuente: *Review of Recent Crisis Programs* (SM/9/246, 9/14/2010).

GRÁFICO 5_ PROVISIÓN DE LIQUEZ DEL FMI



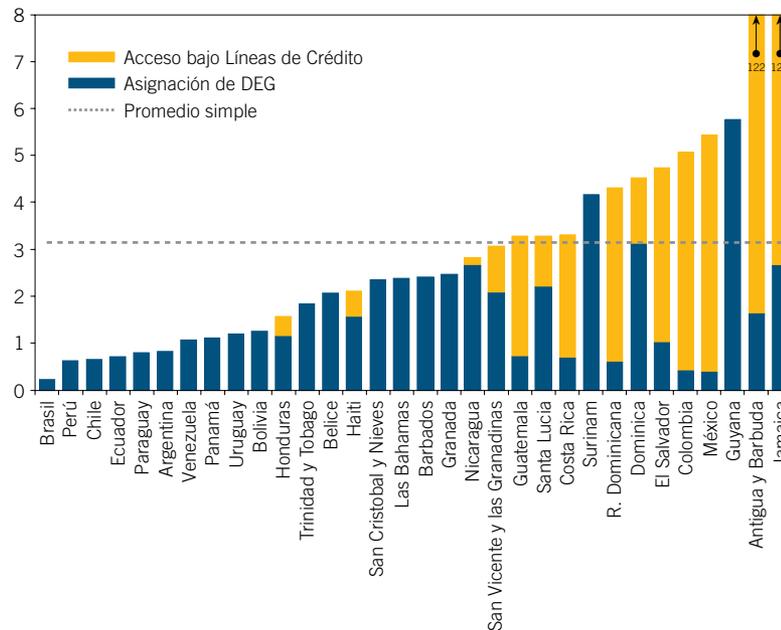
^aEn programas asociados a crisis de cuenta de capital.

Fuente: *The Fund's Mandate - Future Financing Role* (SM/10/72, 3/26/2010)

En cambio ahora se permitió un mayor uso de los recursos del Fondo para mitigar la caída en la absorción que era necesaria conforme a la contracción de la cuenta de capitales.

Mirando el caso de América Latina y el Caribe, en promedio, el Fondo aportó entre programas no precautorios y precautorios 3% del PIB de América Latina, cifras enormes.

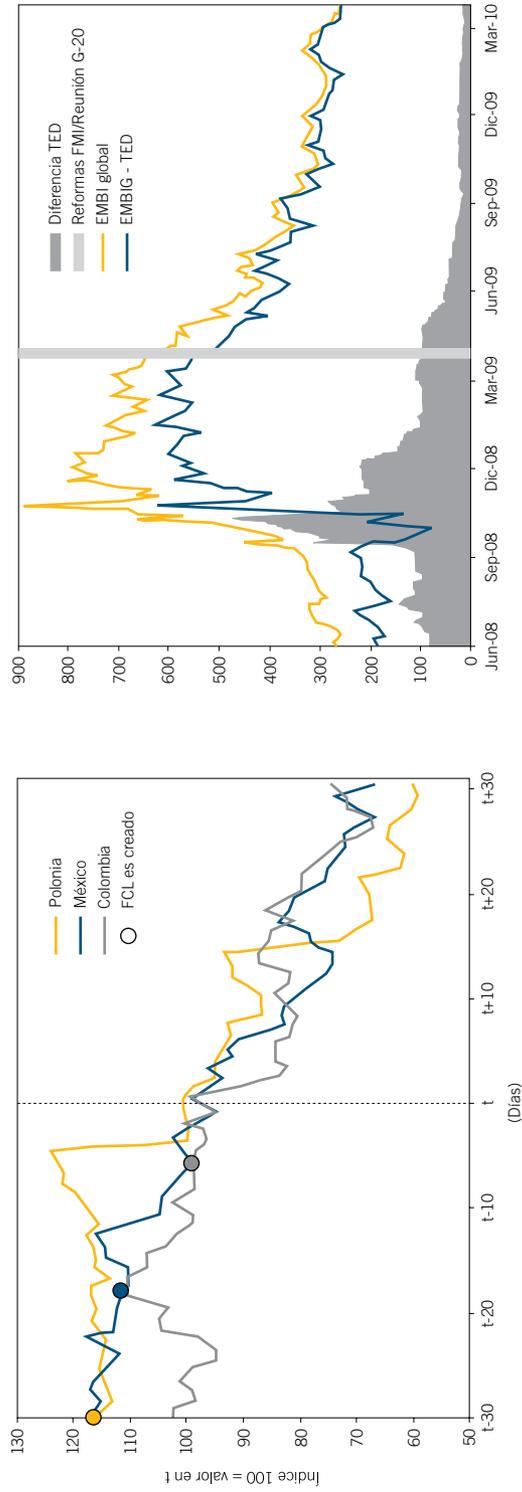
GRÁFICO 6_ PROVISIÓN DE LIQUIDEZ DURANTE LA CRISIS^a
(PORCENTAJE DEL PIB)



^aExcluye EPCA, ENDA o perdón de deuda.
Fuente: Fondo Monetario Internacional.

El Gráfico 7 ilustra si el FCL hizo alguna diferencia en la región. El gráfico se encuentra desplazado en el tiempo. t es el momento en el que el país en cuestión recibe el FCL, el cual no coincide para los tres países. En el caso de Colombia, cuando se aprueba el FCL no se ve que el spread de Colombia reaccione; sin embargo, comienza a reaccionar posteriormente ayudado probablemente porque ya se había aprobado el FCL para México. Haciendo referencia a México, según lo que ocurre con el spread, es razonable concluir que el FCL hizo una diferencia enorme para este país.

GRÁFICO 7 PAISES CON FCL: EMBI
(PUNTOS BÁSICOS)



t Día de anuncio de FCL para el país.
Fuente: *The Fund's Mandate - Future Financing Role* (SM/10/72, 3/26/2010).



En virtud de lo anterior, el Fondo considera que los programas de apoyo tipo FCL y HAPAs más la triplicación de los recursos del Fondo tuvo mucho que ver, junto a las políticas monetarias y fiscales de la mayoría de países, con el freno a la caída libre que estaba experimentando el mundo en el último trimestre del 2008.

En términos comparados, el tamaño de recursos comprometidos durante la crisis reciente duplica los recursos proporcionados durante la crisis asiática y la burbuja “punto com”, pero en términos del sistema financiero global, es todavía muy pequeño. El gráfico derecho (ver Gráfico 8) muestra lo que comprometió en total el Fondo y la línea de la Fed para los países emergentes. Es evidente la necesidad de financiamiento que se observaba en el 2009 en los países emergentes. Realmente palidece el tamaño de recursos comprometidos del Fondo frente a lo que eran las necesidades potenciales de financiamiento de los mercados emergentes en el año 2009. El tamaño de recursos del Fondo es claramente insuficiente frente a una perspectiva de pánico donde un gran número de países emergentes simultáneamente enfrenen problemas para refinanciar sus pasivos.

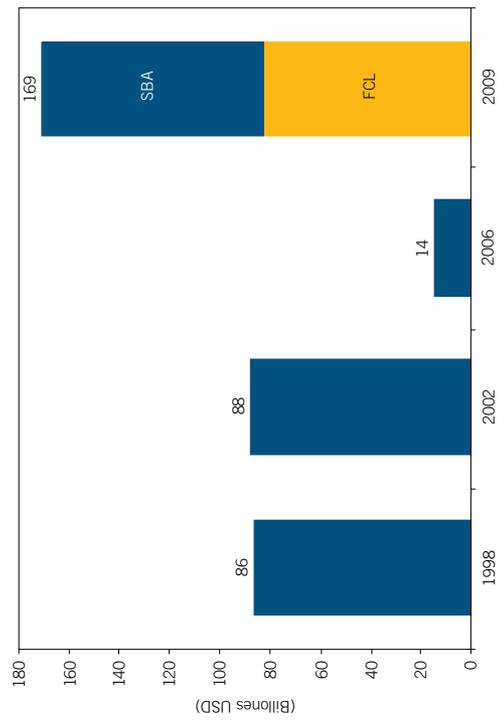
Ahora bien, en relación con la pregunta ¿Ayudan o no ayudan las reservas a mitigar los costos de una salida masiva de capitales? el Gráfico 9 prueba que ayudan bastante hasta cierto umbral y que de ahí en adelante tener mayores reservas no evidencia un incremento marginal importante en la capacidad de protección.

La anterior regresión está hecha sobre la contracción del PIB contra la razón de reservas a deuda de corto plazo más el déficit de cuenta corriente. La mayor parte de la varianza de esta variable está explicada por la deuda de corto plazo. Si se separa esta regresión para ver en cuánto ayudan las reservas a evitar la contracción del PIB versus cuánto ayuda tener poca deuda de corto plazo, se ve que la mayor parte de la varianza se justifica por la deuda de corto plazo. Si bien se podría argumentar que las reservas son el dual de la deuda de corto plazo, esto no es monotónico, es decir, que un mayor nivel de reservas no continúa ayudando siempre. Al menos bajo esta prueba empírica no parece justificable la cantidad enorme de reservas que tienen muchos países.

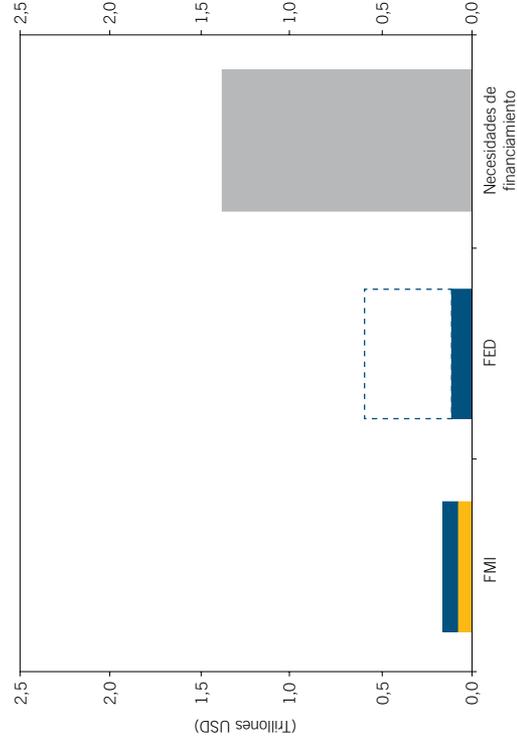
El Gráfico 10 muestra que la política monetaria de la región, incluyendo a Chile, continuó en una línea ascendente, debido a que los bancos centrales enfrentaban el problema del shock de costos cuando Estados Unidos y los países industriales venían en una fase descendente que comenzó varios trimestres antes de que la política monetaria comenzara a reaccionar. Prácticamente, pasó un año entero antes que la política monetaria comenzara a reaccionar, pues ésta continuaba a la espera de saber si se iban a desanclar las expectativas de inflación debido a los shocks de costos en circunstancias donde el mundo avanzado ya se encontraba en recesión.

GRAFICO 8

Altos compromisos de desembolsos en relación al pasado...



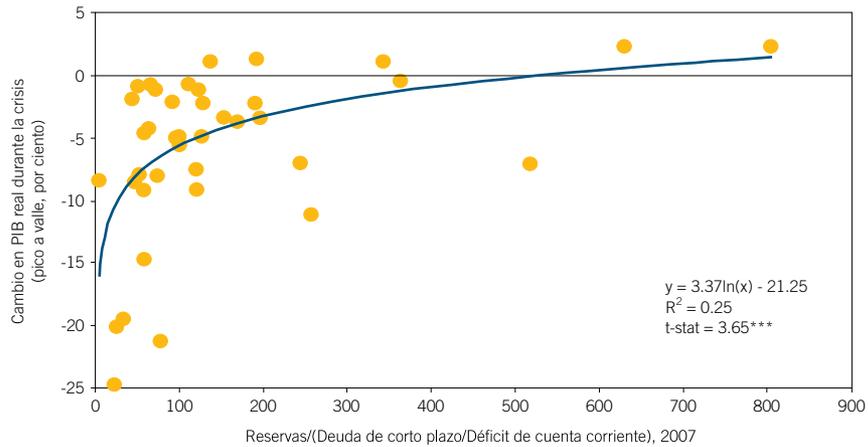
Pero muy bajos en perspectiva...



Fuente: The Fund's Mandate - Future Financing Role (SM/10/72, 3/26/2010).

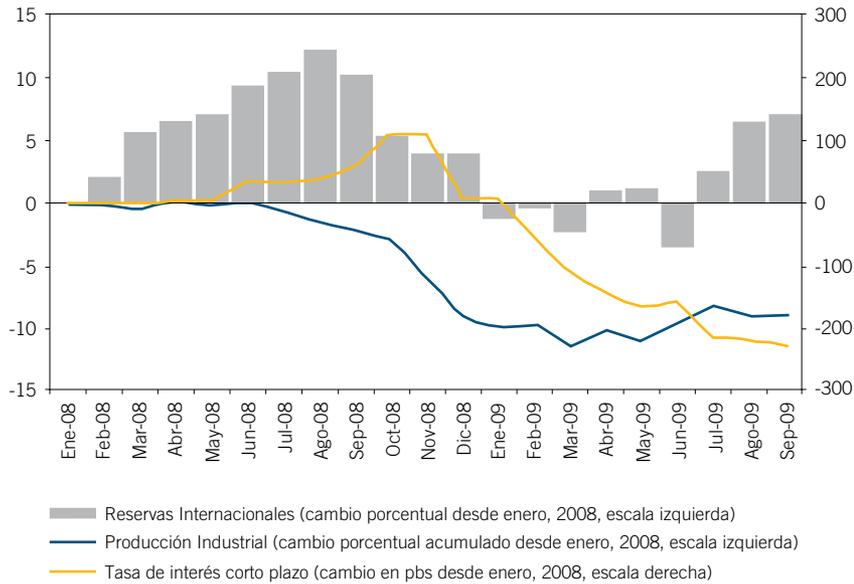


GRÁFICO 9_ RESERVAS
(DEUDA DE CORTO PLAZO + DÉFICIT DE CUENTA CORRIENTE), 2007



Fuente: *How Did Emerging Markets Cope In The Crisis?* (SM/10/116, 5/7/2010).

GRÁFICO 10_ RESERVAS, TASA DE INTERÉS Y PRODUCCIÓN INDUSTRIAL EN MERCADOS EMERGENTES, 2008-2009^a

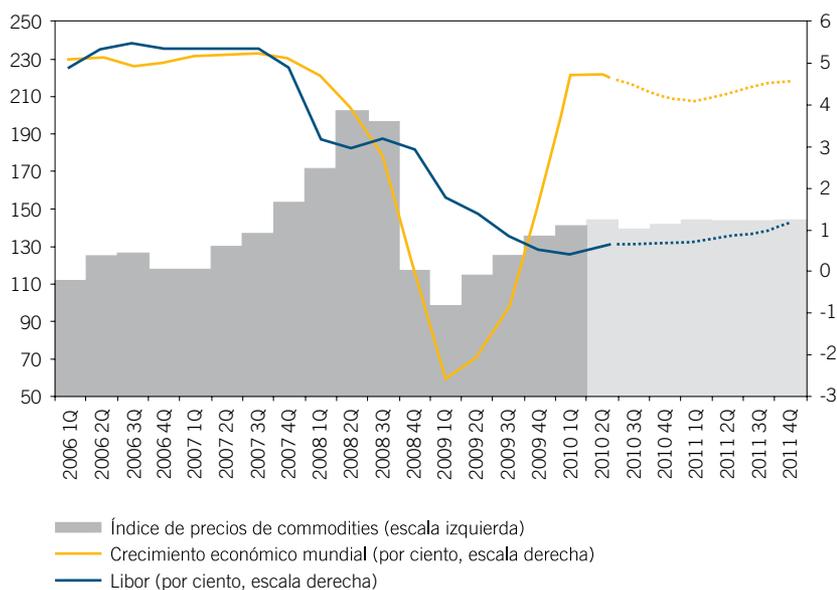


^aMediana para países emergentes sin programas del Fondo.
Fuente: Fondo Monetario Internacional.

No obstante lo anterior, se evidencia que las reservas internacionales no se usaron en forma significativa. En el agregado de todos los países emergentes, las reservas internacionales virtualmente no se usaron, actúan como un deterrent pero cuando llegó el momento de una fuerte contracción en la liquidez y en los flujos de capital, las reservas no se utilizaron. Esto lleva a la sospecha, mas no evidencia, que la acumulación de reservas tiene más que ver con un motivo político-industrial o con mantener un tipo de cambio para incentivar el sector transable y menos con un motivo de precaución frente a posibles salidas de capitales.

¿Qué se espera va a ocurrir en el futuro? Se puede pensar que a un término de 6 trimestres se va a tener una combinación extraordinaria. El Gráfico 11 muestra la proyección de bajas tasas de interés, con un crecimiento económico relativamente alto fundamentalmente explicado por las economías emergentes. Por lo tanto, se va a tener una combinación que no se ha visto en la historia económica mundial dado que antes no se tenían tantos flujos de capitales, y términos de intercambio tan favorables para las economías exportadoras de commodities, junto a condiciones financieras tan favorables. Se debe tener en cuenta, en todo caso, que demasiado viento a favor es muy peligroso para el sobrecalentamiento y las burbujas, particularmente para Sudamérica. Teniendo en cuenta que la recuperación de

GRÁFICO 11



Fuente: Fondo Monetario Internacional.

Estados Unidos va por un camino muy lento, donde el desempleo no mejora a las tasas esperadas y los estándares de crédito se están apretando nuevamente, la liquidez va a continuar fluyendo hacia esta parte del mundo.

La pregunta clave es cuánto depende el circuito Asia-Sudamérica-África de la demanda final de Estados Unidos y Europa. China puede absorber una caída masiva de sus exportaciones simplemente bajando marginalmente su ahorro interno. Por otro lado, para que Estados Unidos pueda reemplazar un crecimiento del consumo, tendría que aumentar sus exportaciones significativamente. Por tanto, es muy poco probable que un crecimiento fuerte de los países emergentes saque a Estados Unidos de su lento crecimiento y que el crecimiento lento de Estados Unidos detenga el crecimiento fuerte de la China y de los países del sur. De esta manera, es altamente probable que se tenga alguna suerte de decoupling durante algún tiempo con crecimiento fuerte de las economías emergentes, con precios de intercambio altos y con tasas de interés relativamente bajas. Esta situación será difícil de manejar debido a que la escasez a veces se entiende más fácil que la abundancia, la cual en la economía política es muy compleja.

Se debe enfatizar en aprovechar el momento para hacer un cambio en la estructura de pasivos de los países latinoamericanos, este es el momento para hacerlo. Claramente, los pasivos son uno de los elementos de vulnerabilidad que van a determinar si el nivel de reservas que los países necesitan es mayor o menor al que tienen. Probablemente, lo que explica la dinámica es la cantidad de deuda de corto plazo más que la cantidad de reservas. Si se disminuye mucho la deuda de corto plazo se puede ahorrar reservas, si lo que se busca es protección y no mantener el tipo de cambio por motivos de crecimiento.

Por otro lado, los cambios en la estructura financiera global han llegado para quedarse. Se tienen instrumentos como los FCL o un nuevo instrumento que se va a crear, el PCL, que es un instrumento de alto acceso para países que necesitan hacer algunas reformas pero que requieren algún tiempo para hacerlas, a diferencia del FCL que es un instrumento para los que tienen un marco macroeconómico que no necesita ninguna alteración y que pueden ser afectados por turbulencias totalmente exógenas. La pregunta de muchos es si estos instrumentos estarán disponibles después de la crisis reciente. Evidentemente, ya no se está en un mundo unipolar donde una gran potencia dictaba las reglas, hoy en día se tienen fuerzas equivalentes donde hay cuestiones en común y cuestiones diferentes y todos están relativamente de acuerdo en que no hay nadie completamente a salvo. Si bien Estados Unidos todavía tiene la moneda de reserva es claro que aún necesita al Fondo y sus programas de asistencia de liquidez emergente. Los programas están aquí para quedarse.

El Fondo Monetario es consciente de que ha habido un incentivo perverso. No tiene sentido que países sólidos como México enfrenten un techo de 1000% y otros países que enfrentaban problemas fuertes con su marco de política hayan podido acceder a mayor financiamiento. Por esto el techo de 1000% se va a eliminar y se va a extender la duración de uno a dos años. Igualmente, se va a ofrecer una línea de crédito precautoria PCL que tiene que ver con acceso hasta 1000% para aquellos que aún necesitan algún cambio en su marco macroeconómico, pero que es de carácter precautorio sin condicionalidad ex post sino simplemente monitoreo. Estos mecanismos se encuentran en estado de evolución mientras se consulta la posibilidad de que el Fondo pueda de manera unilateral ofrecer una línea de liquidez frente a una contingencia de credit crunch importante, sea global o regional.

Se ha planteado también por qué el Fondo no precalifica para evitar el problema del estigma. El tema es que para evitar el problema del estigma para los precalificados la solución implica darle un estigma a los no precalificados. Por tanto, esa no es una solución obvia de equilibrio general.

Finalmente, existe la posibilidad de que los fondos regionales apalanquen su capacidad de mitigar crisis regionales dado que estos son un poco más inertes frente a crisis regionales. Se está trabajando en la posibilidad de apalancar recursos de fondos regionales, incluido el FLAR, para dar financiamiento en conjunto entre el Fondo Monetario y estos fondos cuando haya necesidades en las regiones cubiertas por estos últimos. Este esquema de funcionamiento tiene bastantes ventajas, una de ellas es que tiene un sello de calidad o de garantía dado tanto por los constituyentes del fondo regional, como por un organismo internacional. En segundo lugar, tiene la ventaja de evitar tener que imponer una condicionalidad a veces dura a países que son socios dentro del mismo fondo regional. Habiendo dicho lo anterior, es evidente que buscar un seguro global que sea además más barato que las reservas que acumula cada país es un tema de política pública de gran importancia.



Prestamista internacional de última instancia: Lecciones de la reciente crisis global

POR EDUARDO FERNÁNDEZ-ARIAS*

I. La necesidad de un Prestamista Internacional de Última Instancia (PIUI)

Contrariamente a la norma histórica, en la reciente crisis global, las economías latinoamericanas fueron eslabones fuertes de la cadena. Más en general, las economías emergentes (EE) fueron un contrapeso que amortiguó la caída global. En efecto, las EE no fueron responsables por el origen de la crisis, sólo fueron alcanzadas por el maremoto financiero cuando se produjo el colapso de Lehman Brothers pero no antes, y rápidamente volvieron a hacer pie en algunos meses. Desde entonces se han recuperado vigorosamente reflotando a la economía mundial. También contrariamente a la norma, luego de repetidos fracasos en atraer clientes, esta vez el FMI ofreció exitosamente líneas de crédito para enfrentar la crisis financiera (la Línea de Crédito Flexible, FCL en inglés) a Colombia, México y Polonia. Del mismo modo, la Reserva Federal de Estados Unidos (FED) acordó operaciones de swap con algunos bancos centrales (México y Brasil en nuestra región) y el recientemente creado Grupo de los Veinte (G20) resolvió en la reunión cumbre de Londres la multiplicación de los recursos del FMI, de ese modo afirmando una voluntad de cooperación internacional con EE con escasos precedentes.

¿Significa esto que las EE cuentan ahora por fin con un PIUI como red de seguridad? Es tentador pensar que sí y que no hace falta volver sobre el tema con propuestas radicales, al menos en lo que toca a crisis de liquidez sistémicas. Pero sería ingenuo creerlo: la red de seguridad financiera sigue teniendo enormes agujeros que hacen que la globalización financiera continúe siendo peligrosa. En esta sección mostraré que la clave del éxito para paliar la crisis de liquidez en EE fue el extraordinario consenso político de cooperación alcanzado por las economías avanzadas en forma circunstancial y no las instituciones financieras creadas para atender las necesidades de liquidez de las EE, que siguen siendo sustancialmente insuficientes. Sería irresponsable confiar en que la próxima crisis de liquidez en EE concitará el mismo grado de atención y cooperación por parte de las economías avanzadas, especialmente si la crisis no se origina en ellas¹.

* Economista Principal, Departamento de Investigaciones, Banco Interamericano de Desarrollo. Esta nota refleja las opiniones del autor y no son atribuibles al Banco Interamericano de Desarrollo.

¹ Los desacuerdos en la cumbre del G20 en Corea al tiempo de preparar la redacción de esta nota subrayan la fragilidad de la cooperación global.

Ahora que la memoria de la crisis reciente está todavía fresca es el momento de construir instituciones preventivas estables y confiables que funcionen con efectividad independientemente de las circunstancias coyunturales que le toquen en suerte a las EE.

A. El colapso de Lehman Brothers y la crisis financiera en Economías Emergentes

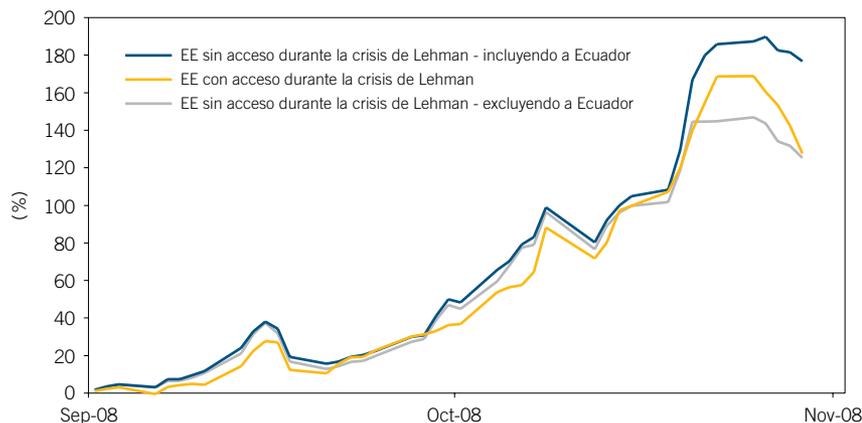
El colapso de Lehman Brothers en septiembre de 2008 conmovió al sistema financiero global y trajo aparejada una expansión generalizada de las primas de riesgo de EE del orden de la observada en ocasión de la crisis rusa una década antes. En efecto, los spreads crecieron a más del doble: en dos meses el spread promedio de las 35 EE en el EMBI creció 135%².

Todo indica que una década después, la arquitectura financiera internacional estuvo igualmente mal preparada. No hay evidencia de que los programas de préstamos tradicionales ofrecidos por el FMI en ese momento hayan sido efectivos como instrumentos de PIUI. Para examinar ese asunto, separamos los 35 países de la muestra en “con acceso al FMI” y “sin acceso al FMI” de acuerdo a si completaron su consulta de Artículo IV en los 24 meses previos al colapso, siguiendo a BID (2010). Según este criterio, Argentina, Georgia y Venezuela no habrían tenido acceso. Ecuador es un caso especial porque si bien completó un Artículo IV reciente, estaba notoriamente al borde de la cesación de pagos. Si se excluye a Ecuador de la muestra, la comparación de los dos grupos indica que los países con acceso a los programas tradicionales de PIUI no se vieron favorecidos (Gráfico 1).

Por el contrario, la liquidez propia de los países medida por sus reservas Internacionales como proporción de su deuda con vencimiento a corto plazo sí contribuyó significativamente a contener el shock (Cuadro 1). Por último, si se incluye a Ecuador en el grupo sin acceso, se observa un efecto limitado pero que no es estadísticamente significativo. No es sorprendente entonces que en ese momento la comunidad internacional se haya abocado a la creación de nuevos mecanismos de PIUI.

² En la crisis rusa el spread promedio en igual período creció 139%. En la crisis reciente el spread promedio aumentó menos en términos absolutos debido a su menor nivel inicial; si se consideran solo países con niveles iniciales comparables, la expansión en la crisis reciente fue incluso mayor que en la rusa.

GRÁFICO 1_ CAMBIO PORCENTUAL EN EL SPREAD DEL EMBI DURANTE LA CRISIS DE LEHMAN



Fuente: JP Morgan; cálculos propios.

CUADRO 1_ VARIABLE DEPENDIENTE: CAMBIO PORCENTUAL EN EL SPREAD DEL EMBI DURANTE LA CRISIS DE LEHMAN

	(1)	(2)	(3)
Sin acceso = 1	-2,16 -28,22	-8,388 -27,93	49,22 -29,45
Logaritmo de Reservas / Deuda de corto plazo		-11,50 * -5,808	
Constante	127,5 *** -8,382	143,6 *** -12,07	127,5 *** -9,955
Observaciones	34	32	35
R-cuadrado	0,000 2	0,119	0,078

Errores estándar en paréntesis

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

(1) y (2) excluyen Ecuador, (3) incluye Ecuador.

B. Los mecanismos recientes de provisión de liquidez: ¿clave del éxito?

Semanas después del colapso de Lehman Brothers, el FED concertó sustanciales acuerdos de swap con los bancos centrales de Brasil y México, así como con otras EE fuera de la región. El FMI creó una nueva facilidad de préstamo (FCL) con montos sustanciales y, por primera vez, sin condicionalidad. En nuestra región, el FCL fue pactado con Brasil, Colombia y México.

La reunión cumbre del G20 en Londres tuvo lugar en abril de 2009 al tiempo que los FCL solicitados por los países eran anunciados. La situación de muy altos spreads se revirtió alrededor de la reunión cumbre del G20 en Londres, especialmente en abril y mayo de 2009. En un período de dos o tres meses hubo una compresión generalizada y sustancial de los spreads de EE del orden de 40%, que borró en su mayor parte la expansión post-Lehman. ¿Fueron los nuevos mecanismos la clave del éxito?

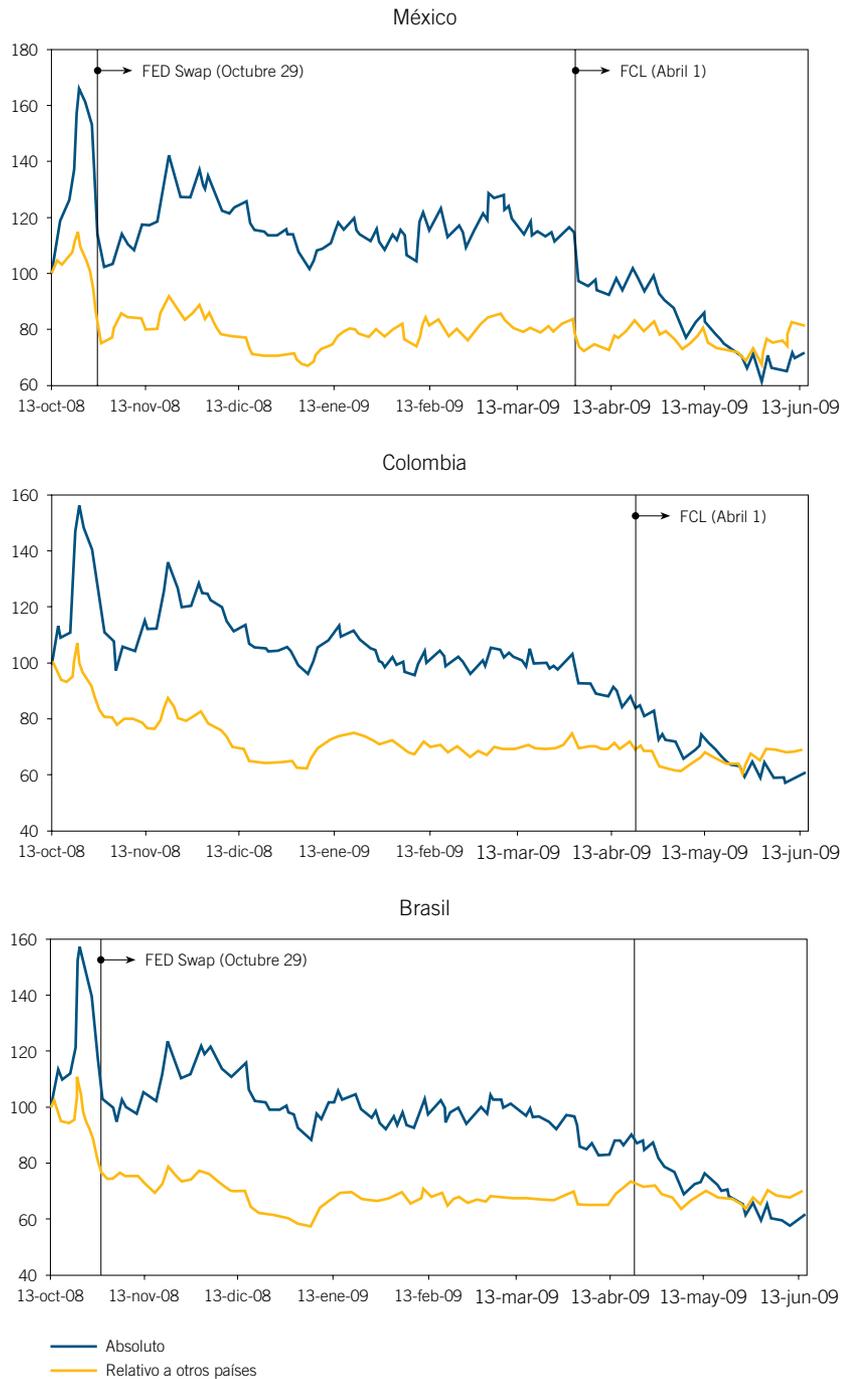
Juzgando por nuestra métrica de compresión de los spreads, prima facie los nuevos mecanismos aparecen como muy positivos para los países beneficiarios: sus spreads muestran una sustancial mejora sincronizada con el momento en que su aplicación fue anunciada (Gráfico 2). Sin embargo, la evaluación debe tener en cuenta que los países que no se beneficiaron de estos mecanismos también mejoraron sustancialmente en el período. En efecto, cuando se mide la evolución de los spreads de los países beneficiarios con respecto al spread promedio del resto de la muestra de países, se observa que la provisión de liquidez de estos mecanismos generalmente tiene un efecto inmediato pero que, en el caso del FCL, es menor y se disipa rápidamente (ver Gráfico 2).

El impacto del FCL como institución de PIUI podría ser más amplio, sin embargo, si se consideran sus efectos indirectos en los países potencialmente beneficiarios del FCL. Podría pensarse que una vez que el FCL se estableció exitosamente, el mercado incluyó en su valuación que los países presumiblemente con acceso al FCL cuentan con un PIUI, lo cual invalidaría la comparación del párrafo anterior. Para examinar esta hipótesis, separamos nuestra muestra en tres grupos de países: con acceso, sin acceso, y el resto con países de clasificación dudosa (Cuadro 2). El grupo con acceso contiene todos los países beneficiarios de los nuevos mecanismos ampliado con aquellos países cuyos niveles de spread previos eran menores que Colombia (el “peor” beneficiario en esta métrica). El grupo sin acceso contiene un núcleo de países sin Artículo IV por 24 meses ampliado con aquellos cuyo spread previo al G20 de Londres era mayor que Venezuela (el “mejor” de ese núcleo en esta métrica³). El grupo de

³ A su vez ampliado con Hungría, Rusia y Turquía de acuerdo al análisis en Barclays (comunicación privada).



GRÁFICO 2_ SPREAD DEL EMBI DE LOS PAÍSES BENEFICIARIOS
 ABSOLUTO Y RELATIVO A OTROS PAÍSES 13/10/2009 = 100



Fuente: JP Morgan; cálculos propios.

CUADRO 2_ GRUPO DE PAÍSES Y SPREAD INICIAL ANTES DE LA CUMBRE
DEL G20 EN LONDRES

Países sin acceso		Países sin clasificación		Países con acceso	
Ucrania	3.569	Kazakhstan	1.449	Colombia	480
Ecuador	3.464	Ghana	1.279	Filipinas	468
Pakistán	1.922	Gabón	1.200	Panamá	462
Georgia	1.880	República Dominicana	1.181	México	458
Sri Lanka	1.778	Iraq	1.173	Brasil	441
Argentina	1.772	Jamaica	1.051	Sudáfrica	439
Venezuela	1.652	Serbia	948	Túnez	430
Hungría	459	Indonesia	822	Perú	394
Rusia	732	Vietnam	688	Chile	345
Turquía	583	El Salvador	686	Malasia	344
		Líbano	613	Polonia	307
		Uruguay	597	Egipto	228
		Bulgaria	575	China	155

dudosos contiene los países con spreads previos intermedios. La evidencia indica que la caída de los spreads de estos tres grupos de acceso en una ventana alrededor de la cumbre del G20 en Londres es virtualmente indistinguible, lo cual sugiere que la clave del éxito no fue la creación del FCL (Gráfico 3)⁴. Nos inclinamos a pensar que el éxito derivó de las circunstancias especiales que permitieron la cooperación internacional en la reunión de Londres más que de las nuevas facilidades financieras que cristalizaron al mismo tiempo.

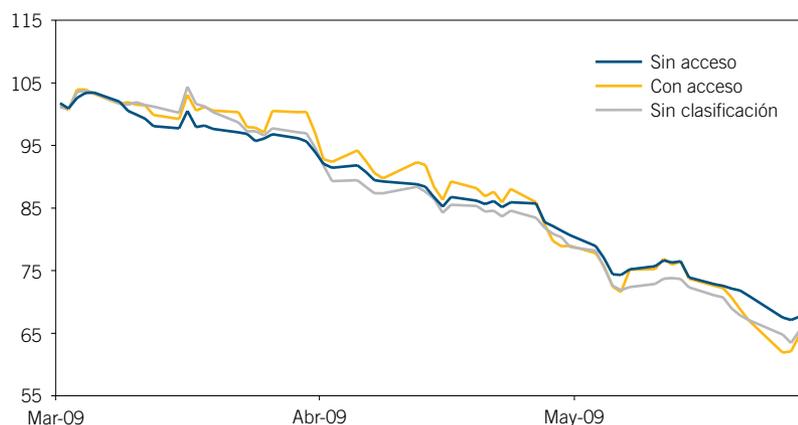
C. La necesidad de un PIUI para la globalización financiera

A pesar del sustancial progreso de la desdolarización financiera y el desarrollo de mercados locales en EE, la inestabilidad financiera en la oferta de crédito sigue siendo un peligro de primer orden para la globalización financiera de las EE. En efecto, este peligro crecientemente engloba más y más países. La crisis reciente demostró el valor de la autoprotección que provee la acumulación de reservas internacionales para ser usadas en emergencias de escasez de liquidez (Fernández-Arias y Montiel 2010). Sin embargo, éste es un mecanismo ineficiente, financieramente costoso para las EE y desestabilizador a escala global en la medida que alimenta la demanda de monedas fuertes. La globalización financiera requiere un PIUI que ofrezca protección eficientemente.

4 Un análisis de cluster también indica una muy débil asociación, no significativa, entre el grupo de países cuyo spread se comprimió menos en términos porcentuales y el grupo de países sin acceso.

Un PIUI provee financiamiento cuando un país atraviesa una crisis financiera, esto es, no tiene acceso a crédito en términos sostenibles. Un PIUI con estas características cumpliría el rol del tradicional prestamista de última instancia que provee liquidez y también el rol de los mecanismos de resolución de crisis financieras, o más en general, de los mecanismos de bancarrota, a nivel nacional. En Fernández-Arias (2010) se presenta una propuesta integral de PIUI de corte preventivo que articula estos roles en función de las causas de la crisis financiera y de las capacidades del país. En esta nota me concentro exclusivamente en el rol de PIUI en relación a crisis sistémicas de liquidez, que la crisis reciente ejemplifica. La resolución de esta clase de crisis financiera supone que el PIUI provea, o se comprometa a proveer, la liquidez faltante. El lector interesado en la resolución de otras clases de crisis financieras que involucran ajuste económico y, en el extremo, reestructura de deudas, puede consultar Fernández-Arias (2010) y las referencias allí incluidas.

GRÁFICO 3_ ÍNDICE DEL SPREAD DEL EMBI ALREDEDOR DE LA CUMBRE DEL G20 EN LONDRES, 03/02/09 = 100



Fuente: JP Morgan; cálculos propios.

A diferencia de las crisis de liquidez localizadas, en el caso de crisis de liquidez sistémicas, las ganancias de diversificación que se pueden obtener mediante acuerdos cooperativos entre bancos centrales son exiguas dado que en dichas crisis todas las EE necesitan liquidez. En una circunstancia de ese tipo, un acuerdo como el del FLAR en el que cada país tiene derechos de retiro en función de su aporte de reservas no sería muy distinto a que cada país tuviera sus reservas por separado, y en consecuencia no podría ayudar mayormente. Un PIUI efectivo en una crisis sistémica necesita liquidez de los países



con monedas de reserva o “emisores de última instancia” con capacidad para prestar en esas circunstancias, de ese modo eliminando los costos financieros y de eficiencia de acarrear reservas individuales. El acceso a estas fuentes de liquidez no acotadas evitaría también los efectos perversos de la utilización de reservas cuando existe riesgo de que sean insuficientes. Y como requisito fundamental, una red global de seguridad efectiva necesita un compromiso confiable de que la liquidez estará disponible en forma amplia a las EE como clase, no en forma selectiva al arbitrio de los países centrales, aún si la estabilidad financiera de los países con liquidez no está en juego.

El modelo tradicional de autorizar a una multilateral como el FMI a tomar prestado de los bancos centrales sería adecuado para el PIUI. Una institución como el FLAR podría también tomar el rol de intermediación de la liquidez a sus miembros a partir de acuerdos de provisión de liquidez por bancos centrales fuertes, por ejemplo el FED. Alternativamente, países de la región de importancia sistémica (por ejemplo Brasil y México) podrían proveer la liquidez al FLAR si son a su vez amparados por el FED o instituciones globales como lo fueron en la crisis reciente. Este esquema supone contar con bancos centrales contribuyentes netos, sin derecho, o con derecho fraccional, a tomar prestado del fondo común, de tal suerte que los bancos centrales prestatarios puedan apalancar sus reservas en el fondo común. Naturalmente este esquema es viable sólo si los bancos centrales contribuyentes (por ejemplo el FED, o en su caso Brasil y México como intermediarios de liquidez) tienen asignadas cuotas elevadas. La iniciativa de Chiang Mai es en efecto un acuerdo cooperativo con dos clases de socios, con China y Japón aportando la mayor parte de las reservas globales pudiendo retirar a lo sumo la mitad.

II. Principios de un PIUI para crisis sistémicas de liquidez

El modelo tradicional de prestamista de última instancia a nivel nacional es un buen punto de partida para un PIUI para atender crisis de liquidez. Ambas instituciones necesitan inyectar liquidez en forma decidida cuando se pierde el acceso al crédito por fallas en su oferta. Por lo tanto, los recursos disponibles del PIUI tienen que ser suficientemente cuantiosos y su aplicación suficientemente expedita, y por sobre todas las cosas cierta y confiable si ha de servir para prevenir crisis. Y ambas deben estar atentas a cualquier signo de insolvencia y tener una estrategia para apelar a intervenciones alternativas si fuera necesario.

Al mismo tiempo, la soberanía impone restricciones adicionales a la operación de un PIUI. A diferencia de su contraparte nacional, el PIUI no puede contar con la seguridad financiera de recibir colateral de parte del beneficiario y, naturalmente, tampoco imponer un marco regulatorio sobre el sistema que protege. Para compensar la primera debilidad,

el PIUI necesita otros medios para que se satisfaga una adecuada seguridad financiera de repago por parte del país. Asimismo, en lugar de la regulación obligatoria, necesita definir estándares de elegibilidad que definan su perímetro de protección de tal suerte que los países sepan que pueden contar con un PIUI si es necesario. Dado que el PIUI no puede obligar a los países a participar, éste debe proveer incentivos que aseguren la amplia protección entre EE que la seguridad global requiere.

Los siguientes principios para una propuesta se basan en Fernández-Arias y Levy Yeyati (2010). Un PIUI efectivo y viable para atender crisis sistémicas de liquidez centrado en el FMI debe basarse en dos pilares:

- Precalificación unilateral para la facilidad en el curso de la Consulta de Artículo IV de modo de asegurar una amplia participación de países.
- Activación automática del acceso a la facilidad para asegurar una respuesta cierta y radical.

La precalificación unilateral es necesaria para eliminar el estigma político que los países suelen asociar con solicitar aprobación del FMI, especialmente fuera de momentos de crisis, el cual ha provocado el fracaso de previos intentos de establecer programas de líneas de crédito preventivas⁵. La integridad de la calificación (y descalificación) del FMI se fortalecería con el contrapeso de instituciones regionales que participen en el proceso en relación a sus países miembros, a condición de que estas instituciones estén comprometidas con el cumplimiento de estándares globales. Tratándose de una crisis de liquidez, cuya resolución no requiere ajuste, la condición clave de elegibilidad sería la adecuada seguridad de repago en base a la capacidad y voluntad de pago del país. Dado el excelente historial de repago al FMI y el hecho de que esta facilidad atiende crisis de liquidez sistémicas, que son por lo tanto causadas por perturbaciones en la oferta de crédito exógenas a los EE en cuestión, corresponde tener una presunción de elegibilidad; el proceso de Artículo IV identificaría los casos excepcionales en los cuales dicha presunción no se verifica. Como resultado, es de esperar una participación comprensiva de EE.

La activación automática para permitir que los países calificados tengan libre acceso a la facilidad es necesaria para que la facilidad sea ágil y confiable. Si el acceso depende de determinaciones o decisiones del Directorio del FMI, la facilidad no tendrá la confiabilidad necesaria para tener efecto preventivo y los países continuarán confiando solamente en

⁵ El primero de los cuales fue el CCL, por su sigla en inglés.

la autoprotección. Los países con los más altos estándares de acuerdo al FMI (digamos los que califican para el FCL) o que pueden entregar colateral comercial (digamos fondos soberanos) podrían tener acceso a voluntad (a tasas altas para impedir el uso de la facilidad fuera de emergencias). Para el grueso de las EE, sin embargo, el desalineamiento de los incentivos puede en ciertos casos ser riesgoso. El acceso a voluntad podría ser una invitación al oportunismo y frustrar la viabilidad del esquema. A efectos de obtener una protección comprensiva, para el resto de los EE el acceso sería contingente a una verificación objetiva de la existencia de una crisis sistémica de liquidez, por ejemplo en la forma de un crecimiento generalizado de los spreads en el EMBI más allá de cierto umbral acordado.

El FMI ha hecho un progreso histórico con la creación del FCL, y ahora el PCL (una versión limitada del FCL sujeta a condicionalidad), pero estas líneas de crédito no están diseñadas para atender crisis de liquidez sistémicas. El FCL, y ahora el PCL, ofrecen apoyo genérico al país ante cualquier clase de crisis financiera, por lo cual tienden a estar innecesariamente restringidos a un grupo de países seleccionados, y aún para ellos ofrecen una modalidad de apoyo que puede ser inadecuada o insuficiente para atender crisis de liquidez. El mecanismo global de estabilización (GSM por su sigla en inglés) que está en este momento a discusión (ver FMI(2010)) podría establecer procedimientos abreviados de ayuda para los países considerados de importancia sistémica y aquellos incluidos en el FCL y PCL, lo cual sería otro paso más en la dirección correcta. Esto puede ser una solución para los países sistémicos (digamos Brasil y México en nuestra región) que a juzgar por el apoyo proporcionado por el FED en la crisis reciente son quienes menos necesitan de la red global. En cuanto al resto de los países, estando basado en el FCL/PCL, el GSM heredará las limitaciones de ellos.

El gran progreso observado y en discusión no se podrá traducir en una red de seguridad global efectiva para crisis de liquidez sistémicas porque, no estando enfocado específicamente para ese fin, no puede ofrecer una protección adecuada y alcanzar una cobertura de países comprensiva. Pero aún cuando se reenforcara, estaría severamente limitado en su crecimiento en tanto no esté basado en los dos pilares arriba mencionados. La falta de precalificación unilateral limitará la participación debido al estigma político. En efecto, esta limitación puede impedir el crecimiento del FCL/PCL aún dentro de su núcleo selecto, e incluso conducir a la no renovación de alguno de sus miembros⁶.

⁶ El GSM dispondría la precalificación de una lista de países de importancia sistémica, lo cual es un primer acercamiento al principio de precalificación.

La necesidad de aprobación del Directorio para acceder a los fondos continuará fomentando la incertidumbre, cuando no la desconfianza, contradiciendo directamente la esencia de un mecanismo de protección preventivo.

III. El PIUI y el fantasma del riesgo moral

Un PIUI efectivo para crisis de liquidez sistémicas sería una solución ventajosa para todas las partes y debería ser un natural punto de coordinación en foros globales como el FMI y el G20. Desde el punto de vista de los países protegidos, eliminaría una fuente de riesgo que innecesariamente ha causado grandes perjuicios en el pasado, y de ese modo reduciría la necesidad de acumular reservas internacionales como autoprotección y su costo financiero. Globalmente, una menor acumulación de reservas en EE ayudaría al rebalanceo global. ¿Por qué, entonces, el PIUI no cristaliza? La respuesta es: el fantasma del riesgo moral que los países centrales temen.

En mi opinión, la preocupación con el riesgo moral en este caso es sumamente exagerada y no debería ser un impedimento para establecer un PIUI con las características propuestas. Para empezar, es importante clarificar que, en lo que se refiere al riesgo moral, una facilidad de préstamo como la propuesta es radicalmente diferente a una facilidad de seguro. En el caso de un seguro, la contingencia cubierta gatilla una transferencia unilateral al beneficiario, quien por lo tanto podría sacar ventaja de manipular las condiciones que determinan dicha transferencia. Este comportamiento oportunista conlleva las acciones ineficientes típicamente asociadas con el riesgo moral. En el caso de un préstamo, sin embargo, en la medida que el préstamo es repagado (a la tasa de oportunidad del prestamista), el beneficiario internaliza todas las consecuencias de su comportamiento. Por lo tanto no habría lugar para el oportunismo ni para imponer condicionalidad para controlarlo. Sin duda que el acceso a una facilidad de liquidez puede conducir a que el país adopte políticas menos conservadoras con menor autoprotección de liquidez (por ejemplo menores reservas). O que en el caso de una crisis de liquidez, opte por pedir prestado al PIUI para evitar la cesación de pagos con acreedores privados y preservar su reputación de buen pagador. Este comportamiento “riesgoso” o estos “rescates privados” no son, sin embargo, la manifestación de riesgo moral. Por el contrario, son la consecuencia natural de eliminar un riesgo de liquidez innecesario que reduce a los gobiernos a políticas ineficientes, precisamente el propósito de la red de seguridad.

Esta propuesta controla por el riesgo moral exigiendo seguridad de repago, de tal suerte que el préstamo no sea un seguro encubierto con prima gratis. Dado el estatus de acreedor privilegiado de las multilaterales y la presunción de capacidad de pago asociada



con una crisis sistémica de liquidez adecuadamente atendida, esta seguridad puede obtenerse salvo casos excepcionales. Por lo tanto, el riesgo moral de esta propuesta de PIUI es despreciable y de ningún modo puede justificar el bloqueo de una institución tan importante para la globalización financiera.

Naturalmente que podría objetarse que el PIUI dé acceso a liquidez a países que no hagan un uso adecuado de los fondos, aunque sea el propio país quien pague las consecuencias. Es importante destacar que esta objeción no está basada en el riesgo moral de un gobierno oportunista sino en perspectivas distintas sobre lo que constituyen políticas adecuadas. Esta objeción es parte del debate sobre la legitimidad del uso de la condicionalidad para inducir mejores políticas, no un tema de riesgo moral. No entro aquí a analizar el fondo de este asunto de condicionalidad, en este caso bajo la forma de condición de elegibilidad para el PIUI. Pero es útil puntualizar que aún quienes apoyan sin reservas su legitimidad deberían calibrar las condiciones de elegibilidad de tal suerte que cumplan con el objetivo de proveer incentivos efectivos para reformar y por lo tanto calificar para la protección del PIUI. Unas condiciones inaccesibles que no justifican reformas desde el punto de vista de la autoridades y frustran el establecimiento de un PIUI efectivo no resuelven ni las reformas de política ni las crisis de liquidez. En todo caso, no parece adecuado inyectar condiciones adicionales de elegibilidad sustanciales en una facilidad de liquidez a menos que sean cruciales para la efectividad en el uso de la liquidez.

Puede ser relevante, sin embargo, la justificación tradicional de condicionalidad para permitirle al gobierno subsanar limitaciones en su capacidad de gobernar, por ejemplo en este caso la capacidad de negar ayuda financiera al sector privado. Si bien la ayuda financiera en el caso de una crisis de liquidez es adecuada ex post, la existencia de una facilidad que elimina ese riesgo podría llevar a exacerbar riesgos privados excesivos ex ante y resultar en una mayor frecuencia de crisis de solvencia. Es concebible entonces que las distorsiones en el sistema financiero nacional lleven a que el establecimiento de un PIUI sea contraproducente, en cuyo caso dicho gobierno, que presumiblemente es incapaz de corregir las distorsiones, preferiría no estar “protegido”. La solución a esta situación sería exigir como condición adicional de elegibilidad una regulación macro prudencial básica que controle el exceso de riesgo privado y permita eliminar este resultado perverso producto del riesgo moral del sector privado con respecto a su gobierno. Es dudoso sin embargo que esa objeción pueda ser válida fuera de casos excepcionales. En particular, es útil notar que esta objeción de segundo mejor no es específica del PIUI sino que es igualmente relevante para el prestamista nacional de última instancia. Sin embargo no es usual argumentar sobre esta base en contra de la existencia de la institución nacional; el argumento en contra del PIUI debería ser igualmente excepcional.

REFERENCIAS

BID - Banco Interamericano de Desarrollo (2010) Después de la crisis global: Lecciones de Política Económica y desafíos pendientes para América Latina y el Caribe, coordinado por A. Izquierdo y E. Talvi. Washington DC.

Fernández-Arias, Eduardo (2010), “International Lending of Last Resort and Sovereign Debt Restructuring,” En: C. Primo and G. Vincellete, Sovereign Debt and the Financial Crisis: Will This Time Be Different?, Banco Mundial.

Fernández-Arias, Eduardo y Eduardo Levy-Yeyaty (2010). “Global Financial Safety Nets: Where Do We Go from Here?” IDB Working Paper 231. Washington, DC, United States: Research Department, Inter-American Development Bank.

Fernández-Arias, Eduardo y Peter Montiel (2010, por aparecer). “The Great Recession, ‘Rainy Day’ Funds, and Countercyclical Fiscal Policy in Latin America.” Contemporary Economic Policy

Fondo Monetario Internacional - FMI (2010) “The Fund’s Mandate -The Future Financing Role: Reform Proposals”, IMF Policy Paper (June), International Monetary Fund.



Hacia un Fondo Monetario Latinoamericano

POR MANUEL R. AGOSIN Y RODRIGO HERESI*

Resumen

Las crisis financieras internacionales que sacudieron a las economías latinoamericanas en los 1980s y 1990s, y la reciente crisis financiera internacional de 2008-2009, dejan en evidencia que el sistema financiero internacional adolece de serios defectos. En ese contexto, este artículo examina una de las reformas que se han puesto sobre el tapete en meses recientes: el fortalecimiento de la cooperación financiera regional. Se llega a la conclusión de que un fondo de reservas latinoamericano podría tener varias funciones que contribuirían a fortalecer la institucionalidad financiera internacional de la región. En primer lugar, un fondo de esta naturaleza podría cumplir la función de un Fondo Regional Soberano de Estabilización, cuyo objetivo sea minimizar los efectos transitorios del ciclo internacional y de precios básicos sobre la economía interna. Segundo, un fondo regional contribuiría a la armonización de las políticas macroeconómicas de sus miembros, condición indispensable para lograr una mayor estabilidad en los tipos de cambio bilaterales y una efectiva integración regional. Tercero, un fondo regional tendría más credibilidad en el otorgamiento de préstamos condicionados a cambios de política que la que tiene el FMI. A pesar de ello, un fondo regional no sería un sustituto del Fondo Monetario Internacional, sino que más bien lo complementaría. Cuarto, un fondo regional sería una primera línea de defensa contra crisis financieras ocasionadas por fugas de capitales y, cuando los contagios regionales son secuenciales, contribuiría a evitar la propagación de las crisis dentro de la región. Incluso cuando las crisis son no secuenciales, en el sentido que afectan a varios países al mismo tiempo, este trabajo muestra que un fondo regional podría ser útil para moderar los efectos de las crisis. Para cumplir con esta función, las contribuciones de un porcentaje razonable de las reservas de los países miembros deberán ser suplementadas con acceso a fondos contingentes desde las instituciones financieras internacionales, en particular del FMI.

* Departamento de Economía, Facultad de Economía y Negocios, Universidad de Chile.

I. Introducción

Las recurrentes crisis financieras internacionales que han azotado a las economías emergentes” han dado lugar a un vigoroso debate sobre posibles reformas a la arquitectura financiera internacional. Existen numerosas propuestas de reforma y algunas de ellas incluyen la creación de entidades monetarias regionales (véase Ocampo, 1999, pp. 68-70; Mistry, 1999; FLAR, 2000; Henning, 2009). En este trabajo se analiza la importancia que puede tener el fortalecimiento de la capacidad de los organismos regionales para hacer frente al contagio financiero y para promover el comercio, las inversiones y, más en general, la integración económica regional.

La experiencia de los países asiáticos en este tema es interesante. En 2009, los países que componen el Acuerdo de Chiang Mai (China, Japón, Corea y los siete países miembros de la ASEAN) acordaron multilateralizar los acuerdos bilaterales de swaps de reservas que tienen entre ellos desde 2002 como resultado de la firma del acuerdo, y que les permitirían enfrentar con una alta probabilidad de éxito una crisis financiera en un país que amenazara con convertirse en una crisis regional vía contagio (Henning, 2009). Vale la pena anotar que los acuerdos bilaterales de swaps son un orden de magnitud mayores que las cuotas de los países de ASEAN en el Fondo Monetario Internacional. Aun no está claro cómo se va a implementar esta fase más ambiciosa del acuerdo, cómo va a operar la nueva institución (con secretaría propia o sin ella), y cómo se va a coordinar en el día a día con el FMI. Por el momento, los países no han necesitado recurrir a estos recursos. Sin embargo, la creación de un órgano regional que proteja al comercio y a la inversión regional de las crisis financieras es un paso importante hacia una mayor regionalización del sistema financiero internacional como la que se propone en este trabajo.

Los países latinoamericanos han realizado algunos esfuerzos por construir instituciones financieras subregionales que vayan en ayuda de países con problemas de balanza de pagos. También existen mecanismos regionales y subregionales de pagos recíprocos cuyo objetivo es reducir la necesidad de recurrir a divisas para financiar pagos entre los países que participan en ellos. Aunque estas instituciones han desempeñado un importante papel en las últimas dos a tres décadas, deben ser fortalecidas para encarar los desafíos de la globalización y para constituirse en el eslabón regional del que carece la arquitectura financiera internacional.

Con el refuerzo de la institucionalidad financiera regional se perseguirían los siguientes objetivos: i) ayudar a los países miembros a enfrentar crisis de balanza de pagos que ocurren por motivos ajenos a la calidad de sus políticas macroeconómicas; ii) contribuir a la integración regional promoviendo una mayor estabilidad en los tipos de cambio bilaterales entre los países de la región; iii) proteger el comercio y las inversiones intrarregionales en momentos de crisis financiera global; iv) proveer un foro que propenda a la coordinación de las políticas macroeconómicas, lo que redundaría en menos vulnerabilidad frente a crisis externas y una mayor estabilidad en los tipos de cambio bilaterales, y v) promover el intercambio de información sobre temas vitales para la estabilidad financiera internacional, como son las regulaciones prudenciales en el sector financiero y para los flujos de capital (Agosin, 2001).

Se postula en este artículo que la naturaleza de las crisis financieras en el contexto de la globalización de las finanzas aconseja contar con instituciones regionales más fuertes en este campo. La sección II describe las crisis financieras de última generación y sus efectos sobre las economías receptoras. La experiencia de la región en las últimas décadas no deja dudas acerca de la aseveración que las crisis financieras internacionales no son engendradas por variables que dicen relación con el mal manejo macroeconómico doméstico sino con que son fenómenos cuyo origen es exógeno a las economías nacionales. Desde luego, las experiencias nacionales han variado de un país a otro. Lo importante es que tanto países con políticas macroeconómicas prudentes como otros cuyas políticas lo han sido menos han experimentado fenómenos de fugas de capital y contagio de crisis originadas en otros países, a veces geográficamente bastante alejados de la región. Ello implica la necesidad de contar con mecanismos a nivel regional y multilateral para hacerles frente. En la sección III se aborda el papel que deben jugar las instituciones financieras regionales ante la nueva era de crisis financieras. En la sección IV se describe una de las instituciones de cooperación financiera internacional ya existente en la región: el Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR), el cual posee las características para constituirse en la semilla de un organismo monetario ampliado a nivel regional. La sección V presenta algunas alternativas para reforzar la institucionalidad financiera regional con miras a enfrentar los desafíos de la globalización financiera y de la integración latinoamericana. En la sección VI se analiza la factibilidad de un fondo regional reforzado y cuál debiera ser el tamaño de dicho fondo para que se le considere capaz de hacer frente a los avatares de la globalización. La sección VII presenta algunas reflexiones a modo de conclusión.



II. Crisis financieras en la era de la globalización

La era de la globalización comienza con la crisis mexicana de diciembre de 1994. Esa crisis y el boom previo que la gatilló pusieron en evidencia que movimientos de capital exógenos al país receptor se habían convertido en la variable crítica que explica lo que han venido en llamarse las detenciones súbitas (“sudden stops”) de capitales a economías emergentes (véase Agosin y Huaita, 2009; y Agosin y Huaita, 2011). Pero no fue hasta la crisis asiática y rusa de 1997 y 1998 que se hicieron evidentes las interconexiones entre flujos de capital a distintos países como la fuente principal de las crisis financieras recientes.

En julio de 1997, la depreciación del baht tailandés desató una crisis financiera internacional que tuvo alcances mundiales y afectó significativamente a los países en desarrollo que habían logrado insertarse en los mercados internacionales de capital. La crisis tuvo su epicentro en el mundo emergente “exitoso”, castigando incluso a países con buenos fundamentos macroeconómicos. En este contexto, los países de América Latina no pudieron aislar sus economías respecto de los vaivenes en los flujos de capitales internacionales. A partir de 1998, la tasa de crecimiento de la región se deterioró sensiblemente y 1999 fue el año de su peor desempeño económico desde la crisis de la deuda.

El contagio regional fue claramente visible durante la crisis asiática, la cual tuvo dos fases, ambas con un fuerte contenido regional. La primera fue netamente asiática; comenzó en julio de 1997 en Tailandia y en la segunda mitad del año se extendió gradualmente y, en forma secuencial, a casi todos los mercados emergentes del Asia: Indonesia, Filipinas, Malasia, Hong Kong, Taiwán, Singapur y, finalmente, a la República de Corea en noviembre del mismo año. Cayeron justos y pecadores: países con deudas de corto plazo elevadas en relación con sus reservas (Tailandia, Indonesia, Malasia y la República de Corea) y economías con una situación de reservas muy sólida (Hong Kong y Singapur); países con elevados déficit en cuenta corriente como proporción del PIB (Tailandia y Malasia), países con déficit moderados (República de Corea e Indonesia) e, incluso, economías con superávit significativos (Singapur y Hong Kong).

En 1998, después de la crisis rusa, el real brasileño debió soportar los primeros ataques especulativos en agosto y septiembre. Este acontecimiento, inédito en la historia económica mundial, puso en evidencia que fenómenos que se generan en los mercados financieros

¹ Krugman (2008) desarrolla un modelo sencillo que explica este tipo de contagio originado puramente en los mercados internacionales.

internacionales tienen impactos sobre economías que poco o nada tienen que ver con las crisis iniciales. Los inversionistas en bonos rusos, que entraron en cesación de pagos, estaban fuertemente apalancados. Al experimentar demandas por mayores márgenes por parte de sus acreedores, comenzaron a deshacerse de papeles en los que aún tenían ganancias, incluyendo los brasileños¹. Esto exacerbó la crisis en América Latina, región que ya estaba experimentando dificultades comerciales y financieras importantes pero aún manejables. Ya a mediados de 1998, con la estampida de los inversionistas de cartera desde los países emergentes y la reevaluación negativa de los deudores latinoamericanos por los acreedores internacionales, los países de la región habían comenzado a tener graves problemas de balanza de pagos que requirieron severas políticas de ajuste. Pero fue el segundo, y exitoso, ataque especulativo en contra del real, en enero de 1999, lo que desató la crisis en su fase más aguda en los demás países de la región.

Las consecuencias de las crisis asiática y rusa en toda América Latina fueron significativas, aunque afectaron más profundamente a los países de América del Sur, en comparación con Centroamérica y México. La región registró en 1998 una tasa de crecimiento de 2,2% y apenas 0,5% en 1999, en contraste con el 5,2% promedio observado en 1997 (ver Cuadro 1). Las bajas tasas de crecimiento se prolongaron en la mayoría de los países hasta bien avanzada la nueva década.

El brusco descenso de las entradas de capital, unido al alto volumen de pagos al exterior por concepto de intereses y dividendos, se tradujo en una transferencia neta negativa de recursos a la región por primera vez desde 1990. A esto se sumó una caída significativa en los términos de intercambio en muchos países, lo que implicó intensos ajustes internos y deterioro en las cuentas externas y fiscales.

La fuga de capitales y el deterioro en los términos de intercambio significaron una combinación de pérdida de reservas y devaluaciones nominales en muchos países que estaban utilizando regímenes administrados para evitar el desalineamiento y la excesiva volatilidad en las tasas de cambio. Hacia fines de la década, sin embargo, muchos países se vieron obligados a dejar de defender sus bandas cambiarias, y optaron por mayor flexibilidad, mientras otros como Ecuador y El Salvador optaron por la dolarización. Los Gráficos 1 y 2 muestran la evolución de las reservas y los tipos de cambio en América Latina durante el período de ambas crisis.

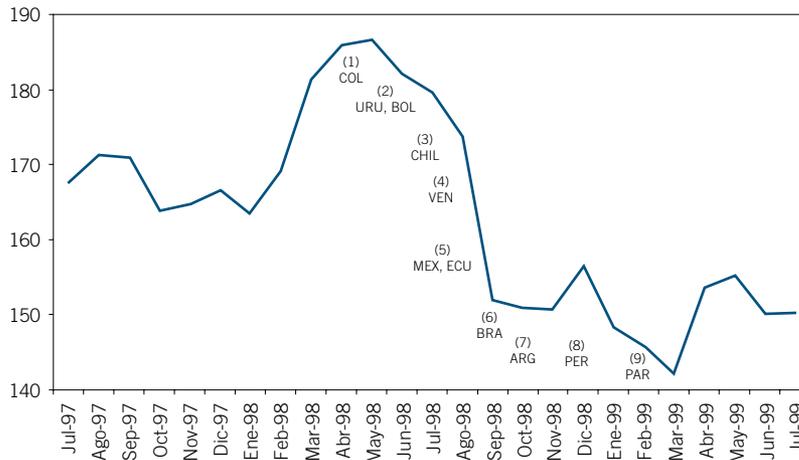
Desde mediados de 2007, la crisis del mercado hipotecario de Estados Unidos, por su parte, tuvo su epicentro en el corazón financiero y principal economía mundial, desembocando en la mayor contracción económica global desde 1929. La crisis específica de este mercado logró ramificarse en forma virulenta hacia otros mercados. Por la naturaleza de los mercados financieros, éstos están íntimamente interconectados;

CUADRO 1_ AMÉRICA LATINA (19): CRECIMIENTO DEL PIB, 1997-2009+
(TASA DE VARIACIÓN ANUAL)

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Argentina	8,0	3,9	-3,4	-0,8	-4,4	-10,9	8,8	9,0	9,2	8,5	8,7	6,8	0,7
Bolivia	4,9	5,0	0,4	2,5	1,7	2,4	2,8	3,6	4,4	4,8	4,6	6,1	3,5
Brasil	3,1	0,1	0,8	4,4	1,3	1,9	0,5	4,9	3,2	4,0	5,7	5,1	0,3
Chile	6,7	3,2	-0,8	4,5	3,4	2,2	3,7	6,1	5,6	4,6	4,7	3,2	-1,8
Colombia	3,3	0,6	-4,2	2,9	1,5	1,9	4,1	4,0	5,7	6,9	7,5	2,4	0,3
Costa Rica	5,4	8,4	8,2	1,8	1,1	2,9	6,5	4,2	5,9	8,8	7,8	2,6	-1,2
Ecuador	5,2	2,1	-6,3	2,8	5,1	3,4	2,7	6,9	6,0	3,9	2,5	6,5	-0,4
El Salvador	4,2	3,7	3,4	2,2	1,7	2,2	1,8	1,5	3,1	4,2	4,7	2,5	-2,5
Guatemala	4,4	5,0	3,8	3,6	2,3	2,2	2,1	2,7	3,3	5,4	6,3	4,0	-1,0
Haití	3,2	2,2	2,7	0,9	-1,0	-0,5	0,5	-3,8	1,8	2,3	3,4	1,3	2,0
Honduras	4,9	2,9	-1,9	5,7	2,6	2,7	3,5	5,0	6,1	6,6	6,3	4,0	-3,0
México	6,8	5,0	3,8	6,6	0,0	0,8	1,4	4,2	3,3	5,0	3,4	1,3	-6,7
Nicaragua	4,0	3,7	7,0	4,2	3,0	0,6	2,3	5,1	4,3	3,9	3,2	3,2	-1,5
Panamá	6,7	7,4	4,0	2,7	0,6	2,2	4,3	7,6	7,2	8,5	12,1	10,7	2,5
Paraguay	2,4	0,6	-1,5	-3,3	2,1	0,0	3,8	4,0	2,9	4,3	6,8	5,8	-3,5
Perú	6,9	-0,7	0,9	2,9	0,2	4,9	4,0	4,8	6,8	7,7	8,9	9,8	0,8
Rep. Dominicana	8,2	7,4	8,1	8,1	3,6	4,4	-1,9	2,0	9,3	10,7	8,5	5,3	2,5
Uruguay	5,4	4,5	-2,8	-1,4	-3,4	-11,0	2,2	12,3	6,6	7,0	7,6	8,9	1,2
Venezuela	6,9	0,3	-6,0	3,7	3,4	-8,9	-7,7	17,9	10,3	9,9	8,2	4,8	-2,3

Fuente: CEPAL. Anuarios estadísticos.

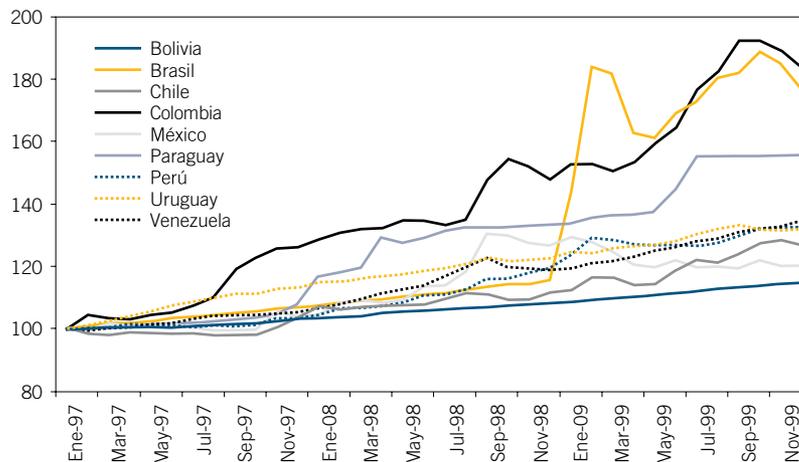
GRÁFICO 1_ AMÉRICA LATINA (16): STOCK DE RESERVAS INTERNACIONALES
(MILES DE MILLONES DE USD)



Nota: Los países aparecen en el gráfico en el mes que tuvieron la mayor pérdida mensual en sus reservas, durante el período analizado.

Fuente: Fondo Monetario Internacional, Estadísticas Financieras Internacionales.

GRÁFICO 2_ AMÉRICA LATINA: TIPOS DE CAMBIOS NOMINALES
(ÍNDICE ENERO 1997= 100)



Fuente: Fondo Monetario Internacional, Estadísticas Financieras Internacionales.



más aún, estas relaciones entre segmentos distintos de los mercados financieros se han hecho más estrechas con la innovación financiera, en que los bancos internacionales han incursionado en nuevas modalidades de prestar creando vehículos especiales que están fuera de sus hojas de balance. En tiempos normales, estos vehículos, fuertemente apalancados, representaron enormes fuentes de ganancias para los bancos². Pero durante las crisis, sus pérdidas debieron ser reconocidas por sus patrocinadores, llevando a muchos a la iliquidez o la insolvencia.

Inicialmente, la crisis fue manejada por la Reserva Federal proveyendo abundante liquidez, pero, dada el alto nivel de incertidumbre y la excesiva complejidad de los instrumentos financieros desarrollados en los últimos años, rápidamente hubo que reconocer que se trataba también de una crisis de solvencia, con amplias ramificaciones en los sistemas financieros de todo el mundo.

Como toda crisis, ésta fue incubada en los años de boom previos. Dado que el principal desequilibrio estaba localizado en la principal economía mundial, sus efectos disruptivos tuvieron alcances en los mercados de todo el mundo. Síntomas de ello eran una percepción de riesgo en exceso optimista en todos los mercados financieros (incluyendo en las inversiones en papeles de economías emergentes), un boom de precios de los recursos naturales, burbujas inmobiliarias y en algunas bolsas, los niveles históricamente bajos de las tasas de interés internacionales y el creciente déficit externo de Estados Unidos. Todos estos factores tuvieron como contraparte necesaria un superávit comercial en el mundo emergente, en particular en China y Rusia, pero también en los países exportadores de petróleo del medio oriente y en algunos latinoamericanos, que vieron aumentar significativamente sus balances comerciales y sus ingresos nacionales. Esto es lo que se ha denominado desequilibrios globales. Consecuentemente, se generó una creciente demanda desde el mundo emergente por (a) oportunidades de inversión rentables, reforzando la inflación de activos en distintos mercados (claramente en el mercado inmobiliario estadounidense y algunas bolsas), y (b) instrumentos financieros considerados seguros para almacenar riqueza.

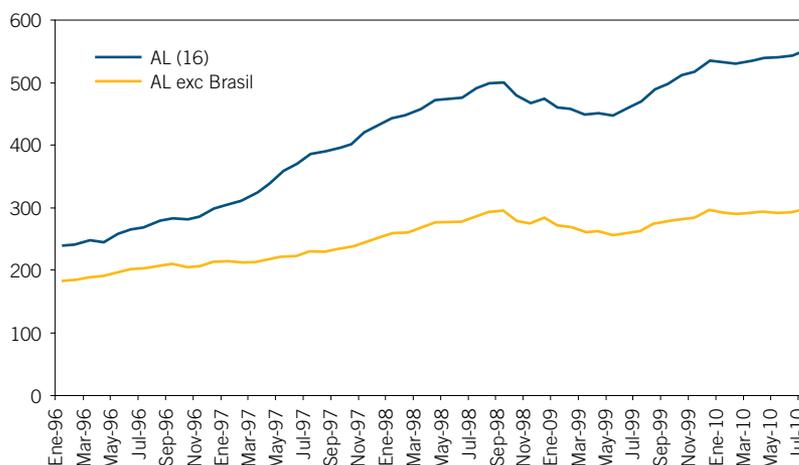
La quiebra de Lehman Brothers marcó el comienzo del derrumbe de los mercados mundiales, al evaporarse la confianza entre las instituciones financieras. En esta ocasión, a diferencia de las crisis de los noventa, más que un contagio secuencial, se produjo una crisis simultánea en todos los mercados financieros internacionales. Los mercados

² Dicho sea de paso, los vehículos especiales de inversión no estaban adecuadamente supervisados por los reguladores bancarios en cuanto a requisitos de capital y niveles de apalancamiento.

interbancarios mundiales se paralizaron y las transacciones comerciales se volvieron imposibles o muy onerosas, explicando el colapso del comercio mundial. De esta manera, la mayor parte del mundo sufrió una contracción económica en 2009. El FMI reporta una contracción mundial de -0,6% en 2009 (cifra no vista desde la Gran Depresión), con una recuperación esperada de 4,8% y 4,2% en 2010 y 2011, respectivamente³. En esta crisis, el peso del ajuste se lo ha llevado el tipo de cambio en la mayoría de las economías de la región, en contraste con el mayor uso relativo de reservas durante la crisis asiática. Evidentemente este hecho responde al creciente uso de regímenes cambiarios más flexibles (ver Gráficos 3 y 4). A pesar de haber evolucionado hacia regímenes cambiarios flexibles, los países de la región no dejaron de recurrir al auto aseguramiento, y las reservas internacionales continuaron aumentando en forma importante.

El congelamiento de los mercados financieros internacionales tuvo consecuencias catastróficas, aunque breves, sobre la mayoría de los países latinoamericanos. Las primas de riesgo soberano se dispararon (véase Gráfico 5), el crédito externo dejó de estar disponible, los precios de las materias primas cayeron estrepitosamente, el comercio

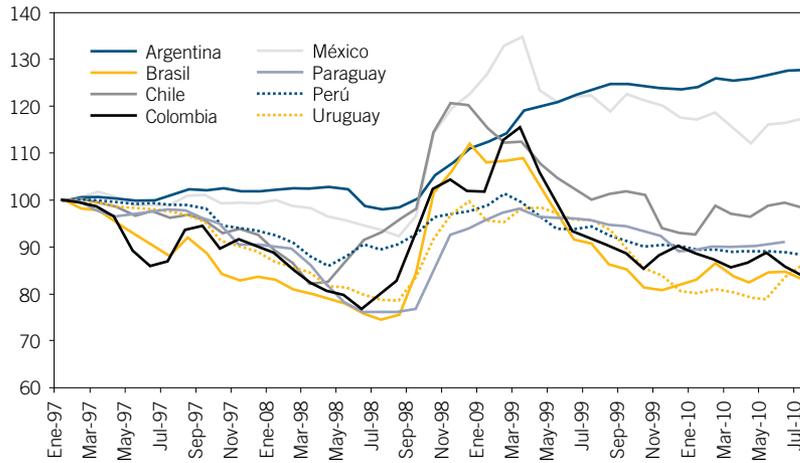
GRÁFICO 3_ AMÉRICA LATINA (16): STOCK DE RESERVAS INTERNACIONALES
(MILES DE MILLONES DE USD)



Fuente: Fondo Monetario Internacional, Estadísticas Financieras Internacionales.

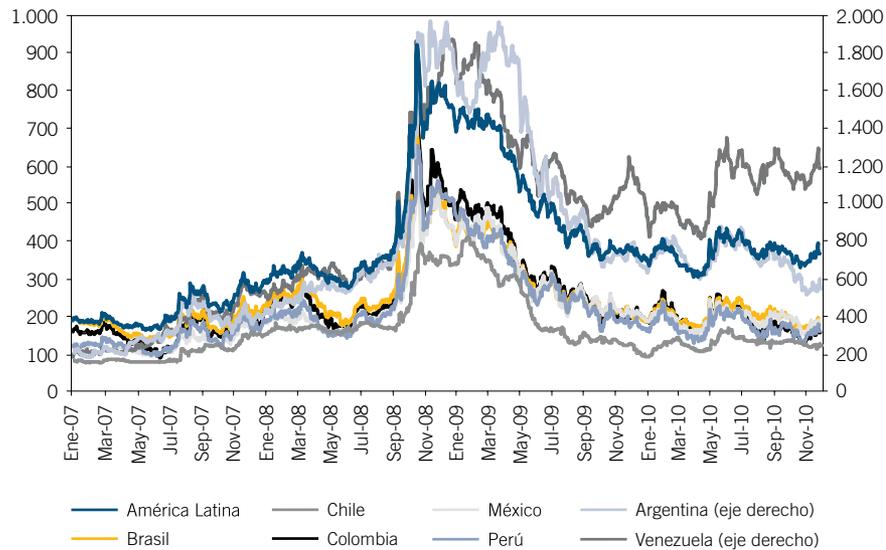
³ Estas positivas cifras se explican por el comportamiento de China e India, economías que tuvieron una desaceleración moderada en 2009 y en forma posterior recuperaron rápidamente su ritmo de crecimiento por crisis. Sin estas economías, la economía mundial tuvo una contracción de -1,6% por ciento en 2009, creció al 4,2% por ciento en 2010 y la proyección para 2011 es de 3,6% por ciento.

GRÁFICO 4_ AMÉRICA LATINA: TIPOS DE CAMBIOS NOMINALES
(ÍNDICE ENERO 2007 = 100)



Fuente: Fondo Monetario Internacional, *Estadísticas Financieras Internacionales*.

GRÁFICO 5_ AMÉRICA LATINA: SPREADS SOBERANOS, EMBI



Fuente: Bloomberg.

internacional se desmoronó y las tasas de crecimiento se tornaron negativas en la mayoría de los países de la región (véase Cuadro 1). En aquellos países dependientes de las exportaciones de materias primas a Asia (los de América del Sur), la recuperación comenzó en el segundo trimestre de 2009 de la mano de la rápida reanudación del comercio con Asia y una fuerte recuperación en los precios de exportación. En los exportadores de manufacturas a Estados Unidos (México, el Caribe y América Central), el crecimiento continúa deprimido (fines de 2010).

Durante la etapa de recuperación, se espera un período con crecientes flujos de capitales hacia economías emergentes, así como también una persistencia del auge de los productos de las materias primas. En ese contexto, existe una probabilidad que se estén engendrando vulnerabilidades financieras externas para las economías latinoamericanas, lo que hace urgente rediseñar los sistemas regulatorios internacionales y las instituciones financieras regionales que, en complemento con el FMI, pueda hacer frente a shocks transitorios y fenómenos de contagio. Las fuertes entradas de capitales que se están experimentando en estos momentos en muchos países de la región están sembrando nuevas crisis. En el pasado se ha observado un fuerte “overshooting” en las entradas de capital, el cual es seguido tarde o temprano en “sudden stops”, o caídas abruptas en las entradas netas de capitales (incluso salidas netas significativas)⁴. Al comenzar en un país, estas suelen contagiar a otros que los inversionistas financieros consideran que presentan condiciones análogas de vulnerabilidad, sin importar la calidad efectiva de sus políticas macroeconómicas.

Más adelante definiremos con más precisión el término contagio⁵. En términos generales, consideraremos contagio a una perturbación exógena pura que no se relaciona en forma alguna con las bondades o yerros de la política económica interna de los países que la sufren. Por lo general, la expresión contagio se ha aplicado al ámbito financiero: una crisis financiera actúa como señal y esta señal desencadena conductas de manada en los mercados de capitales. Si bien ésta es una de las formas más importantes de contagio en una economía mundial financieramente globalizada, por cierto no es la única. Hay países de América Latina que participan en forma muy parcial en los mercados financieros

⁴ Agosin y Huaita (2009 y 2011) han tratado la relación entre entradas excesivas de capitales (“capital surges”) y las crisis de cuenta financiera posteriores (“sudden stops”).

⁵ Se utilizará un término más suelto que el que definen Forbes y Rigobón (2001). Para ellos, el contagio ocurre cuando la correlación entre precios de activos exhibe un aumento estadísticamente significativo. La mayoría de las formas de contagio que nosotros describimos en este trabajo serían consideradas por ellos como manifestaciones de interdependencia. El asunto, para los propósitos de este trabajo, es que las crisis financieras, a través de múltiples mecanismos, pueden tener efectos endógenos sobre otras economías, sin que estas últimas hayan hecho nada para “merecer” los efectos adversos de crisis que ocurren en otras partes (en la terminología estadounidense, son “innocent bystanders”).



globales, pero se ven profundamente afectados por los efectos indirectos que los acontecimientos en dichos mercados tienen sobre sus términos del intercambio o el volumen de sus exportaciones. Por estos motivos, usamos el término contagio en un sentido más amplio, que por supuesto también abarca las fugas de capitales causadas por problemas financieros internacionales en otros países o por alzas de las tasas de interés en los países industriales (Agosin, 2001).

Los mecanismos de contagio clásico que experimentó la región durante las recientes crisis financieras globales pueden descomponerse en:

- Contagio comercial vía deterioro de los términos de intercambio y volúmenes exportados, dada la recesión o desaceleración resultante de los principales socios comerciales. La caída de los volúmenes exportados golpeó con particular intensidad a aquellos países que exportan una proporción importante de sus envíos hacia Asia (crisis asiática) y Estados Unidos (crisis subprime). Finalmente, el contagio comercial también tomó la forma de una contracción más que proporcional de las exportaciones intrarregionales, lo cual es especialmente grave para la región, ya que éstas se concentran en bienes manufacturados con mayor valor agregado;
- Contagio financiero, como consecuencia de una fuga de capitales de los países emergentes en 1999, y de la elevada incertidumbre interbancaria en 2008-09. Durante estos eventos, los bancos y empresas de muchos países de la región tuvieron dificultades para renovar sus líneas de crédito. Los spreads con que pudieron colocarse nuevos bonos corporativos aumentaron dramáticamente. En algunos casos, las empresas de primera línea de la región simplemente no pudieron realizar colocaciones de bonos a ningún precio. Los inversionistas extranjeros de cartera liquidaron sus posiciones;
- Contagio financiero puramente nacional. El aumento repentino del riesgo cambiario motivó a los propios agentes nacionales a trasladar sus inversiones desde papeles en moneda nacional a otros denominados en dólares, lo que agravó la tendencia a la depreciación del tipo de cambio. Las empresas con pasivos en divisas, acumulados durante la larga bonanza de capitales externos, se apresuraron a cubrir sus posiciones y con ello agudizaron la crisis provocada por la fuga de capitales extranjeros y la no renovación de créditos por parte de la banca internacional;
- Todos los países (a excepción de aquellos que mantienen tipos de cambio fijo) acusaron depreciaciones cambiarias (nominales e incluso reales) excesivas.

Las consecuencias del contagio, ya sea financiero o comercial, pueden ser aminoradas por la vía del financiamiento. En lo comercial, si se espera que el deterioro de los términos del intercambio y/o la caída de los volúmenes exportados sean temporarios y reversibles, la mejor política es obtener financiamiento compensatorio mientras dure el problema. Esta es la razón de ser del ya fenecido Servicio de Financiamiento Compensatorio y Contingente del Fondo Monetario Internacional (FMI).

El contagio financiero también es temporario por naturaleza. Como nos enseñan las crisis de los años noventa (tanto la mexicana como la asiática), las entradas y salidas de capitales se suceden en forma cíclica. Si el origen del problema de balanza de pagos es el contagio financiero, se justifica contar de antemano con líneas de crédito que complementen las reservas internacionales del país que sufre el problema, evitando así que sus autoridades tengan que aplicar políticas excesivamente restrictivas para reducir el déficit externo.

III. El papel de los fondos regionales ante las crisis financieras

Las recientes crisis financieras han hecho cundir la percepción de que la arquitectura financiera internacional necesita importantes modificaciones. El debate internacional se centra en cuáles debieran ser los elementos constitutivos de esa nueva estructura. En ese contexto, este trabajo enfatiza la importancia que debieran tener las instituciones financieras regionales como primera línea de defensa ante crisis financieras y de contagio.

Los fondos regionales pueden constituirse en un vínculo importante entre países individuales y un FMI fortalecido y reformado, dotando así al sistema de una mayor capacidad para promover la estabilidad financiera internacional. Incluso si la reforma a nivel internacional se retrasara o no se diera, con más razón aún se justificaría que los países latinoamericanos reforzaran sus líneas de defensa frente a las crisis financieras mediante el fortalecimiento de la cooperación regional (Agosin, 2001). Esto se justifica por varios motivos. En primer lugar, como vimos, los efectos de contagio que se producen en crisis financieras tienen importantes dimensiones regionales. Si las crisis son secuenciales, como lo fueron en los años noventa, un fondo regional que le prestara a un país que está experimentando una fuga de capitales bien puede servir para evitar la propagación de la crisis a otros países. Obviamente, el fondo debe contar con recursos que sean vistos como suficientes por los mercados. Estos recursos pueden ser incluso contingentes: créditos con el FMI que se gatillan en ciertas condiciones e incluso con la banca privada internacional.



Segundo, si la crisis es generalizada y simultánea, como lo fue la crisis de 2008-2009, ningún fondo regional por sí sólo puede hacer frente a la fuga a la calidad (“flight to quality”) que ocurre en esas circunstancias. Sin embargo, como el problema afecta a todos los países al mismo tiempo, se justificaría que el FMI no negociara acceso a fondos país por país sino que canalizara los fondos a través de organismos regionales.

La respuesta más bien ineficiente de muchas economías emergentes ante esta situación ha sido el auto aseguramiento, consistente en acumular cuantiosas reservas internacionales cuyo costo de oportunidad es elevado. En un caso, el de Argentina en los noventa, el seguro consistió en contratar líneas de crédito contingentes con la banca privada internacional que fueron costosas mientras no se las necesitaban y demasiado modestas cuando llegó la crisis. Desde luego, los países también pueden recurrir al FMI, pero históricamente el Fondo ha operado en forma lenta y con condicionalidades que, hasta ahora, no siempre han tenido relación con los problemas que enfrentan los países afectados por el contagio financiero o comercial.

Tercero, los acuerdos regionales han estimulado un aumento del comercio y de los flujos de inversión intrarregionales, y por ende, se han acentuado las externalidades que originan dentro de un país las políticas económicas de los países vecinos. En ese contexto, se acrecientan las propiedades de bien común que tendría un fondo regional ampliado sobre la estabilidad cambiaria y financiera intrarregional. Este es el caso de los países del Mercosur y la Comunidad Andina de Naciones (CAN).

Aunque es un hecho que el comercio entre los países de la región todavía va a la zaga del crecimiento del comercio con los polos dinámicos de la economía mundial, no es menos cierto que la región no ha explotado todo el potencial de crecimiento que siempre se ha avizorado para la integración comercial regional. La inestabilidad de los tipos de cambio a nivel regional hace aún menos probable que se de el crecimiento vigoroso del comercio intrarregional que se necesita para que los países de América Latina puedan explotar esta veta de crecimiento.

Cuarto, es indudable que las crisis financieras se producen no sólo por contagio sino también por políticas nacionales inadecuadas. Es probable que los países individuales de América Latina estén más dispuestos a que un organismo regional les imponga condiciones de política macroeconómica (cuando esto sea necesario) para el desembolso de créditos contingentes (“stand by”) que si lo hace un organismo lejano como el FMI, que ha ido perdiendo legitimidad, al responder a las prioridades y visiones de política económica de los países extra-regionales que de hecho los controlan.

Quinto, la coordinación de políticas de los países de una región, necesaria para la estabilidad cambiaria y financiera regional, será facilitada por la existencia de un fondo regional. Estas políticas tienen variadas aristas: la política macroeconómica, las políticas hacia los flujos de capital que llegar cuando no se los necesita y huir cuando son indispensables, las regulaciones de los mercados financieros, etc.

IV. EL FLAR: ¿germen de un Fondo Monetario Latinoamericano?

El FLAR (Fondo Latinoamericano de Reservas) es un fondo común de reservas que propende por la estabilidad económica de los países miembros (Bolivia, Colombia, Costa Rica, Ecuador, Perú, Uruguay y Venezuela) al mejorar su posición externa y fortalecer la solidaridad regional. El FLAR surgió como una prolongación del Fondo Andino de Reservas (FAR) creado en 1978, con facultad para aceptar como miembros los países de la ALADI, ampliación que aún no ha tenido efecto. Entre los países que no forman parte de la subregión andina, sólo Costa Rica y Uruguay se han adherido. Hoy en día, el FLAR es el emisor con el más alto rating en Latinoamérica, y en años relativamente normales, su rentabilidad es incluso mayor que la de las letras de la Tesorería de los Estados Unidos.

Los objetivos del FLAR son los siguientes:

- Acudir en apoyo de las balanzas de pagos de los países miembros otorgando créditos o garantizando préstamos de terceros;
- Mejorar las condiciones de las inversiones de reservas internacionales efectuadas por los países miembros;
- Contribuir a la armonización de las políticas cambiarias, monetarias y financieras de los países miembros, facilitándoles el cumplimiento de los compromisos adquiridos, en el marco del Acuerdo de Cartagena y del Tratado de Montevideo.

El Cuadro 2 da cuenta de la importancia del FLAR para los países miembros. Las cuotas del FLAR no son mucho menores que las del Fondo Monetario Internacional. Desde luego, como ya se anotó, el auto aseguramiento vía reservas representa la primera línea de defensa frente a crisis y supera de lejos los recursos disponibles tanto del FMI como del FLAR.

Los servicios de apoyo financiero que presta el FLAR a sus miembros son parecidos a los del FMI, con la diferencia que las condicionalidades suelen ser más apropiadas y menos onerosas, las decisiones de préstamos son más expeditas y los tomadores de decisiones son los países de la región y no potencias financieras extrarregionales con sus

propias agendas, que pueden no ser las mismas que las de los países afectados por una crisis. El cuadro 3 presenta un resumen de las características de las distintas ventanillas de crédito existentes.

En primer lugar, el FLAR otorga créditos de balanza de pagos ante diferentes eventos (por ejemplo, en caso de shocks transitorios a los términos del intercambio y/o a los volúmenes exportados), cuya duración puede alcanzar los tres años (con un año de gracia para abonos de capital). El máximo del crédito es 2,5 (2,6 para Bolivia y Ecuador) veces el capital pagado, y la tasa de interés es la Libor (3 meses) + 400pb. Este tipo de crédito debe ser aprobado por el directorio del FLAR. Segundo, los créditos de reestructuración de deuda pública externa de los bancos centrales, poseen las mismas condiciones anteriores, con la diferencia que su tope es de solamente 1,5 veces el capital pagado.

CUADRO 2_ FLAR: TAMAÑO DE LAS CUOTAS E INFLUENCIAS DEL FLAR FINES DE 2008

Stocks (Mill. USD)	Bolivia	Colombia	Costa Rica	Ecuador	Perú	Uruguay	Venezuela
Cuota FLAR	186	373	184	186	373	126	373
Cuota FMI	258	1.164	247	455	960	461	3.999
Reservas	6.976	23.491	3.799	3.784	30.332	6.353	33.716
Deuda corto plazo	166	5.684	3.864	1.664	6.147	817	16.994
Ratios (%)							
Cuota FLAR/Reservas	2,7	1,6	4,9	4,9	1,2	2,0	1,1
Deuda CP/Reservas	2,4	24,2	101,7	44,0	20,3	12,9	50,4
Deuda CP/Reservas+FLAR ^a	2,2	23,3	90,7	37,5	19,7	12,3	49,0

^aEs la deuda de corto plazo sobre las reservas aumentadas por la capacidad máxima de endeudamiento con el FLAR, que corresponde a 2,5 veces el capital pagado (2,6 veces para Bolivia y Ecuador).

Fuente: FLAR.

CUADRO 3_ LÍNEAS DE CRÉDITO EXISTENTES

Tipo de crédito	Plazo	Límites de acceso ^a	Atribución aprobación
Balanza de pagos	3 años+1 de gracia para abonos de K	2,5 veces el capital pagado	Directorio
Reestruct. de deuda	3 años+1 de gracia para abonos de K	1,5 veces el capital pagado	Directorio
Liquidez	Hasta 1 año	1 vez el capital pagado	Pdte. Ejecutivo
Contingencia	6 meses renovable	2 veces el capital pagado	Pdte. Ejecutivo
Tesorería	1-30 días	2 veces el capital pagado	Pdte. Ejecutivo

^aEn el caso de los créditos de balanza de pagos, reestructuración de deuda pública externa de bancos centrales, liquidez y contingencia, los bancos centrales de Bolivia y Ecuador cuentan con un acceso de 0,1 adicional con respecto a los demás países miembros.

Fuente: FLAR.

Tercero, el Fondo otorga servicios de provisión de liquidez en casos, por ejemplo, de corridas producto del contagio financiero, cuyo plazo es de 1 año, no puede superar el capital pagado, su tasa de interés está fijada en Libor+150pb, y debe ser aprobado por el Presidente Ejecutivo. Finalmente, el FLAR otorga créditos de contingencia (6 meses renovable) y de Tesorería (1-30 días), con un tope de 2 veces el capital, a la tasa Libor+150pb⁶.

Adicionalmente, el FLAR presta servicios a los bancos centrales y a instituciones oficiales de los países miembros, que acercan la institución a su membresía y que difieren bastante de los que están disponibles de instituciones más lejanas como el FMI. Dichos servicios incluyen depósitos a plazo a tasas de interés competitivas; depósitos a la vista; emisión de notas cero cupón FLAR FIX, las cuales ofrecen rendimientos competitivos, alta liquidez y seguridad y están abiertas para no miembros; administración de activos y fideicomisos por cuenta de entidades oficiales y bancos centrales; y servicios de asesoría.

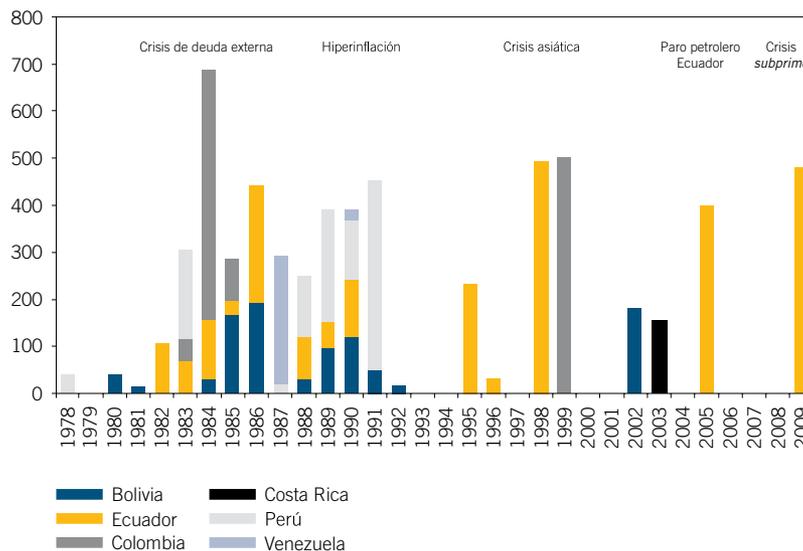
La historia de los créditos otorgados a cada uno de los países se presenta en el Gráfico 6. Desde su fundación en 1978 hasta 2009, el FLAR ha desembolsado créditos por USD6.181 millones, en su gran mayoría por concepto de provisión de liquidez y apoyo a la balanza de pagos. Los únicos créditos de restructuración de deuda se otorgaron a Ecuador (USD200 millones) en 1995 y a Costa Rica (USD156 millones) en 2003, mientras que el único crédito contingente se otorgó a Colombia en 1999. El apoyo financiero del FLAR tiende a concentrarse en períodos de crisis financiera internacional (crisis de la deuda en los ochenta, crisis mexicana en 1994-1995, crisis asiática-rusa (1998-1999), crisis financiera global (2008-2009)).

El Gráfico 6 muestra que el FLAR ha constituido una herramienta importante en tiempos de crisis, incrementando significativamente sus desembolsos en los peores años de la crisis de la deuda en 1982-84, durante la crisis asiática y también, en el caso de Ecuador, durante la última crisis internacional. La economía ecuatoriana afrontó dificultades de balanza de pagos a raíz de la desaceleración de la economía mundial que afectó varias variables del sector externo. Primero, el precio del petróleo, su principal producto de exportación, descendió sustancialmente desde fines de 2008. Segundo, los volúmenes exportados cayeron significativamente como consecuencia del deterioro en el comercio mundial y la profunda recesión en las principales economías desarrolladas. Por la misma razón, cayeron también las remesas de los trabajadores, castigando aún más el ingreso

⁶ La tasa de interés es revisada periódicamente por el Comité de Activos y Pasivos para adaptarla a las condiciones de mercado.

privado disponible. Con estos antecedentes, el FLAR determinó en abril de 2009 que el país se encontraba en problemas de balanza de pagos, lo cual requería asistencia financiera por parte del organismo, por un monto de USD480 millones a 3 años plazo.

GRÁFICO 6_ FLAR HISTORIA DE LOS CRÉDITOS OTORGADOS
(MILLONES DE DÓLARES)



Fuente: en base a datos del FLAR.

Es importante destacar la oportunidad y rapidez de los recursos aportados por el FLAR, que siempre ha contribuido ante situaciones de crisis con un claro impacto contracíclico. En algunos casos, el FLAR ha sido el único organismo en aportar recursos en caso de crisis a países específicos. Por ejemplo, el caso de Perú en 1988, que experimentó una caída del PIB de más de 8%, el FLAR desembolsó USD130 millones, mientras que el FMI no aportó financiamiento de emergencia (Titelman, 2006).

Otra institución de interés para la cooperación financiera regional es el Convenio de Pagos y Créditos Recíprocos (CPCR) de la ALADI, suscrito por doce bancos centrales, a través del cual se cursan y compensan entre ellos, durante períodos de cuatro meses, pagos derivados del comercio de los países miembros, de modo que al final de cada cuatrimestre (período de compensación) sólo se transfiere o recibe, según resulte deficitario o superavitario, el saldo global del Banco Central de cada país con el resto.

Además del mecanismo de compensación multilateral de pagos, incluye un sistema de garantías. El uso del Convenio ha sido más intenso en algunos períodos que en otros, pero podría convertirse en un elemento importante dentro de una institucionalidad financiera regional reforzada.

V. Opciones para fortalecer los organismos regionales

El FLAR es ciertamente un buen punto de partida para una institucionalidad financiera regional fortalecida: sus operaciones son ya de una dimensión significativa y las funciones que los países miembros le han asignado son precisamente las que debe tener un mecanismo financiero regional. En esta sección abordamos varios aspectos que deberían tenerse en cuenta en un escenario en que los países de la región acuerden la creación de una institución financiera latinoamericana. La comparación con el FLAR que existe en la actualidad provee los elementos para identificar las reformas que se requerirían para que el FLAR se convierta definitivamente en un Fondo Monetario Latinoamericano.

A. Membresía

El fondo regional estaría abierto a todos los países de América Latina y el Caribe. La participación en un fondo regional de las características del FLAR puede resultar muy atractiva, especialmente para países medianos y pequeños. Las reservas depositadas en él se multiplican en caso de crisis. Además, el fondo podría acceder a recursos a los que no tendrían acceso los países por sí solos. Este sería el caso en que un componente de la reforma del sistema financiero internacional incorporara la idea que el FMI trabajara a través de organismos regionales en casos de crisis sistémicas como la que ha experimentado la economía mundial recientemente. Además, si el fondo latinoamericano tuviese la potestad de endeudarse a nombre de los países miembros, colocando bonos latinoamericanos en el mercado internacional, el costo podría ser más bajo que para países individuales.

B. Recursos

Los recursos con que cuente un fondo regional deben ser de una magnitud que se condiga con su misión. Para ello existen varias opciones:

a. Aumentos en el capital pagado del fondo

Al ingresar nuevos miembros, aumentarían los recursos del fondo. También se puede pensar en elevar las cuotas, que hoy representan entre 1 y 5% del total de reservas de los miembros del FLAR.

b. Compromisos contingentes de crédito

Los bancos centrales miembros (en particular aquellos con una fuerte posición de divisas) podrían otorgar líneas de crédito al fondo que se activaran sólo en casos de emergencias financieras de características preestablecidas. Esta solución sería análoga a los General Arrangements to Borrow (GAB) y los New Arrangements to Borrow (NAB) entre el Fondo Monetario Internacional y los bancos centrales de los países desarrollados y Arabia Saudita.

c. Endeudamiento en los mercados internacionales de capital

El FMI no está autorizado a endeudarse para financiar sus operaciones de asistencia a países que sufren crisis financieras. Pero no hay impedimentos para que un organismo latinoamericano lo haga. El fondo latinoamericano podría emular al Banco Mundial y tener dos clases de capital: uno estaría constituido por las cuotas de los bancos centrales y el otro serviría de garantía para que el fondo se endeudara directamente en los mercados. Esta opción es aún conservadora, ya que la razón de apalancamiento (gearing ratio) del fondo, incluso bajo esta modalidad, sería inferior a 1.

¿Estarían dispuestos los mercados financieros internacionales a aceptar bonos de largo plazo de un fondo latinoamericano y sería menor el spread otorgado a los papeles del Fondo que el que deben cancelar sus países miembros? La respuesta a ambas preguntas es probablemente sí. La garantía de todos los miembros del fondo en forma conjunta debe ser superior a la de cada uno por separado, ya que la capacidad financiera de un grupo de países actuando concertadamente es superior a la que tienen en forma independiente. Al aumentar la disponibilidad de recursos financieros, esta opción le daría al fondo una gran capacidad para ayudar a los países miembros que enfrentarían problemas financieros.

Actualmente el FLAR tiene capacidad de endeudamiento hasta 65% de su capital pagado y ha realizado dos emisiones en mercados internacionales en condiciones relativamente favorables.

d. Créditos contingentes con la banca privada

El fondo podría negociar líneas de crédito con la banca privada internacional que se activarían en situaciones de crisis financieras que amenazarán a países miembros. Los bancos centrales de Argentina y México ya lo han hecho en forma individual. Sin duda, la intervención de un organismo regional podría ayudar a conseguir mayores volúmenes de

recursos y mejores condiciones, ya que estaría respaldada por todos los bancos centrales o gobiernos de los países miembros. Esta opción, junto con la discutida en el acápite anterior, podría hacer que el fondo fuese atractivo aun para países grandes con necesidades financieras en períodos de crisis, que podrían rebasar la capacidad del fondo.

e. Creación de un “derecho especial de giro latinoamericano”

El FLAR ya cuenta con una figura de esta naturaleza: el peso andino. Pero ciertamente tendría más usos un peso latinoamericano, que podría utilizarse en pagos entre bancos centrales de la región. Una unidad contable de esta naturaleza podría reforzar el CPR y ayudar a economizar en el uso de las reservas internacionales. Tal como en el FMI, los países miembros y el CPR recibirían asignaciones de pesos latinoamericanos que podrían ser utilizados en los pagos entre bancos centrales para liquidar posiciones deudoras en el CPR. Los países que hicieran uso neto de pesos latinoamericanos se comprometerían a redimir los saldos deudores netos cuando su situación de balanza de pagos mejorara o en plazos máximos que determinaría el directorio del fondo. Está claro que esta opción involucra una estrecha relación entre el CPR y el fondo. Sería posible que el CPR pasara directamente a constituir un servicio del fondo.

f. Acceso a los recursos del FMI

Si el fortalecimiento de la institucionalidad regional ocurriera en el contexto de una reforma a la arquitectura financiera internacional que contemplara la creación de una red de fondos regionales para complementar al FMI en caso de crisis que afectaran a varios países de la región, el fondo latinoamericano, así como otros, podría intermediar recursos entre el FMI y los países afectados (Ocampo, 1999, p. 70). Asimismo, el fondo latinoamericano podría ser designado como receptor de derechos especiales de giro (DEG), a los que podría echar mano en tiempos de crisis.

C. Los posibles servicios del fondo y su condicionalidad

Es necesario establecer en forma clara las ocasiones en que un país que experimentara problemas de balanza de pagos podría acudir al fondo. Así, cabría distinguir cuatro tipos de problemas de balanza de pagos: (a) escasez temporaria de liquidez internacional; (b) crisis de balanza de pagos debidas a desequilibrios fundamentales en la política económica del país miembro; (c) crisis de balanza de pagos por contagio, y (d) problemas de balanza de pagos por deterioro transitorio en los términos del intercambio.



a. Servicio de créditos de liquidez

El FLAR ya cuenta con un servicio para enfrentar problemas transitorios de liquidez. Los países pueden hacer uso del 100% de sus cuotas por períodos de 1 año. En el caso de Bolivia y Ecuador puede ser hasta de 110% de su cuota por igual período. Una institución monetaria latinoamericana podría incorporar este mismo servicio sin mayores alteraciones.

b. Servicio de créditos de apoyo a la balanza de pagos

Este servicio estaría disponible para aquellos países que experimentasen problemas de balanza de pagos por razones de desequilibrio fundamental en sus políticas económicas (cambiarías, monetarias y fiscales). Estos créditos debieran ser concedidos con condicionalidad. Es probable que dicha condicionalidad sea más aceptable a los países miembros, por ser impuesta por miembros de un grupo con el cual el país que debe aceptarlas tiene importantes lazos comerciales e intereses comunes. Además, la condicionalidad estaría expresamente dirigida a que el país recuperara su equilibrio externo de largo plazo y respetaría su soberanía en otras materias, cosa que el FMI no siempre ha hecho, en particular durante los rescates de países luego de la crisis asiática⁷.

c. Servicio de crédito contingente

La existencia de este servicio tendría dos objetivos: disuadir a potenciales especuladores y persuadir a los países miembros de que coordinen sus políticas económicas en forma más efectiva. Si se lo diseña bien, el uso de este servicio sería poco frecuente. Se activaría cuando un país experimentara una crisis de balanza de pagos asociada a una fuga de capitales que no dijera relación con un desequilibrio macroeconómico fundamental. El FLAR tiene en la actualidad un servicio de crédito contingente, creado en 1998. Pero el plazo que da para reintegrar los préstamos (seis meses, renovable por otros 6 meses) es demasiado corto y los recursos de que dispone son demasiado exiguos.

Para evitar problemas de riesgo moral, los países miembros tendrían que cumplir con condiciones ex ante mínimas para acceder a este servicio. Ellas podrían incluir avances hacia la regulación bancaria, particularmente en lo que se refiere a los potenciales

⁷ Debe reconocerse que en la actualidad el FMI parece estar cambiando su política de condicionalidad en la dirección de lo que se sugiere aquí para aquella que impondría un organismo regional.

descalces de monedas entre activos y pasivos; indicadores de fragilidad financiera (razones de deuda de corto plazo a reservas y de reservas a M2), y metas para el déficit en cuenta corriente. Es importante que no se le agreguen demasiadas dimensiones a estos requisitos previos. El mero hecho de que un país pierda acceso al servicio podría desencadenar una fuga de capitales. Por lo tanto, si bien es imposible evitar algún grado de condicionalidad ex ante, el fondo debiera tener libertad para manejarla con flexibilidad y ambigüedad constructiva. Para que el servicio pueda ser útil en detener los efectos de manada en los mercados internacionales, los desembolsos debieran ser expeditos. Con tasas de interés más elevadas que para otras operaciones del fondo se incentivaría a los países usuarios a reintegrar los recursos en el período más corto posible.

d. Servicio de financiamiento compensatorio

Este servicio se activaría cuando un país esté enfrentando problemas de balanza de pagos debido a un deterioro transitorio y reversible de sus términos del intercambio. Por lo tanto, cuando éstos mejorasen, los países tendrían la obligación de pagar los créditos insolutos y/o de prestar recursos al fondo. El Fondo podría manejar una cuenta especial para este servicio. Los países deudores pagarían interés y los acreedores lo recibirían. Una opción sería incorporar a este servicio, tal como lo hacía el FMI cuando su servicio estaba activo, el financiamiento de necesidades asociadas a las alzas de las tasas de interés internacionales. Casi todos los países latinoamericanos sufren fluctuaciones pronunciadas en los términos de su intercambio, ya sea porque los precios de los productos que exportan son volátiles o porque lo son los precios de algunos productos específicos de importación (especialmente el petróleo y los cereales). Los ciclos de los términos del intercambio no están sincronizados entre países. Más aún, los movimientos de algunos precios claves (del petróleo, por ejemplo) simultáneamente mejoran los términos del intercambio de algunos países y deterioran los de otros.

Por lo tanto, es posible y deseable que exista un fondo regional para ayudar a los distintos países a enfrentar los problemas de balanza de pagos derivados de esta condición estructural de sus economías. Al existir compensaciones entre países cuyos términos de intercambio se deterioran y otros que experimentan mejorías en los suyos, un fondo regional podría hacer un uso mucho más económico de las divisas que los fondos de estabilización que manejan algunos países para estos propósitos. Los países que ya cuentan con dichos fondos podrían aportar parte de los depósitos acumulados en ellos al fondo regional.

Con un simple ejercicio se pudo comprobar que los movimientos en los términos del intercambio no están, en general, correlacionados entre los países de la región, haciendo financieramente viable que una entidad regional opere un esquema como el sugerido

aquí. Para el período 1960-2009 se calcularon 66 coeficientes de correlación entre las variaciones anuales en los términos del intercambio de pares de países considerados a la vez. De ellos, algo más de la mitad (34) resultaron ser significativamente distintos de cero, en 8 de los cuales la correlación fue negativa. Todas estas correlaciones negativas involucran a un país exportador y a un país importador de hidrocarburos. Seis de los coeficientes de correlación positivos y significativamente distintos de cero se dieron, naturalmente, entre países exportadores de hidrocarburos (todas las combinaciones entre Bolivia, Ecuador, México y Venezuela) y uno de ellos entre exportadores de cobre (Chile-Perú). Destaca también la correlación negativa y significativa entre Brasil versus México (y también versus Venezuela), hecho que es relevante dado que se trata de los países más grandes de la región.

Asimismo, Argentina muestra correlación positiva sólo con países de menor tamaño, como Paraguay y Uruguay (también con Chile y Perú). Los resultados se consignan en el Cuadro 4, con los coeficientes significativamente distintos de cero resaltados en negrita.

D. Coordinación de política económica y de supervisión bancaria

Una institución monetaria regional podría convertirse en un foro adecuado y probablemente muy eficaz para coordinar las políticas económicas de los países de la región con miras a propiciar que los países miembros mantengan los equilibrios macroeconómicos fundamentales para así minimizar la probabilidad de crisis financieras. La coordinación de políticas, que incluiría aquellas relativas a los flujos de capital, es más fácil y aceptable entre pares que cuando es impuesta desde una institución lejana y que responde a preferencias de política de países extra regionales.

Una mayor convergencia de las políticas económicas, conjuntamente con la existencia de un fondo financiero regional que tuviera acceso a importantes recursos, favorecería la estabilidad cambiaria regional y permitiría avanzar hacia una integración mayor de las economías latinoamericanas. La debilidad de la supervisión bancaria nacional ha sido una de las causas -aunque ciertamente no la única- de las crisis financieras nacionales. Entre otras falencias, los organismos reguladores no han sabido -o no han podido- impedir que los bancos nacionales se endeuden de manera excesiva en moneda extranjera para luego prestar a entidades que no tienen ingresos en divisas. Un organismo financiero regional puede contribuir a elevar sustancialmente los estándares de supervisión prudencial de sus miembros.

CUADRO 4_ AMÉRICA LATINA (12): MATRIZ DE CORRELACIÓN ENTRE VARIACIONES DE TÉRMINOS DE INTERCAMBIO
(1960-2009)

	BOL	BRA	CHI	COL	CRI	ECU	MEX	PAR	PER	URU	VEN
ARG	1,00	0,15	0,23	0,10	-0,15	-0,04	0,06	0,45	0,19	0,33	0,18
BOL	1,00	-0,17	0,35	0,16	-0,31	0,58	0,30	0,02	0,52	-0,11	0,53
BRA	1,00	1,00	0,29	0,59	0,59	-0,29	-0,37	0,27	-0,02	0,25	-0,47
CHI	1,00	1,00	1,00	0,14	-0,19	0,28	-0,12	0,18	0,56	0,24	0,15
COL	1,00	1,00	0,49	1,00	0,49	0,13	0,07	0,22	0,09	-0,02	0,02
CRI	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	-0,36	-0,35	0,01	-0,14	-0,07	-0,54
ECU	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	0,50	-0,11	0,55	-0,15	0,77
MEX	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	-0,11	0,10	0,47	-0,46
PAR	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	-0,11	0,47	-0,01
PER	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	0,02	0,48
URU	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	-0,16
VEN	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00

Fuente:Elaboración propia con base a cifras de índices de valor unitario de CEPAL.

Como ya se mencionó, contar con estándares apropiados (y asegurar que se cumplan) puede ser una de las condiciones ex ante para acceder a recursos del servicio de crédito contingente. Asimismo, el organismo podría instituir evaluaciones periódicas de la supervisión bancaria nacional y establecer estándares que pudiesen ser adoptados por todos sus miembros. La existencia de un fondo regional también permitiría el intercambio fluido de información sobre las experiencias de los distintos países en lo que toca a políticas para la regulación prudencial de los movimientos de capital. Se facilitaría así el avance hacia políticas consensuadas regionalmente en este importante y delicado tema, lo que contribuiría a aliviar las crisis financieras que, como ya hemos señalado, tienden a ser la consecuencia de entradas excesivas de capital extranjero.

VI. Factibilidad de un Fondo Monetario Latinoamericano

¿Es factible ampliar la cooperación financiera regional de la manera que estamos sugiriendo en este trabajo? Que lo sea o no, va a depender de la magnitud de las crisis nacionales y del grado de covarianza que exista entre ellas. Si todos los países de la región sufren crisis de balanza de pagos simultáneas por contagio financiero (o por deterioro de los términos del intercambio), un fondo regional podría ser inviable desde el punto de vista financiero.

Para dilucidar los interrogantes sobre la covarianza de las crisis nacionales se hizo un análisis de correlación, considerando dos países a la vez, entre cambios en los flujos de capitales (descontándoles la inversión extranjera directa y los flujos oficiales) en el período 1980-2009 (Cuadro 5). En el Cuadro 5, los coeficientes de correlación bilaterales que son significativamente distintos de cero al 10 por ciento de significación aparecen en negrita.

Este análisis reveló que, efectivamente, hay bastante covarianza entre los flujos de capital a distintos países latinoamericanos, pero ella no es tan elevada como para hacer financieramente inviable un fondo regional. En efecto, de los 66 coeficientes de correlación analizados, solamente 20 resultaron positivos y significativos al 10% de confianza, e incluso 11 de ellos resultaron negativos y significativos.

Con el objeto de establecer el orden de magnitud que debiera tener un fondo regional, también se examinaron los cambios anuales en los flujos de capital privados -excluyendo la inversión extranjera directa (IED) - a 12 de los países más grandes de la región, en el período 1990-2009. Si las salidas anuales se producen simultáneamente de todos los países, es poco probable que un fondo regional pueda hacerles frente. En el Cuadro 6 se

CUADRO 5_ AMÉRICA LATINA (12): MATRIZ DE CORRELACIÓN ENTRE ENTRADAS NETAS DE CAPITALES (USD)
(1960-2009)

	ARG	BOL	BRA	CHI	COL	CRI	ECU	MEX	PAR	PER	URU	VEN
ARG	1,00											
BOL	0,13	1,00										
BRA	0,40	-0,28	1,00									
CHI	0,20	0,65	-0,27	1,00								
COL	0,23	0,22	0,18	0,17	1,00							
CRI	-0,39	-0,42	0,45	-0,53	-0,18	1,00						
ECU	0,04	0,32	-0,01	0,18	0,40	0,03	1,00					
MEX	0,31	0,45	0,06	0,46	-0,08	-0,09	0,20	1,00				
PAR	-0,12	-0,18	0,18	-0,22	0,39	0,34	0,15	-0,15	1,00			
PER	0,07	0,11	0,47	0,00	0,52	0,22	0,13	0,23	0,38	1,00		
URU	0,32	-0,37	0,38	-0,08	0,09	-0,03	-0,17	-0,21	0,32	0,20	1,00	
VEN	0,45	0,42	-0,26	0,57	0,08	-0,67	0,19	0,39	-0,42	-0,25	-0,24	1,00

Fuente: Elaboración propia con base a cifras de pagos del Fondo Monetario Internacional.

CUADRO 6_ AMÉRICA LATINA (12 PAÍSES): CAMBIOS EN EL FLUJO ANUAL DE CAPITAL (EXCLUYE IED), 1990 - 2009
(MILES DE MILLONES DE DÓLARES)

	ARG	BOL	BRA	CHL	COL	CRI	ECU	MEX	PRY	PER	URY	VEN	Suma ^a
1990	1,4	0,0	6,3	2,2	-0,4	0,0	1,1	7,6	0,0	1,3	-0,1	-0,5	-0,9
1991	5,5	0,0	0,8	-1,9	-0,7	0,2	0,1	14,5	0,2	0,7	-0,3	4,6	-3,0
1992	6,6	0,3	8,9	2,3	0,7	-0,1	-0,4	2,2	0,0	0,5	0,3	2,4	-0,5
1993	14,6	-0,1	3,8	-0,2	2,5	0,0	-0,7	6,7	0,0	-0,5	0,2	0,3	-1,4
1994	-9,2	0,0	-1,9	1,2	0,1	-0,2	0,3	-24,6	0,1	0,5	0,3	-6,8	-42,6
1995	-8,4	-0,1	19,5	-3,5	1,8	0,5	-0,3	-24,8	0,1	0,6	-0,1	-0,2	-37,4
1996	4,9	0,1	-3,5	1,8	0,1	-0,6	0,1	24,1	-0,1	-0,9	-0,2	0,4	-5,2
1997	5,9	-0,1	-15,4	1,0	-2,1	0,1	-0,3	7,5	0,2	3,3	0,4	-1,3	-19,2
1998	1,8	0,1	-14,6	-4,1	-0,6	-0,1	1,3	-4,2	-0,2	-3,5	-0,1	3,5	-27,4
1999	-21,8	-0,4	-10,7	-4,8	-3,2	0,7	-2,6	-3,0	0,0	-1,5	-0,5	-1,3	-49,7
2000	6,1	-0,1	17,6	5,9	-0,1	-0,6	-4,3	2,6	0,0	1,5	0,6	-4,6	-9,7
2001	-15,3	0,0	-3,2	-1,1	2,0	0,2	6,5	-2,1	0,1	0,3	-0,3	3,5	-22,1
2002	-6,5	0,2	-13,6	0,7	0,1	0,5	0,3	-5,4	0,0	-0,6	-2,3	-5,3	-33,7
2003	6,7	-0,1	8,0	-1,0	-0,2	0,2	-1,0	3,4	0,1	-0,3	1,7	2,7	-2,5
2004	2,3	0,5	-1,8	-6,1	0,5	-0,5	-0,1	-8,0	-0,1	1,1	0,0	-5,5	-22,1
2005	12,4	0,1	12,5	4,4	-2,7	0,2	0,1	6,7	0,3	-3,2	0,5	-6,1	-12,1
2006	4,1	-2,5	24,2	-5,5	-0,3	0,2	-1,8	-15,1	-0,3	-0,1	1,3	0,5	-25,6
2007	-3,0	1,0	36,0	-11,4	4,9	0,4	1,9	14,5	0,5	5,6	-1,2	-5,3	-20,9
2008	-19,0	0,9	-57,1	20,3	-1,1	-0,6	-0,8	2,9	-0,2	-0,5	0,7	-1,1	-80,4
2009	5,7	-0,4	29,7	-7,3	1,1	-1,0	-1,4	6,0	0,1	-5,8	-1,8	14,1	-17,8

^aSuma de valores negativos (disminuciones de financiamiento).

Fuente: elaboración propia en base a cifras de balanza de pagos del Fondo Monetario Internacional.



puede advertir una tendencia a que tanto los aumentos como las disminuciones de los capitales extranjeros privados estén correlacionados entre los países. Sin embargo, hay suficiente divergencia en las situaciones individuales como para que un fondo regional sea viable. Por ejemplo, mientras en Argentina y México había grandes necesidades de financiamiento en 1994-95 debido a la “crisis del tequila”, Brasil exhibía cuantiosas entradas de capital. Exactamente lo contrario ocurrió en 1997-1999. Las mayores necesidades de financiamiento se registraron en 1994-1995, 1998-1999, 2001-2002 y 2008. El monto máximo de dichas necesidades puede estimarse como la suma de las cifras negativas en el Cuadro 6. En estos años de crisis, dichas cifras se ubicaron entre 30 y 50 mil millones de dólares, ciertamente abordables por un fondo regional ampliado. En 2008, los 12 países del Cuadro 6 experimentaron cambios negativos acumulados en las entradas netas de capital financiero de USD80 mil millones (de los cuales Brasil y Argentina, respectivamente, representaron USD57 y USD19 mil millones). Aunque esta cifra es obviamente grande, los países que experimentaron estas disminuciones de financiamiento podrían haberlo afrontado sin dificultades con sus reservas, si lo hubiesen querido. Esto parece sugerir que un fondo monetario regional hubiese podido incluso afrontar la crisis reciente y contribuido a impedir la gran fluctuación que tuvo lugar en los tipos de cambio.

Es importante considerar que la existencia de un fondo regional con capacidad para enfrentar crisis podría resultar en un cambio de régimen: al detener una crisis que se propaga secuencialmente, como fue el caso del contagio de las crisis asiática-rusa, la probabilidad de que ella se extienda a otros países podría disminuir considerablemente. En otras palabras, la existencia del fondo reduciría el comovimiento de los flujos de capital a los países de la región.

Si es efectivo que las crisis son secuenciales, y que la existencia de un fondo de dimensión adecuada disminuiría la probabilidad de contagio a otros países de la región, el fondo debiera tener suficientes recursos como para que un país miembro vulnerable y con capacidad para generar contagio pudiera enfrentar la no renovación de su deuda de corto plazo. Un fondo que contara, digamos, con un 15% de las reservas en 2008 (justo antes que se desencadenara la crisis) de los 12 países incluidos en el Cuadro 7 (unos USD70 mil millones), podría cubrir cómodamente fugas de capitales equivalentes a toda la deuda de corto plazo de cada país del grupo. Para enfrentar posibilidades de fugas de capital simultáneas desde más de un país, o algún problema más serio en los países grandes de la región, líneas de crédito contingentes como las sugeridas más arriba dotarían al fondo de una capacidad financiera aún mayor.

La primera línea de defensa en contra de las fugas de capital son las reservas propias. Como también se observa en el Cuadro 7, los países latinoamericanos son bastante

prudentes en este sentido, ya que en casi todos ellos las reservas en 1997 y 2008 (2 años bastante normales y de auge económico) superaban con holgura el total de su deuda de corto plazo, lo que no sucedió, por ejemplo, en los países asiáticos durante 1997. Sin embargo, es necesario tomar en cuenta que, en una crisis, las fugas de capital tienen otros componentes, como la liquidación de inversiones extranjeras de cartera y la sustitución por parte de inversionistas nacionales de activos en moneda nacional por otros denominados en moneda extranjera.

CUADRO 7_ AMÉRICA LATINA (12 PAÍSES): RESERVAS, DEUDA DE CORTO PLAZO Y CANTIDAD DE DINERO 1997-2008 (MILES DE MILLONES DE DÓLARES)

1997	Reservas Internacionales	Deuda Corto Plazo	Cantidad de Dinero (M1)	Cantidad de Dinero (M2)
Argentina	22,3	32,0	21,5	77,6
Bolivia	1,1	0,4	0,6	0,6
Brasil	51,0	34,9	43,9	222,4
Chile	17,7	5,5	8,0	36,9
Colombia	9,8	5,8	9,6	38,4
Costa Rica	1,3	0,5	1,2	2,6
Ecuador	2,1	2,1		
México	28,8	27,9	41,1	162,9
Paraguay	0,8	0,5	0,8	1,6
Perú	11,0	6,5	2,5	4,8
Uruguay	1,6	1,9	1,3	2,3
Venezuela	14,9	4,2	9,5	18,3
Total	162,5	122,2	140,0 ^a	568,4 ^a
2008	Reservas Internacionales	Deuda Corto Plazo	Cantidad de Dinero (M1)	Cantidad de Dinero (M2)
Argentina	44,9	37,5	46,1	62,3
Bolivia	7,0	0,2	3,0	4,5
Brasil	192,9	36,7	121,8	585,1
Chile	23,1	14,9	21,2	102,4
Colombia	23,5	5,7	25,0	85,4
Costa Rica	3,8	3,9	2,8	8,8
Ecuador	3,8	1,7
México	95,1	24,4	133,2	564,2
Paraguay	2,8	1,1	2,3	3,2
Perú	30,3	6,1	10,2	20,5
Uruguay	6,4	0,8	2,6	4,0
Venezuela	33,7	17,0	56,7	88,8
Total	467,4	150,0	424,9 ^a	1.529,2 ^a

^aExcluye Ecuador.

Fuente: elaboración propia en base a cifras del Fondo Monetario Internacional, Estadísticas Financieras Internacionales, y Banco Mundial.

En situaciones de crisis, la dimensión máxima de las presiones sobre la balanza de pagos está dada por la cantidad de dinero. Si los agentes pierden totalmente la confianza en una economía, buscarán convertir una alta proporción de sus activos líquidos en divisas. Esos activos líquidos están determinados por los acervos de dinero nacional, que para estos fines podemos medir como M1 (monedas y billetes en circulación más depósitos a la vista) o M2 (M1 más depósitos a plazo y depósitos de ahorro). Las cifras correspondientes también se muestran en el Cuadro 7.

El 15% de las reservas de los 12 países allí considerados ascienden en 2008 a 70 mil millones de dólares, cantidad suficiente como para cubrir el M1 de todos los países, salvo Brasil y México. Además, todos los países podrían enfrentar una fuga de capitales equivalente a la totalidad de su M1 con reservas propias (85% de la cifra indicada en el cuadro 7 como reservas internacionales) más las de un fondo constituido con el 15% de las reservas de los 12 países en conjunto. Incluso, la mayoría de los países podría cubrir una fuga equivalente a la totalidad de su M2, con las excepciones de Brasil (cuyas reservas propias y las del FML hubiesen cubierto un 40% de su M2), Chile (90%) y México (15%). Dicho de otra manera, un fondo con 15% de las reservas representa un potencial importante para disuadir ataques especulativos en contra de las monedas de los países de la región. Si se le pudieran agregar otras fuentes de financiamiento (asignaciones de Derechos Especiales de Giro, préstamos del FMI para combatir crisis contagiosas, capacidad de endeudamiento), el fondo propuesto podría desempeñar un importante papel en la promoción de la estabilidad de las economías latinoamericanas.

VII. Conclusiones

Una institución financiera regional, llamémosla un Fondo Monetario Latinoamericano (FML), parece ser totalmente factible en América Latina y podría jugar un papel importante en prevenir crisis financieras nacionales y contribuir a la resolución de las mismas una vez que ocurren. Aunque su membresía es limitada y sus recursos pequeños, el FLAR ya es una institución regional de esta naturaleza y puede constituir el germen de un FML. Para que ello suceda, será necesario reformar al FLAR en varias direcciones:

- Expandir su membresía significativamente y que los tres países grandes de la región expresen interés en adherirse;
- Ampliar su capital pagado y otorgarle el derecho de emitir bonos respaldados por sus miembros;
- Autorizarle a entrar en convenios de crédito contingente, especialmente con el Fondo Monetario Internacional;

- En el contexto de la reforma al sistema financiero internacional, el FML deberá ser designado receptor de Derechos Especiales de Giro y actuar como intermediario entre el FMI y los países cuando sobrevengan crisis financieras internacionales que amenacen por contagio a un número significativo de países en la región.

Las funciones que se le podrían encomendar a dicho fondo incluirían las que ahora desempeña el FMI, fortaleciendo las que no hace bien (prevenir el contagio financiero) o que ha abandonado (el servicio de financiamiento compensatorio de movimientos adversos en los términos del intercambio).

Esto no significa que el nuevo fondo vaya a reemplazar al FMI. En algunas operaciones, ambos pueden ser complementarios. Además, el fondo regional puede convertirse en un conducto mediante el cual el FMI puede allegar recursos a países de la región. Esta modalidad puede ser particularmente importante en casos de crisis sistémicas o de contagios generalizados en la región latinoamericana.

Es crucial para el éxito de una iniciativa de esta naturaleza que los tres países grandes (Argentina, Brasil y México) participen en ella. Es legítimo preguntarse qué interés podrían tener estos países en un FML cuando lo más probable es que los recursos propios del FML sean insuficientes en casos de crisis financieras que los afecten directamente. Debe consignarse que las relaciones de dos de estos países con el FMI se han tornado bastante agrias, habiendo ellos cancelado sus deudas con el organismo. Una relación indirecta con el FMI, en tiempos de crisis, a través de un fondo regional podría ser mucho más atractiva para estos países y menos conflictiva para el mismo FMI.

Por otra parte, en América Latina no existe ningún país supervitario que además tenga un gran stock de reservas internacionales, como es el caso del Acuerdo de Chiang Mai, en el cual participan China y Japón, países que proveen una parte significativa de los recursos con los que cuenta la nueva institución que en estos momentos se está creando a través de la multilateralización de los acuerdos de swaps bilaterales de reservas que emergieron de la creación de la agrupación en 2001. Estos swaps involucran, en la práctica, el derecho transitorio (y con restricciones) de países con problemas de balanza de pagos a utilizar por períodos de tiempo estipulados las reservas de los países acreedores. Además, es la presencia de países con enormes reservas internacionales lo que hace que el tamaño potencial de dicho Acuerdo sea suficiente para que, en casos de emergencia, sea adecuado para enfrentarlas.

El objetivo fundamental para que China y Japón participen es proteger el comercio regional, dentro del cual estos países financieramente acreedores son piezas centrales, de los efectos disruptivos de las crisis financieras. Si bien no se han fijado tipos de cambio



bilaterales entre los nueve participantes del Acuerdo, la relativa estabilidad cambiaria es un objetivo explícito del mismo.

Entonces, existen dos escollos para la conformación de un FML. Uno es la ausencia de grandes países acreedores en la región. Sin embargo, como puede verse en el Cuadro 7, el boom de los commodities y políticas de auto aseguramiento han dejado a muchos países con reservas muy significativas. De hecho, como ya se dijo, si los países juntan un porcentaje modesto de sus reservas en un fondo regional, se llegaría a cifras bastante interesantes en relación a las magnitudes de comercio o de los tamaños de sus mercados financieros internos.

El segundo desincentivo para que los países de la región constituyan un FML es la debilidad del comercio intrarregional. No es casualidad que el FLAR fuese creado por los países de la Comunidad Andina, grupo en que el comercio intrarregional es relativamente importante. Sin embargo, el fortalecimiento del comercio intrarregional sigue siendo un objetivo para todos los países de la región. Ya los países del Mercosur tienen niveles interesantes de comercio entre ellos.

El surgimiento, desde la crisis rusa hasta la crisis financiera reciente, del contagio financiero y sus efectos dramáticos sobre los tipos de cambio bilaterales en la región ha puesto de relieve que los países necesitan de una línea de defensa que sea más eficiente que el auto aseguramiento que les otorga sus stocks de reservas internacionales. Por otra parte, dada su cercanía geográfica y la variedad de sus ventajas comparativas actuales y potenciales, el comercio internacional entre los países de la región es indudablemente subóptimo. En la medida que el comercio intrarregional crezca, la necesidad de un FML se va a ir haciendo cada vez más patente.

REFERENCIAS

- Agosin, M. R.** 2001. Fortalecimiento de la cooperación financiera regional. Revista de la CEPAL 73. Abril.
- Agosin, M. R., y Huaita, F.** 2009. Overreaction in capital flows to emerging markets: booms and sudden stops. Serie Documentos de Trabajo N° 295, Departamento de Economía, Universidad de Chile, abril.
- Agosin, M. R., y Huaita, F.** 2011. Capital flows to emerging markets: Minsky in the tropics. Cambridge Journal of Economics, por aparecer.



- FLAR (Fondo Latinoamericano de Reservas).** Memoria Anual 2009, Santafé de Bogotá.
- FLAR (2000).** Propuesta para la transformación del Fondo Latinoamericano de Reservas en un fondo monetario latinoamericano, Santafé de Bogotá, marzo.
- Forbes, K., y Rigobón, R.** 2001. "Contagion in Latin America: definitions, measurement, and policy implications", *Economía*, Vol. 1, N° 2, 1-46.
- Henning, C. R.** 2009. "The Future of the Chiang Mai Initiative: An Asian Monetary Fund?", Policy brief PB09-5, Peterson Institute for International Economics.
- Krugman, P.** 2008. The International finance multiplier. Octubre. No publicado.
- Machinea J.L., y Titelman D.** 2007. ¿Un crecimiento menos volátil? El papel de las instituciones financieras regionales. *Revista de la CEPAL* 91, abril.
- Mistry, P. S.** 1999. Coping with financial crises: Are regional arrangements the missing link?, en UNCTAD (Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo), *International Monetary and Financial Issues for the 1990s*, vol. 10, Ginebra.
- Ocampo, J. A.** 1999. La reforma del sistema financiero internacional: un debate en marcha, Santiago de Chile, Fondo de Cultura Económica.
- 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.



Perspectivas del FLAR

POR EDUARDO LIZANO*

Don Eduardo Lizano: Primero para agradecer a los funcionarios del FLAR la gentil invitación que me han hecho para conversar con ustedes en la mañana de hoy en este importante seminario. He escogido hablar sobre el FLAR. Costa Rica fue el primer país, fuera del Grupo Andino, que se incorporó a la institución y me correspondió estar presente en las reuniones del Directorio y de la Asamblea como representante de Costa Rica. Me encuentro así en familia. Por ello, me atrevo a hacer algunas reflexiones y a referirme a algunas perspectivas del FLAR. Posiblemente plantee más preguntas que respuestas. De eso se trata: no ver tanto hacia atrás, no hacer de historiador del FLAR, alguien lo hará en el futuro; hoy se trata más bien de mirar hacia adelante. Es decir, poner sobre la mesa algunos temas acerca de los cuales, evidentemente, habrá diferentes puntos de vista y opiniones divergentes. Gracias al intercambio de esos puntos de vista y de esas opiniones se podrá avanzar. Permítanme abordar directamente los temas para así iniciar la discusión.

I

En primer lugar, el tema de la membresía del FLAR. El FLAR, tradicionalmente, ha sido una institución conformada por países latinoamericanos pequeños y medianos. La definición de pequeño y de mediano es relativamente arbitraria, pero fundamentalmente se refiere a que los tres países grandes de América Latina (Argentina, Brasil y México) no forman parte del FLAR. Todavía hay un margen importante para incorporar no sólo a esos países, sino también algunos países pequeños, así como otros medianos; tal el caso de Paraguay y República Dominicana y, evidentemente, el más importante caso es el de Chile. La incorporación de estos últimos países (pequeños y medianos) no presenta dificultades serias. Por el contrario, cuando se hace referencia a los países grandes, surgen dudas que deben plantearse de una manera clara, esto a pesar de importantes ventajas, tales como la atracción de recursos financieros adicionales y el mayor prestigio internacional. Además, como no todos los países de la región sufren simultáneamente los mismos problemas,

*Expresidente del Banco Centra de Costa Rica (1984-1990 y 1998-2002) y Presidente Honorario de la Academia de Centroamérica.

ampliar la membresía permitiría distribuir mejor los riesgos. Dicho lo anterior, sin embargo, asaltan las dudas. Los países grandes no encontrarían en el FLAR posibilidades de apoyo financiero. Los recursos disponibles de la institución no son suficientes para ayudar a estos países, en caso de que los llegaran a necesitar. Debe plantearse entonces cuál sería el interés de los países grandes en participar en una organización como el FLAR. La posibilidad de apoyo financiero no lo es, tampoco la posibilidad de nombrar funcionarios nacionales, dado el tamaño relativamente pequeño de la institución. ¿Tendrían acaso interés de “exportar” sus políticas económicas y hacerlas valer cuando el FLAR tome decisiones respecto a la concesión de préstamos a los países miembros o a la administración de activos? ¿Sería más bien una decisión “geopolítica” la de participar en organismos regionales? Surgen, pues, varias preguntas y dudas que necesitan ser dilucidadas. Desde ese punto de vista, la incorporación de países pequeños y medianos debe continuar como un objetivo y una preocupación central del FLAR. En el caso los países grandes, posiblemente, procedan a adoptar un período de “noviazgo” antes de un posible “matrimonio”. Este período de transición incluye diferentes decisiones: nombramientos de observadores permanentes en el directorio del FLAR, colocación de algunas de sus reservas en administración en el FLAR, así como la participación en programas de cooperación técnica. En fin, habría posibilidad de llevar a cabo un programa de esta naturaleza durante algunos años. Posteriormente, se tomaría en definitiva la decisión acerca de incorporar esos países como miembros plenos del FLAR, o bien si se considera preferible mantener el noviazgo en forma un tanto indefinida.

II

El segundo tema importante se refiere al aumento de los recursos del FLAR. Evidentemente, las posibilidades de dar apoyo y ayuda a los países miembros dependen de los recursos que disponga la institución. Sus recursos propios determinan también la posibilidad de endeudamiento en los mercados financieros internacionales. Se plantean varias posibilidades. Una consiste en aumentar la cuota de ingreso de los países al club y ajustar esa cuota no solamente a los nuevos países que ingresen, sino también a los países miembros actuales. Se podría pensar en que una parte del aumento de capital sea callable. Sin embargo, debe recordarse que la naturaleza de los problemas que enfrentan los países miembros del FLAR exige un alto grado de liquidez de sus recursos. No se excluiría la posibilidad de que una cierta proporción del aumento de capital sea callable, pero este tema requiere mayor discusión. Una segunda posibilidad consiste en mantener la política de no distribuir dividendos, de capitalizar las utilidades cada año. Esta decisión pondría en evidencia la confianza de los países miembros en la institución. Así, lentamente, se impulsaría el proceso de capitalización de la institución. En tercer lugar, podría pensarse también en algún tipo de garantía de parte de los países miembros a favor del FLAR. De esta manera, sus operaciones tendrían la garantía no sólo de la institución, sino también la

garantía parcial de cada uno de los países miembros. Finalmente, podría considerarse la posibilidad de que los países miembros mantengan una parte de sus reservas monetarias internacionales en administración en el FLAR.

Con mayores recursos, el FLAR se convertiría, en términos generales, en una mejor “trinchera” de los países. Formaría parte de su “blindaje”. Al contar con mejores fuentes de financiamiento los miembros del FLAR podría disponer de un menor monto de reservas monetarias internacionales y disminuir el costo fiscal de mantenerlas.

III

En tercer lugar, sería conveniente estudiar la ampliación de algunas de las actividades actuales del FLAR. Concretamente, se crearía un espacio de diálogo para analizar la evolución de la economía de los países miembros y sus políticas económicas. Así los países llegarían a conocerse mejor, lo cual acarrearía ventajas importantes. Podría pensarse también en proponer, un sistema de alerta temprana para servir mejor a los países. Se trataría de anticiparse a los problemas, tanto los que surgen en el ámbito nacional, como en la economía internacional. En este campo se podría contar con la colaboración del FMI, con el propósito de llevar a cabo consultas multilaterales con participación de expertos de los diferentes países y con funcionarios del FMI.

Se trataría, de una parte que los países se conozcan mejor y de otra, se buscaría anticipar algunos problemas de la coyuntura de las economías nacionales y de la evolución del entorno internacional. En ambos casos, aumentaría el valor agregado de la institución para los países miembros y crearía un mayor grado de confianza entre ellos, elemento clave para el cumplimiento cabal de las funciones del FLAR.

IV

Un pequeño paréntesis es pertinente. Debe recordarse que la vigencia de una institución como el FLAR se mantiene aun cuando los países adopten políticas económicas que al parecer la harían menos necesaria. Tal el caso por ejemplo, cuando los países deciden establecer la flotación cambiaría o adoptar la “dolarización”. Aun en esta situación el nivel de las reservas monetarias internacionales juega un papel importante y por consiguiente, las fuentes para fortalecer el “blindaje” de los bancos centrales es relevante. En estos casos, el FLAR podría desempeñar un papel significativo cuando se presenten problemas en el sistema financiero que requieran el apoyo del banco central. Es importante insistir que aun en los casos señalados la existencia del FLAR es necesaria.

V

En cuarto lugar, debe examinarse la posibilidad de ampliar el ámbito de acción del FLAR. Las relaciones económicas entre los países de la región crecen sin cesar. El aumento de las transacciones comerciales, las remesas, el turismo y las inversiones lo ponen en evidencia. A la luz de esa mayor integración regional, se plantean otros temas que bien pueden requerir la participación del FLAR. Dos ejemplos al canto. Uno se refiere a la posible creación de una cámara de compensación de pagos entre los países miembros. En Centroamérica funcionó, durante varias décadas, una cámara de compensación con su propia moneda de cuenta, llamada el peso centroamericano. En el FLAR se cuenta con el peso andino y también el sucre. Se trata de un tema importante. La cámara le permite a los países economizar divisas, valga decir dólares, para llevar a cabo su comercio regional. Este se contabilizaría en la moneda de cuenta y las liquidaciones - mensuales o semestrales - se efectuarían en dólares estadounidenses o en otra moneda previamente convenida. La idea fundamental consiste en poder realizar una parte importante del comercio dentro de la regional sin necesidad de desembolsar divisas cuando se efectue cada transacción. El FLAR no asumiría riesgos financieros, por cuanto la cámara de compensación es un mecanismo de pagos y no de crédito.

El otro tema, se refiere a la posibilidad de crear una red de acuerdos financieros bilaterales (swaps) entre los países miembros. Podrían considerarse dos opciones. En una el FLAR participaría directamente mediante operaciones de compra y venta de monedas locales por períodos muy cortos. Existiría, claro está, la obligación de parte del país que obtiene el crédito, de recomprar la moneda nacional al FLAR. La otra alternativa consistiría en acuerdos suscritos entre pares de países con monedas nacionales. Los países pueden necesitar, en determinadas circunstancias, moneda de otro país miembro. Se incluiría una cláusula de recompra obligatoria. Los créditos serían también de corto plazo. En este segundo caso, el papel del FLAR consistiría en promover y ayudar a organizar la red de SWAPS bilaterales. Quizás, después de algunos años los acuerdos bilaterales se podrían multilateralizar.

VI

Un último tema se refiere a la posibilidad de promover el regionalismo monetario por parte del FLAR. Así como se ha promovido la integración regional en el campo comercial, también debe apoyarse el monetarismo regional. Dos puntos deben mencionarse. Uno se refiere a las relaciones del FLAR con la Corporación Andina de Fomento (CAF), es decir la cooperación entre organismos regionales. Es importante tener en cuenta que el

crecimiento de la CAF exige a la Corporación obtener fondos a muy diversos plazos. Ahora bien, dentro de la política de administración de activos el FLAR podría concertar acuerdos con la CAF para suministrarle algunos de sus fondos. Las operaciones se formalizarían a corto plazo. La Corporación los podría canalizar no sólo a los miembros del FLAR, sino a todos los miembros de la Corporación. Eso permitiría que algunas reservas monetarias internacionales de los países miembros del FLAR, hoy invertidos fuera del área latinoamericana, lo harían ahora en la región. Así se fortalecería a la CAF mediante la ejecución de programas de financiamiento del comercio regional. Se promoverían programas de “trade facilitation”, según la denominación de la Organización Mundial del Comercio.

El otro punto, se refiere a las relaciones del FLAR con el Fondo Monetario Internacional. Las opiniones divergentes sobre este tema son inevitables. Desde cierto punto de vista, el FLAR, así como otros organismos regionales de naturaleza semejante, representa un obstáculo para el funcionamiento del FMI. Eso sucedería cuando el diagnóstico llevado a cabo por los organismos regionales, sobre los problemas de los países miembros resultaran divergentes del diagnóstico realizado por el FMI. Si así fuera, entonces las recomendaciones del FLAR y las del FMI, posiblemente, no coincidirían. Asimismo, cuando la condicionalidad del FLAR se vería un tanto blandengue y por consiguiente, sin posibilidad de resolver el problema entre manos. En estas circunstancias, el organismo regional representaría un obstáculo, porque en vez de resolver los problemas se pospondrían y se agravarían. La divergencia entre el FMI y el organismo regional, sería inevitable. Por eso el FMI se opuso abiertamente a la posible creación de una institución regional monetaria integrada por varios países asiáticos.

Desde otro punto de vista, se concibe a la institución regional como el FLAR más bien, un complemento de los organismos internacionales, en este caso el FMI. Se abriría una amplia gama de posibilidades de cooperación entre las dos instituciones. Podría mencionarse, por ejemplo, la asistencia técnica, la participación conjunta en programas financieros y en el “policy dialogue”. No se pretendería sustituir, ni mucho menos, al organismo internacional, sino más bien se trataría de desarrollar acciones y programas complementarios. Siempre queda la duda de hasta donde el organismo internacional podría intentar “instrumentalizar” al organismo regional. El tema es de suyo importante. Ahora bien, en el tanto se promueva el regionalismo monetario, se podría establecer una conveniente división de trabajo. Los problemas que se pueden resolver regionalmente, mediante la acción de organismos regionales, no caerían en el ámbito de acción de organismos internacionales. Eso le permitiría a estos últimos economizar recursos humanos y financieros, para canalizarlos a otros países.

¿Cuál será la evolución de las relaciones entre el FLAR y el FMI? Depende, en última instancia, de las decisiones del Fondo Monetario Internacional, es decir, si desde el punto de vista político, técnico y financiero, se mueve o no en esta última dirección. Habrá de constatarse los hechos más que escuchar las palabras.

VII

Avanzar en los temas mencionados es una tarea ardua. Se progresa paso a paso. No se puede correr, pero sí avanzar. Si se lograra progresar en los diferentes campos comentados el FLAR haría tres contribuciones significativas:

- Aumentar, progresivamente, el valor agregado de la institución para los países miembros lo cual es clave para fortalecer la institución y aumentar el número de países participantes. El FLAR podría aumentar el valor agregado de la institución, para un número considerable de países, sobre todo los pequeños y medianos de América Latina.
- Ayudar al desarrollo económico de los países miembros, en términos generales, mediante el mayor “blindaje”, el fortalecimiento de la estabilidad macroeconómica y la promoción del comercio entre los países miembros.
- Desempeñar un papel complementario en la región para las instituciones internacionales que operan en América Latina, tal el caso del FMI y, de organismos regionales, como la Corporación Andina de Fomento.

Ahora bien, para avanzar en esta dirección el FLAR requiere mejorar su credibilidad, no solamente entre los países miembros, sino también con los países no miembros y los organismos regionales e internacionales. La mayor credibilidad es un elemento fundamental porque sin ella no hay posibilidad para el FLAR de crecer y fortalecerse. La credibilidad depende de tres elementos. En primer lugar, debe mencionarse la transparencia de las operaciones del FLAR y de los países miembros, sin ella es muy difícil llegar a ser creíble. En segundo lugar, la adopción de buenas prácticas internacionales es indispensable con respecto a la política de administración de activos, incluida la condicionalidad que se exige a los países miembros. En tercer lugar, la capacidad de la institución para administrar sus pasivos, es decir la política de endeudamiento del FLAR. Estos tres elementos determinan, en gran medida, la credibilidad en el FLAR.

Término con una observación de Perogrullo, siempre importante de tenerla presente: el FLAR puede avanzar pero no podrá ir más allá de donde sus países miembros quieran avanzar.

The International Financial Architecture and the Role of Regional Funds†

POB BARRY EICHENGREEN*

Turbulence in global financial markets, which has spiked to unprecedented heights in recent years, creates an understandable desire on the part of small (and not so small) open economies for balance-of-payments insurance. This has meant reserve accumulation. Since the turn of the century the total reserves of emerging markets and developing countries have risen from less than USD1 trillion to USD5 1/2 trillion.¹ There is a considerable body of evidence that emerging markets and developing countries with more reserves did better in the crisis - they were better able to insulate themselves from the shock.² But self-insurance in this form also has costs. There is the low yield on reserve assets. There is the prospect of accounting losses as emerging-market currencies appreciate against the dollar, the euro and the yen. There is the tendency for reserve accumulation achieved by running current account surpluses to feed global imbalances which are a potential source of financial fragility.

These observations have given rise to an extensive debate on alternative mechanisms for balance-of-payments insurance. There are proposals for regular issuance of Special Drawing Rights, either by the IMF or by a new Global Reserve Bank operating under United Nations auspices, as a mechanism for breaking the link between global imbalances and reserve adequacy.³ The IMF proposes expanded use of its Flexible Credit Line, the new facility through which countries with strong fundamentals are able to borrow reserves without having to satisfy onerous conditions.⁴ There have been efforts by some countries, South Korea for example, to regularize the exceptional bilateral dollar swap arrangements negotiated with the Federal Reserve System at the height of the crisis.

† Prepared for the fifth annual FLAR economic studies annual conference, Cartagena, Colombia.

* George C. Pardee and Helen N. Pardee Professor of Economics and Political Science at the University of California, Berkeley.

¹ As of 2010 Q1, according to the most recent IMF COFER data.

² Although there may have been diminishing returns to reserve accumulation beyond a certain point. See Reza Moghadam (2010), "Emerging Market Countries and the Crisis: How Have They Coped?" www.imf.org (19 April).

³ United Nations (2009), Preliminary Report of the Commission of Experts on Reforms of the International Monetary and Financial System, New York: United Nations (May).

⁴ See "Factsheet: The IMF's Flexible Credit Line" (24 June 2010), at <http://www.imf.org/external/np/exr/facts/fcl.htm>



There is the proposal, under consideration by the G20, to create a global network of such swap lines (a “global safety net”). Finally, and of particular relevance to this conference, there is the possibility of establishing, expanding and regularizing regional reserve pooling arrangements.

Of these alternatives, only regional reserve pooling is likely to be feasible. The SDR will be unattractive as a form in which to use international reserves, beyond symbolic levels, so long as it is not used in private transactions. The SDR can't be used in market intervention because there are no private markets in SDRs. The SDR is not traded on foreign exchange markets. Governments and corporations have little appetite for issuing SDR-denominated debt. Institutional investors have little demand for SDR-denominated assets. If any of these entities want basket-based assets or liabilities, they can construct currency baskets of their own; there is no obvious reason why they should prefer the SDR's fixed weights. And so long as private demand is minimal, markets in SDRs will lack liquidity, which is an attribute that central bank reserve managers value above virtually all others.⁶

It would still be possible for central banks, seeking to intervene in the foreign exchange market or provide foreign-currency liquidity to domestic banks, to turn their reserves into dollars and other national currencies by converting them at the IMF. But this assumes that the Fund would have an adequate stock of dollars on hand, which is not to be taken for granted. The G20 countries at their April 2009 summit committed to increasing the Fund's resources USD750 billion to USD1 trillion (depending on what one counts). But even this would be small potatoes by the standard of emerging markets' USD5 trillion plus of reserves. One suspects that a number of national parliaments and congresses, not least the U.S. Congress, would be reluctant to accept a significant further expansion of the Fund's resources. They would be reluctant to authorize it to borrow freely on the market to fund its issuance of SDRs, fearing inflation, moral hazard, and inadequate political accountability.

⁵ In 1981 the IMF sought to jump-start private markets in SDRs by reducing the number of currencies making up the SDR from 16 to 5. Commercial banks seeking to test the market took out ads offering certificates of deposit in SDRs. Investment banks offered to underwrite SDR bonds on behalf of governments and corporations. But there were few indications of interest among investors. On the side of the borrowers, Sweden in fact obtained a syndicated credit in SDRs in early 1981, but the only other governments that followed its example, the likes of Ireland and the Ivory Coast, were small potatoes. It is easy to see why there was so little progress. The first private entity issuing an SDR bond or deposit incurred extra costs as a result of the instrument's illiquidity. The first private SDR, by definition, was not traded in a broad and deep market. Purchasers required additional compensation to hold it. And since liquid markets in claims denominated in national currencies already existed, private SDRs traded at a disadvantage.



Wider use of the IMF's Flexible Credit Line, for its part, is inhibited by the reluctance of countries, fearing stigma effects, to apply.⁶ There is now talk of the Fund unilaterally prequalifying countries, and of countries applying in groups to prevent any of them from being singled out as weak sisters. Even then, however, there would remain the problem of how to disqualify previously prequalified countries when policies deteriorate without precipitating the very crisis that the facility is designed to avert. Governments will hesitate to apply for fear that, down the road, renewal of their preferential status will be denied, with terrifying financial consequences. This gives grounds for worrying about whether access to the Flexible Credit Line can be scaled up to systemically significant levels.

The idea of a global safety net, under consideration by the G20, would be identical in its essentials to a generalized Flexible Credit Line with the IMF still in the picture, and impractical without it. Either way, there would be reluctance on the part of the reserve-currency issuers, such as the Fed and the ECB, to agree to the full panoply of credit lines. The four USD30 billion swaps extended by the Fed to Brazil, Mexico, Singapore and South Korea at the height of the financial crisis were criticized by the U.S. Congress as giveaways. While this criticism was misguided, it is an indication of the political obstacles. There is reluctance on the part of governments to deal directly with one another when conditionality is involved, as it often is. Recent European experience is a case in point: the idea of Germany setting conditions for Greece to borrow reawoke memories of the Germans' World War II occupation of their neighbor. Thus European Union, despite providing the majority of the funding when Greece needed emergency financial assistance earlier this year, relied on the IMF to negotiate the conditions.

This leaves regional reserve pooling, undertaken in conjunction with the IMF, as the only game in town. There are a number of existing arrangements: Europe's Medium Term Financial Assistance Mechanism, Asia's Chiang Mai Initiative Multilateralization, the NAFTA countries' North American Framework Agreement, the Arab Monetary Fund and, of course, FLAR. These are mechanisms for partially pooling the reserves of regional neighbors. Assuming that the neighbors don't all require additional reserves at the same time, which is plausible insofar as balance-of-payments shocks are imperfectly correlated even across countries in the same neighborhood, these arrangements enhance reserve adequacy.⁷ They reduce the need for reserves at the national level. As a form of mutuality, or risk pooling, they reduce the costs and risks of insurance. How much can we expect of these arrangements? In attempting to answer this question, I build on the work of McKay, Volz

⁶ It would be interesting to hear more about this - and whether such worries are unjustified - by representatives of our host country, which has been one of three countries to apply.

⁷ See Barry Eichengreen (2007), "Insurance Underwriter or Financial Development Fund: What Role for Regional Reserve Pooling in Latin America?" FLAR Review.

and Wolfinger.⁸ I consider five attributes of regional reserve pools likely to shape their effectiveness as mechanisms for mutual balance-of-payments insurance. These are (1) the adequacy of the finance they are able to provide, (2) their capacity to undertake economic and financial surveillance, (3) the speed of their decision making, (4) their perceived legitimacy, and (5) their ability to work together with the multilaterals, notably the IMF.

Why are these attributes important? For adequate financial capacity, the answer is obvious. The pool has to be big enough to meet prospective needs. It has to be of the same order of magnitude as balance-of-payments shocks. Surveillance capacity matters because contributors to a pool will be willing to put money on the barrelhead only if they are confident that avoidable problems will be avoided and unnecessary drawings on the pool will not take place. They will have to be confident that other countries drawing on the pool are doing what they have to in order to eventually pay them back. Speed of decision making is of the essence because, as recent experience reminds us, shocks to financial markets hit suddenly. The arrangement has to be perceived as legitimate - those operating it have to be seen as accountable for their actions - if lending through the pool is going to occur in the first place. And, finally, the ability to work together with the multilaterals is important because it may be desirable to outsource the negotiation of conditionality and because it may be necessary to top up the pool.

How do the various regional reserve-pooling arrangements rate in terms of these criteria? Consider first Europe's Medium-Term Financial Assistance Mechanism, through which the European Union lends to non-euro-area member states. The EU borrows on the market to fund such loans. As of December 2008 the amount of money involved is 25 billion. This is a relatively small number: Hungary, Romania, and the Czech Republic all have more than 40 billion of reserves apiece. Note however that the EU has repeatedly shown willingness to raise this ceiling. Surveillance capacity is extensive, since the Commission regularly undertakes reviews of members and formulates so-called "Broad Economic Policy Guidelines" for euro-area outsiders. It is tempting to question the effectiveness of this surveillance, given the large deficits allowed to develop in the Baltic states and the extent of currency mismatches in Hungary and elsewhere.⁹ But the mechanism is relatively elaborate by comparative standards.

Decisions are taken by the ECOFIN Council on the basis of a recommendation by the Commission or at the request of a member state. In response to the events of November 2008 the Council and the Commission were very fast to come to the aid of Hungary, Latvia

⁸ Julie McKay, Ulrich Volz, and Regina Wolfinger (2010), "Regional Financing Arrangements and the Stability of the International Monetary System," unpublished manuscript, European Central Bank (January).



and Romania. That the mechanism is actually used - that €6 billion was lent to Hungary, €3 billion to Latvia, and €5 billion to Romania - is an indication that the arrangement possesses the legitimacy necessary for action. Finally, in terms of ability to work together with multilaterals, co-financing with the Fund and therefore signing an IMF Letter of Intent are standard practice.

While this European arrangement covers only a relatively small number of countries (and a shrinking number as additional countries join the euro area, Estonia being next, at the beginning of 2011), it thus rates relatively highly on a number of the relevant dimensions.

The Chiang Mai Initiative Multilateralization (CMIM) was created by the ASEAN+3 countries following the Asian financial crisis as an alternative to relying on the IMF. It is an outgrowth of the ASEAN Swap Arrangement, which dates from 1977. The USD120 billion of mainly bilateral swaps negotiated under the earlier Chiang Mai Initiative are now to be combined into a single pool (hence the second “M” in CMIM). While USD120 billion is a large number absolutely, it is not that relative to the reserves of the participating countries. South Korea alone had some USD250 billion of reserves on the eve of the 2008 crisis and in addition negotiated a USD30 billion swap with the Fed. That said, the ASEAN+3 countries have displayed a willingness to increase the size of the facility in the past and are likely to do so again in the future.

To address the need for strengthened surveillance capacity, the members have just agreed to establish an ASEAN+3 Macroeconomic Research Office (to be known as AMRO) in Singapore. This is a start, but AMRO’s staff is small, and its remit is limited. Even the name, which refers to the new entity as a “research” office, shies away from giving it concrete oversight of national policies. These limitations are indicative of the continuing reluctance in Asia to criticize the policies of regional neighbors and thus of the obstacles to conducting firm surveillance.¹⁰ This is probably the main obstacle to a more significant role for the CMIM.

Discussions of speed of decision making are hypothetical, given that the CMIM has never been utilized. Two positive signs are that explicit quotas/credit lines exist, obviating the need to negotiate these from scratch, and that the decision to disburse is now to be

⁹ Note that this is a quite separate matter from how financial problems were allowed to develop in Greece, which as a member of the euro area is not eligible for assistance through the Medium-Term Financial Assistance Mechanism and which is subject to a different set of surveillance procedures (whose adequacy can, quite similarly be questioned) in conjunction with the operation of the Stability and Growth Pact.

¹⁰ This reluctance to engage in anything that can be construed as criticism of other Asian countries’ policies is known as “the ASEAN way.”



taken through a qualified majority vote of the members, avoiding the delays caused by unanimity requirements. The legitimacy of the arrangement rests on a voting formula that gives China and Japan exactly same weights, Korea half the weight of China and Japan, and the ASEAN countries a weight disproportionate to their financial contributions. In terms of ability to collaborate with the multilaterals, the good news is that there is an explicit formula for working with the IMF (the current rule is that a country must negotiate an IMF program in order to draw more than 20 per cent of its quota or credit line with the CMIM). The bad news is that approaching the Fund would be regarded as political suicide by any Asian government. The last observation suggests that the reserves ostensibly pooled through the CMIM may in fact be less than meet the eye.

Asia's aspirations for its regional reserve pool are ambitious; many regional policy makers see it as a stalking horse for an Asian monetary fund and as the first step toward an eventual regional currency. Outsiders tend to be more skeptical. They observe that the CMI was not activated even in the fall of 2008 in response to the most serious financial crisis in 80 years. They will want to see it used before they believe the ambitious claims made on its behalf.

The Arab Monetary Fund, while active, is small. It has just USD3 billion in paid-up capital and no ability to borrow. On the other hand, its technical staff of 50 conducts regular country reviews. Quotas and drawing rights are pre-specified. It has an explicit voting formula. Speed of activation is limited, however, by the fact that significant drawings require an application, a mission, a program and a letter of intent, all of which can take up to a month and a half to complete. Legitimacy is buttressed by the fact that the fund has existed for 35 years and that it has had quite a number of programs. There is no provision, however, for working together with the multilaterals.

The North American Framework Agreement is similarly very small. The three bilateral swaps for which it provides total just USD9 billion. They are dwarfed by Mexico's reserves, which exceed USD100 billion. The money available under the framework was already inadequate in 1994-5, when in response to the Mexican crisis much larger loans were provided through the U.S. Treasury's Exchange Stabilization Fund. More recently, when Mexico has needed access to foreign credits, it has utilized other channels, whether the IMF's Flexible Credit Line or bilateral swaps with the Fed.

This makes discussion of matters surveillance capacity a bit superfluous. For what it is worth, there exists a North American Financial Group (NAFG) that brings together officials from the three treasuries and central banks; also regular ad hoc and bilateral consultations.

Disbursal in principle is relatively quick since this requires only bilateral agreement between a pair of participating countries. Legitimacy rests on the fact that the framework agreement is effectively a quid pro quo for NAFTA, which is viewed positively by policy makers in the U.S., Canada and Mexico alike.

This brings us to the main event, rating FLAR according to these same criteria. While this is a game that any number can play, my personal ratings are as follows. FLAR has roughly USD2 billion of paid-up capital and, in addition, some ability to borrow. To pick a country not entirely at random, Colombia's foreign exchange reserves are USD25 billion. Venezuela's are USD32 billion. Lending capacity is more significant when judged relative to the prospect balance-of-payments needs of the fund's smaller members. But, even then, Bolivia's reserves are USD9 billion. Ecuador's are USD8 billion. If these numbers are taken as measures of the magnitude of balance-of-payments shocks and the need for insurance, then the financial resources of FLAR could be better.

In terms of surveillance capacity, FLAR has an Economic Studies Division that provides regular country surveillance and monitoring. How much confidential country information this staff has access to is not clear, however. FLAR has explicit voting and disbursement formulae, enabling it to move fast in principle. Credit-disbursal decisions require the assent of at least five of the seven members. FLAR has been in existence since 1978, which is an indication of its perceived legitimacy. The fact that the fund has actually been used, as in the case of the USD500 billion loan extended to Ecuador in 2009, is a good sign. On the other hand, there is no formal link with the IMF.

So how can FLAR be strengthened to enhance its capacity to function as an effective regional reserve pool? Clearly, the pool needs to be enlarged. A modest start would be to follow the G20 decision regarding the IMF by tripling its resources. In terms of surveillance capacity, it would be important to ensure that the Economic Studies Division has access to not-yet-published national data. Decision making could be accelerated and streamlined by altering the voting rules for disbursing credit to require only a simple majority of members.¹¹ Finally, in terms of facilitating the negotiation of conditionality and topping up finances, it would be useful to establish an IMF link.

Much, in other words, remains to be done. FLAR is a work in progress. But given the need for balance of payments insurance, the costs of obtaining it unilaterally, and the limitations of other mechanisms for providing it collectively, there is a strong argument for accelerating that work and developing it into a proper regional reserve pool.

¹¹ As has in fact been done in the case of the CMIM.

Building an SDR-Based Global Reserve System†

POR JOSÉ ANTONIO OCAMPO*

I. Introduction

Many voices have been heard since 2009 on the need to reform the global monetary system. The most prominent ones have been those of the Chinese central bank governor (Zhou, 2009) and the Commission of Experts convened by the President of the UN General Assembly on Reform of the International Monetary and Financial System, chaired by Joseph E. Stiglitz (United Nations, 2009). Before the crisis, there were significant concerns about the implications of global imbalances and escalating U.S. net liabilities with the rest of the world, and a heated debate on its implications for global financial stability, but few saw a significant problem in the global monetary system as such.¹ Some even saw it turning into a stable “Second Bretton Woods” (Dooley et al., 2003).

The recent calls for reform reflect the fact that the system contains, in fact, fundamental flaws and must, therefore, be reformed. These arrangements arose out of the unilateral decision of the U.S. in 1971 to abandon the gold-dollar parity established in Bretton Woods, and can be characterized as essentially based on a fiduciary U.S. dollar. Other currencies can compete with the dollar as international means of payments and potential foreign exchange reserve assets, but this competition has been weak, as over 80% of foreign exchange transactions and about two-thirds of non-gold international reserves are

† Paper published in *Journal of Globalization and Development*, 2010, Issue 2.

* Professor, Director of the SIPA Economic and Political Development Concentration and co-President of the Initiative for Policy Dialogue at Columbia University. Formerly Under-Secretary General of the United Nations for Economic and Social Affairs, Executive Secretary of the Economic Commission for Latin America and the Caribbean, and Minister of Finance of Colombia. I draw here from several of my recent writings on the subject that are quoted throughout the paper.

¹ My contributions and those of my colleagues at the United Nations were some of the few that tied these problems with the instability and inequities of the global reserve system. See Ocampo et al., (2007, ch.IV), which was based on a previous UN report (United Nations, 2005), and Ocampo (2007-08). Another important exception was Stiglitz (2006, ch. 9).

managed or held in U.S. dollars. This is due to the “network externalities” in the use of money and the fact that the U.S. has the largest market for liquid Treasury securities. The other feature of the system is that alternative reserve currencies float against each other.

The fundamental problems are related to both the instabilities and inequities of this arrangement. From the point of view of global macroeconomic stability, the system tends to generate inflationary and recessionary² biases during different phases of the world business cycle, with the latter now being the predominant feature. From the second perspective, the system generates growing inequities associated with the fact that, in response to global financial instability and the lack of appropriate “collective insurance” against balance of payments crises, developing countries were led to accumulate massive amounts of reserves as “self-insurance”. Although massive reserves proved their usefulness for building resilience of many developing countries during the recent global financial crisis, they also contribute to the generation of global imbalances. So, the inequities of the system feed into its instabilities. These problems will interact with others in the immediate future, particularly with the implications of rising public sector debts in all major industrial countries.

There are essentially two possible reform paths. The first and, in a sense, inertial solution would be to let the system evolve into a multicurrency arrangement. The second and better path would be to fulfill the aspiration of transforming the Special Drawing Right (SDR) into the dominant global reserve asset, as well as the instrument for funding IMF emergency financing during crisis. This reform can be complemented with other features: enhancing the use of SDRs, launching a substitution account, and creating regional reserve pools. And, of course, it has to be matched by a more ambitious reform of IMF quotas and governance. The renewed interest in this instrument of international cooperation shown by the G-20 in 2009 makes this reform agenda a viable one.

There are, of course, other alternatives. A new institution, either Keynes’ International Clearing Union or a Global Reserve Bank, could be launched,³ but negotiating the creation of a new global institution would be quite a difficult task. A minority has also suggested that we should return to placing gold at the center of the system. But going back to this “barbarous relic”, in Keynes’ terminology, would be swimming against the tide of history.

² I prefer this term to “deflationary”, that is generally used in debates on this issue, as this pressure is more likely to be reflected today in world economic activity than in price deflation.

³ This is what is implicit in Stiglitz (2006, ch. 9).



In the next section, I will take a closer look at the problems of the system, which must be taken into account in any meaningful reform. After a brief analysis of the multicurrency alternative, I will move into analyzing what features a SDR-based system should have and the complementary reforms that could be undertaken. The paper ends with a short section of conclusions.

II. The flaws of the current system

The essential flaws of the system can be understood in terms of three issues that were raised sequentially in policy debate since Second World War.⁴ The first is that emphasized by Keynes (1942-43) during the debates that led to the creation of the Bretton Woods institutions: the fact that any international monetary system that places the burden of adjustment to payments imbalances on deficit nations generates global recessionary effects. It can therefore be called the anti-Keynesian bias. This feature is not specific of the current international system, as it has characterized all systems that we have known through history. Actually, as we will see below, the present system may actually exhibit inflationary features during some phases of the business cycle. So, the anti-Keynesian bias is a major issue during crises, when the threat of capital flight and/or the lack of adequate financing forces deficit nations to adjust, while surplus nations do not face a similar pressure. This problem has certainly been present during the current crisis, as reflected, for example, in the different pace of adjustment of surplus (Germany) vs. deficit members (Greece, Ireland, Spain) of the European Union.

This problem is enhanced by the fact that any individual country has an incentive to “beggar thy neighbor” during crisis, to use old terminology-i.e., to try to improve its current account to help boost domestic economic activity. This problem is also present in the current conjuncture. For example, if we are to believe IMF (2009) projections, the accumulated current account surpluses of the world economy would increase by almost one trillion dollars between 2009 and 2012. This is, of course, impossible, as surpluses and deficits must add up in the world economy. It is simply a sign of the recessionary force hanging over the world economy-i.e., of weak global demand.

The second problem of the system is derived from the use of a national currency as the major global currency. It has been called the Triffin dilemma, in honor of the Belgian economist who formulated it in the 1960s (Triffin, 1961 and 1968). The source of the

⁴ A fuller discussion of these issues can be found in two previous papers (Ocampo, 2010a and 2010b).



problem is that the provision of international liquidity becomes hostage to the balance of payments of the country issuing the dominant currency, which is an “erratic” or “capricious” system of providing global liquidity, to use adjectives common in the debates of the 1960s. The nature of the problem has, of course, significantly changed since then. The threat that the depletion of U.S. gold reserves would force this country to adopt contractionary policies that would then lead to an inadequate provision of world liquidity is clearly not present now. Rather, during boom periods, there are now no significant limits to the creation of global liquidity through deficits of the country issuing the dominant currency, thus creating an inflationary bias, a problem that was clearly perceived during the 2003-07 boom. More generally, however, the world economy becomes subject to cycles of confidence in the major reserve currency, a phenomenon reflected in the large swings in real value of the dollar over the past four decades and the even more intense variations in the U.S. current account balance. As U.S. authorities have been unwilling so far to take any action to smooth out these fluctuations, a major result has been that the dominant global currency lacks what should be the essence of the reserve asset at the center of the system: a stable value.

The third flaw is the *growing inequity* bias that characterizes the system. Since developing countries foreign exchange reserves are invested in assets issued by industrial countries, and particularly by the U.S. government, reserve accumulation by these countries is nothing else than lending to rich countries at low interest rates. This problem has considerably worsened by the strong pro-cyclical pattern of capital flows to developing countries that has been a distinguishing feature of financial globalization in recent decades. In the face of balance of payments and domestic financial crises generated by large reversals of capital flows during crises, developing countries reacted building up a strong war chest of foreign exchange reserves since the 1990s and, particularly, since the Asian crisis. Indeed, up to the 1980s, developing countries held reserves equivalent to about 3% of GDP, a similar level to that of industrial countries; by 2007, low income and middle income countries (excluding China) held foreign exchange reserves equivalent to 20.6% and 16.2% of their GDP, respectively, and China had accumulated reserves equivalent to 46.7% of its GDP (Ocampo, 2010a).

This “self-insurance” or “self-protection” policy involves not only accumulating reserves to face an eventual “sudden stop” in external financing but also absorbing through reserve accumulation large part of what countries consider excess capital inflows. A basic rationale for this policy is avoiding large current account deficits during years of booming capital inflows, as past crises indicate that such deficits are a strong predictor of strong recessions during the downswing of the capital account cycle -a prediction that was confirmed, once again, during the recent global financial crisis. In turn, this involves avoiding what countries consider an excessive appreciation of their exchange rate and indeed a perceived exchange rate misalignment is the trigger of most interventions in

foreign exchange markets, and thus the way countries identify an “excess” capital inflow. So, in a broad sense, self-insurance is nothing else than a prudential or counter-cyclical macroeconomic policy aimed at moderating the domestic effects of procyclical capital flows. A similar policy leads countries facing terms of trade booms to absorb part of the windfall gains through the accumulation of foreign exchange reserves or of windfall fiscal revenues in sovereign wealth funds, a policy response that has always been considered part of adequate macroeconomic management.

Self-insurance has a strong rationality for individual countries, and indeed it helped many developing countries withstand the recent global financial turmoil much better than previous crises. However, there is a major “fallacy of composition” in this reaction: if most and, particularly, major developing countries do this, they contribute to the generation of global imbalances. So, in a world characterized by global financial *volatility*, this inequity of the system contributes to its instability. I have called this problem the *inequity instability link*.

A global reform agenda should design a system that helps correct these flaws. None of the foreseeable systems is likely to do so in a full way, but a properly designed SDR-based global reserve system goes a long way in that direction.

III. Advantages and flaws of a multicurrency system

As already noted, although the multicurrency features are already present in the current system, they are still secondary, as the U.S. dollar continues to play the dominant role. Whether the alternative multicurrency system would become a reality is, of course, a major question today, as the recent crisis has clearly shown that there is no alternative in the world to the market for U.S. Treasury securities in terms of liquidity and depth. In contrast, the lack of a true eurobond market and the sense that the euro is backed by a heterogeneous group of countries of unequal strength has made this regional currency a poor substitute for the U.S. dollar.

The basic advantage of a multicurrency arrangement is that it would allow all reserve holders to diversify the composition of their foreign exchange reserve assets, and thus to counteract the instability that characterizes all individual currencies under the current system. But, aside from this, none of the other deficiencies of the system would be addressed. In particular, the benefits from the reserve currency status would still be captured by industrial countries, so the system would continue to be inequitable, there would be no reduction in the anti-Keynesian bias, nor would there be any reduction in developing countries’ demand for self-insurance.

Paradoxically, exchange rate flexibility among alternative reserve currencies would be both an advantage and a potential cost of such a system. Not being subject to fixed exchange rate parities would indeed be an advantage, as this characteristic doomed both bimetallism in the nineteenth century and the fixed gold-dollar parity of the original Bretton Woods arrangement. However, if central banks around the world actively substitute among currencies to enjoy the benefits of diversification, this could increase exchange rate volatility among major reserve currencies. Reestablishing fixed parities among these currencies could become necessary, but this would be a herculean task under the current world of free capital movements and it would eliminate, at the end, the flexibility of the system, which is one of its virtues.

IV. An SDR-based Global Reserve System

The alternative reform route would be to design an architecture based on a truly global reserve asset, particularly by fulfilling the objective that was included in the IMF Articles of Agreement of “making the special drawing right the principle reserve asset in the international monetary system” (Article VIII, Section 7 and Article XXII).

Although U.S. current account adjustments may reduce in the immediate future the net supply of dollar assets to the rest of the world, the major problems today are probably not associated with the inadequate provision of international liquidity, the problem that was at the center of post-war debates. But the world still needs a less “erratic” and “capricious” system for providing global reserves, particularly one that is not hostage to the balance of payments and macroeconomic policies of the U.S. This, plus the stability of the major reserve currency, is precisely what the Chinese central bank governor called for: “an international reserve currency should first be anchored to a stable benchmark and issued according to a clear set of rules, therefore to ensure orderly supply; second, its supply should be flexible enough to allow timely adjustment according to the changing demand; third, such adjustments should be disconnected from economic conditions and sovereign interests of any single country” (Zhou, 2009).

SDR allocations could follow either of the two different approaches that have been suggested over the years. The best would be issuing them in a counter-cyclical way (United Nations, 1999; Camdessus, 2000; Ocampo, 2002). The second approach would be regular allocations, reflecting the additional global demand for reserves. The United Nations Commission proposed allocations equivalent to USD150 to USD300 billion a year (United Nations, 2009, ch. 5), and there seems to be agreement that



this is an appropriate range. The two approaches can be made complementary, for example by making regular allocations but withholding them during booms until the world economy goes into a downturn, following preset criteria.

By itself, a simple reform such as this would make a major contribution to correcting some of the flaws of the current system. It would certainly help create a more orderly international monetary system, would partly correct the Triffin dilemma and the inequities of the system and, if the alternative of counter-cyclical issuance of SDRs is chosen, would contribute to counteract the anti-Keynesian bias. Nonetheless, some of these benefits could be enhanced if the system includes additional features that would increase the use of SDRs in the international system, utilize them as the essential-and even the only mechanism for IMF financing, and adopts allocation rules for the issuance of SDRs that take into account the very diverse demand for international reserves by developing vs. industrial countries. I turn to each of these issues next.

SDRs can continue being essentially a reserve asset, as initially conceived. However, as the supply of this global reserve asset increases, some rules may have to be established to guarantee an adequate demand for it, such as the commitment of all countries to maintain an increasing proportion of their foreign exchange reserves in SDRs when they are not borrowing from the IMF or intervening to counteract depreciation pressures of their currencies. Penalties can be established to ensure these rules, for example by reducing the allocation to countries that do not meet them.

An alternative route, which has been that suggested by several authors through the years (see, for example, Kenen, 1983), would be to allow the use of SDRs in private transactions, thus turning it into a true global monetary instrument. One simple reform could be allowing deposits by financial institutions in central banks (either reserve requirements or excess reserves) to be held in SDRs. It is possible that the capacity of the SDR to transform itself into the major world reserve asset would depend on the broader use of SDRs. However, this would make the transition more costly for the U.S. and it is therefore likely to face greater resistance in this country. So, in the short-term it may be useful to concentrate on reforming the global reserve system, which means that the U.S. dollar would continue being the major international means of payment, a function that by itself would generate a demand for U.S. dollar denominated assets.

Concentrating issuance during crises would help circumvent the recessionary pressures that the world economy faces during crises due to the asymmetric pressure on deficit vs. surplus countries to adjust. But the SDRs received by most deficit countries are unlikely to meet the demand for funds they face during crises. So, reducing the anti-Keynesian bias would be enhanced by improving the “collective insurance” that the IMF provides. This

should actually be matched by moving to entirely SDR-funded IMF lending, which would reduce the deficiencies associated to the two traditional ways of providing resources to the IMF: quotas and “arrangements to borrow”. The latter was the route chosen by the G-20 to finance the IMF during the recent crisis, including now the novel mechanism of SDRdenominated notes subscribed by major emerging economies (see below). Quotas imply that the IMF is forced to manage a multiplicity of currencies, most of which cannot be used to fund IMF programs. Arrangements to borrow give additional power to countries providing funds, which undermines the true multilateral character of the institution.

There are two alternative ways to devise a fully SDR-funded IMF lending. One way would be that suggested by the IMF economist Jacques Polak three decades ago: IMF lending during crises would create new SDRs (similar to the way lending by central banks creates domestic money), but such SDRs would be automatically destroyed once such loans are paid for (Polak, 1979). This would be an entirely counter-cyclical financing mechanism, complementary to the counter-cyclical issuance of SDRs as reserve assets. The other would be to treat the SDRs not used by countries as deposits in (or lending to) the IMF that could then be used by the institution to lend to countries in need (Ocampo, 2010a). Either of these proposals would involve eliminating the division between what are called the General Resources and the SDR accounts (Polak, 2005, part II).

For any of these solutions to work, it is, of course, essential that the size of IMF credit lines, their conditionality and the stigma associated with borrowing from this institution be overcome, to both reduce both the asymmetric pressure that the deficit countries face during crises, as well as the demand need for developing countries to accumulate large amounts of reserves as self-protection. Important steps in this direction were taken in March 2009 with the creation of the Flexible Credit Line (FCL) for crisis prevention purposes, doubling other credit lines, improving the use of stand-by agreements as a preventive tool (the so called “high-access precautionary arrangements”) and eliminating the ties between structural conditionalities and loan disbursements. However, more seems to be required. In particular, the limited demand for the FCL may in fact indicate that the three countries that soon demanded it did so more as a matter of good will (perhaps under friendly suggestion by some industrial countries) than of true willingness to use it. A more ambitious reform would be to adopt at least one part of Keynes’ original plan for a post-war arrangement: the creation of an overdraft (drawing) facility that can be used unconditionally by all IMF members up to a certain limit and for a pre-established time period.



Such a facility would contribute to making the system more symmetric between surplus and deficit countries, so as to overcome the anti-Keynesian bias. Some rules for SDR allocation could also contribute to this purpose, particularly penalizing countries with large surpluses and/or excessive reserves by suspending their right to receive SDR allocations.⁵ Of course, the definition of “excessive reserves” would have to take into account the exceptional demand for reserves by developing countries.

This exceptional demand must be taken into account if the reform is going to limit the inequities of the current system as well as the inequity-instability link associated with self-insurance, but also if the reform adopted is going to satisfy the growing demand for reserves. Indeed, one of the implications of the growing divergence in the demand for reserves by industrial vs. developing countries is that at most 40% of SDR allocations according to IMF quotas go to countries that have a high demand for reserves; the rest, which is the share received by industrial countries, go to countries with low demand for reserves.

What this implies is that an ambitious reform that really aims at matching the creation of SDRs with the demand for reserves would have to include a “development link” in SDR allocations. The best solution would be to include the demand for reserves as one of the basic criteria in SDR allocations. A simple solution is that suggested by Williamson (2010): allocating a certain proportion to developing countries (say around 80%), and then assigning the shares of the allocation among developing and industrial countries, respectively, according to IMF quotas. More complex formulae could include income per capita (lower issues for countries with a higher income per capita), the instability of trade and capital flows and the existing level of reserves relative to the estimated demand.

An alternative to an asymmetric allocation rule is the development link suggested by the United Nations Commission (United Nations, 2009, ch. 5), following a variant of proposals made by the group of experts convened by UNCTAD in the 1960s (UNCTAD, 1965). According to this rule, the IMF would be allowed to buy bonds from Multilateral Development Banks (MDBs) with the SDRs not utilized by member states. These funds would then finance developing countries’ demands for long-term financial resources. This proposal has the additional advantage that there is no stigma associated to borrowing from MDBs and there is, therefore, a broader group of developing countries that are willing to borrow from the MDBs than from the IMF. Still another alternative would be to use the SDRs allocated to industrial countries to finance additional aid for the poorest countries and

⁵ The discussions of the early 1970s could be illustrative in this regard. The US backed at the time a “reserve indicator” system, under which each IMF member would have been assigned a target level of reserves and forced to adjust to keep reserves around that target.

the provision of global public goods. But, although this proposal has many virtues, it does not contribute to solving the problem of how to match the supply and the demand for reserves. It is also strictly a fiscal transaction that would probably require approval by national parliaments on every occasion.

Of course, whatever system is introduced must continue solving the problem of the redistribution of IMF quotas which, despite recent marginal improvements, do not reflect the realities of the world economy today. In a fully SDR-based IMF, “quotas” would of course have entirely different connotations, as they would not involve actual contribution of resources, but would still help determine the shares of countries in SDR allocations, their borrowing limits and, together with basic votes, their voting power.

V. Complementary Reforms

As pointed out by Bergsten (2007) even before the crisis, time has also come for the idea launched in the debates of the late 1970s of creating an IMF “substitution account”, which would allow countries to transform their dollar reserves into SDR-based assets issued by the Fund. This instrument would provide stability to the current system and would be an essential transition mechanism of an ambitious reform effort (Kenen, 2010b). The July 1st 2009 IMF decision to issue SDR-denominated notes to some emerging economies (now Brazil, China, India and Russia) could be considered a step in that direction. An essential issue is how to distribute the potential costs of this mechanism, the problem that blocked its adoption three decades ago. However, these costs are not necessarily very high. Simulations by Kenen (2010a) based on historical data for 1995-2008 indicate that those costs would have been small during that period.

Regional monetary arrangements could also play a useful complementary role. Indeed, as I have argued before (Ocampo, 2002), the IMF of the future should be conceived as the apex of a network of regional reserve funds. A system such as this would be closer in design to that of the MDBs, where the World Bank coexists with several regional development banks and, in some parts of the world, with several sub-regional institutions. It would also be closer in design to the European Central Bank and the Federal Reserve System. By providing complementary forms of collective insurance and fora for macroeconomic policy dialogue among regional partners, regional arrangements would help increase the stability of the global monetary system. Such arrangements would also give stronger voice and ownership to smaller countries, and are more likely to respond to their specific demands (Ocampo, 2006). The UN Commission has even suggested that it would be possible to build the new global reserve system bottom-up, through agreements among regional arrangements (United Nations, 2009, ch. 5).

Regional arrangements can take different forms-payments agreements, swap lines, reserve pools, common central banks-and exhibit different degrees of multilateralization.

A small but very successful institution of its kind has been the Latin American Reserve Fund (FLAR, according to its Spanish acronym), made up of the Andean countries, Costa Rica and Uruguay. The Chiang Mai Initiative is the most ambitious of all, and made a significant step towards full multilateralization in December 2009. Although there has been skepticism that contagion may make these instruments relatively useless, the experience of FLAR indicates that members of a regional fund are sufficiently heterogeneous to guarantee that their demand for liquidity does not exactly coincide in time, reflecting the fact that there is no perfect correlation among the macroeconomic variables of major Latin American countries, including FLAR members (Machinea and Titelman, 2007; Ocampo, 2006). They can also help serve as a collective line of defense against attack on any of its individual members. So, these institutions can have important stabilizing properties.

VI. Conclusions

The most desirable and viable reform involves moving to a fully SDR-based IMF with a clear counter-cyclical focus. This would include counter-cyclical allocations of SDRs and counter-cyclical IMF financing, made entirely in SDRs, that provides in the latter case both unconditional (the overdraft facility) as well as conditional lending to countries facing balance of payments crises. It would also involve designing criteria for SDR allocations that take into account the very different demand for reserves by industrial vs. developing countries, as a way to correct both the inequities of the system and the strong demand by developing countries for self-insurance. Complementary reforms would include a substitution account, which would allow IMF members to substitute foreign exchange by Fund-issued SDR-denominated assets, and by encouraging strong regional monetary arrangements.

Any reform would also imply deepening IMF governance reforms.

Although a reform along these lines is viable, it is necessary that it should also be politically attractive (Helleiner, 2010). Attractiveness for the U.S. is key. This is enhanced today by the fact that the U.S. may find current account deficits highly undesirable and that would like to maintain full macroeconomic policy autonomy to manage its current difficulties. This also means that ideas that are attractive to the U.S. should be clearly on the agenda, such as keeping SDRs largely as a reserve asset, and thus maintaining a significant role of the U.S. dollar as an international means of payment and reserve currency. Mechanisms such as the substitution account that would help manage in an orderly way shifts by world central banks away from dollar reserves would also be essential. Also, although moving to a fully SDR-based IMF may be attractive to most if not all of

its members, and its counter-cyclical functions have actually been subject to a strong emphasis in recent debates, including in the special SDR allocation of 2009, other features may be more difficult to negotiate. This is particularly true of a special formula for SDR allocation that takes into account the diverging demands from industrial vs. developing countries. For this reason, alternative development links, such as allowing the IMF to buy bonds from the MDBs, should be on the agenda.

References

Bergsten, C. Fred (2007), "How to Solve the Problem of the Dollar", *Financial Times*, December 11. Available at:

<http://www.iie.com/publications/opeds/oped.cfm?ResearchID=854>

Camdessus, Michel (2000). An agenda for the IMF at the start of the 21st century. Remarks at the Council on Foreign Relations, February, New York.

Dooley, Michael P., David Folkerts-Landau and Peter Garber (2003), "An essay on the revived Bretton Woods system", NBER Working Paper No. 9971, September.

Helleiner, Eric (2010), "The New Politics of Global Reserve Currency Reform", *Journal of Globalization and Development*, this issue.

IMF (International Monetary Fund) (2009), *World Economic Outlook*, October.

Kenen, Peter (1983), "Use of SDR to supplement or substitute for other means of finance", in George M. von Furstenberg (ed.). *International Money and Credit: The Policy Roles*, International Monetary Fund, Washington, DC, ch. 7.

____ (2010a), "Reforming the Global Reserve Regime: The Role of a Substitution Account," *International Finance*, Vol. 13, No. 1.

____ (2010b), "An SDR-based Reserve System", *Journal of Globalization and Development*, this issue.

Keynes, John M. (1942-43). The Keynes plan. Reproduced in J. Keith Horsefield (ed.). *The International Monetary Fund 1945-1965: Twenty Years of International Monetary Cooperation*. Vol. III: Documents. International Monetary Fund, Washington, D.C., 1969, pp. 3-36.

Machinea, José Luis and Daniel Titelman (2007), "Less Volatile Growth? The Role of Regional Financial Institutions", *CEPAL Review*, No. 91, April.

Ocampo, José Antonio (2002), "Recasting the international financial agenda", in John Eatwell and Lance Taylor (eds). *International Capital Markets: Systems in Transition*. Oxford University Press, New York.

____ (2006), "Regional financial cooperation: Experiences and challenges", in José Antonio Ocampo (ed.). Regional Financial Cooperation. Brookings Institution and ECLAC, Washington D.C., chapter 1.

____ (2007/08), "The instability and inequities of the global reserve system", International Journal of Political Economy, 36 (4), Winter.

____ (2010a), "Reforming the global reserve system", in Stephany Griffith-Jones, José Antonio Ocampo and Joseph E. Stiglitz (eds). Time for a Visible Hand: Lessons from the 2008 World Financial Crisis, Oxford University Press, New York, chapter 16.

____ (2010b), "Why Should the Global Reserve System Be Reformed?", Briefing Paper 1, Friedrich Ebert Stiftung, January.

____, **Jan Kregel and Stephany Griffith-Jones** (2007), International Finance and Development. Zed Books, London.

Polak, Jacques J. (1979), "Thoughts on an International Monetary Fund based fully on SDR", Pamphlet Series No. 28, International Monetary Fund, Washington, DC.

____ (2005), Economic Theory and Financial Policy: Selected Essays of Jacques J. Polak 1994-2004, edited by James M. Boughton, M. E. Sharpe, Armonk, NY.

Stiglitz, Joseph E. (2006), Making Globalization Work, W.W. Norton, New York.

Triffin, Robert (1961), Gold and the Dollar Crisis (revised edition), Yale University Press, New Haven.

____ (1968), Our International Monetary System: Yesterday, Today and Tomorrow, Random House, New York.

UNCTAD (United Nations Conference on Trade and Development) (1965), International Monetary Issues and the Developing Countries: Report of the Group of Experts, United Nations, New York.

United Nations (1999), Towards a new international financial architecture: Report of the Task Force of the Executive Committee on Economic and Social Affairs of the United Nations. Available at: <http://www.un.org/esa/coordination/ecesa/ecesa-1.pdf>

____ (2005), World Economic Situation and Prospects 2005, United Nations, New York.

____ (2009), Report of the Commission of Experts convened of the President of the UN General Assembly on Reforms of the International Monetary and Financial System (Stiglitz Commission), United Nations, New York, September. Available at: http://www.un.org/ga/econcrisissummit/docs/FinalReport_CoE.pdf

Williamson, John (2010), "The Future of the Reserve System", Journal of Globalization and Development, this issue.

Zhou Xiaochuan (2009), "Reform the international monetary system", People's Bank of China, Beijing. <http://www.pbc.gov.cn/english/detail.asp?col=6500&ID=178>



El papel de la banca de desarrollo en el ámbito regional

POR L. ENRIQUE GARCÍA*

I. Introducción

El análisis del papel de la banca de desarrollo en el ámbito regional debe tener como punto de partida los fundamentos para la creación de este tipo de instituciones, las cuales muchas veces son cuestionadas bajo el supuesto de que en economías avanzadas el mercado por sí mismo puede resolver los problemas de asignación de recursos.

Sin embargo, la realidad demuestra que existen fallas de mercado que se traducen en una insuficiencia de recursos de mediano y largo plazo, dificultades de acceso al financiamiento y, principalmente, una significativa brecha entre ahorro e inversión que requieren ser resueltas por actores públicos a nivel internacional.

A continuación se presentará desde un punto de vista teórico la utilidad de la banca multilateral, para luego analizar la trayectoria de una institución regional como CAF y el papel que ésta desempeña para promover el desarrollo sostenible y la integración de América Latina.

I. El valor agregado de la banca multilateral

Los bancos de desarrollo de carácter multilateral deben poseer una capacidad de captación de recursos financieros a nivel global y de canalización de éstos hacia sus países beneficiarios, así como una capacidad técnica e intelectual para promover en dichos países agendas de desarrollo de carácter integral. Allí reside la clave del apoyo con valor agregado que pueden brindar.

Para ello, deben tener una concepción integral del desarrollo, que comprenda sus aspectos políticos, económicos y sociales, complementada con el necesario reconocimiento de las diversas realidades nacionales y diferencias ideológicas inherentes al ejercicio de la democracia. De hecho, los bancos multilaterales se enfrentan a una exigencia de pragmatismo a fin de evitar la aplicación de una fórmula única, convertida en una suerte de dogma, a todos los casos.

* Presidente Ejecutivo de CAF.

Adicionalmente, se debe destacar el papel contracíclico que desempeñan estas instituciones en momentos de crisis (“sacar el paraguas cuando llueve”), y su acción catalítica como facilitadores para que otros actores con aversión al riesgo estén dispuestos a invertir recursos en una región, país o sector determinado. Ello requiere una capacidad de innovación en productos y servicios, para brindar aquellos que los actores del mercado no pueden proveer, y de adaptación a situaciones cambiantes.

A manera de ejemplo, cabe recordar que en la década de los ochenta, en el marco de la crisis de la deuda, los bancos de desarrollo debían financiar el comercio internacional para cubrir un espacio dejado por la banca comercial en América Latina. Por el contrario, en momentos en que la situación macroeconómica de los países es excelente, no se requieren abundantes recursos de los bancos de desarrollo para financiar el sector público, pero se valoran otros instrumentos de carácter catalítico, como las garantías parciales que permiten la captación de recursos de diversas partes del mundo.

En definitiva, se pueden identificar “cuatro C” que representan las características óptimas para la banca de desarrollo multilateral: desempeñar 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.

II. Exigencias para un banco regional con identidad propia

En lo que concierne a CAF como institución de desarrollo regional, se pueden destacar algunos elementos que la diferencian de otras entidades multilaterales. El primero se refiere a la membrecía y la identidad. CAF es una institución que tomó la decisión de mantener su identidad regional, lo cual implica no tener donantes y recipientes, sino que todos los miembros se encuentran en exactamente la misma posición. El segundo atañe a su convenio constitutivo, que por su sencillez y flexibilidad ha permitido a la institución, a través del tiempo, ajustarse a situaciones cambiantes.

Así, aunque nació en el marco del proceso andino de integración, en la década de los noventa CAF decidió abrir su capital accionario a otros países de América Latina y el Caribe. Este fue un hecho trascendental que permitió ampliar tanto la base operativa de la institución como su dimensión integracionista.

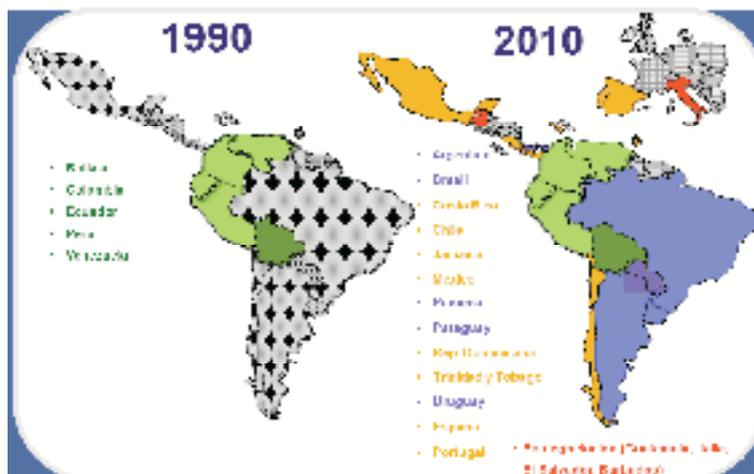
Actualmente CAF cuenta entre sus accionistas con 18 países - Argentina, Bolivia, Brasil, Colombia, Chile, Costa Rica, Ecuador, España, Jamaica, México, Panamá, Paraguay, Perú, Portugal, República Dominicana, Trinidad y Tobago, Uruguay y Venezuela - y con 14 bancos privados de la región.

Además, una modificación al Convenio Constitutivo entrada en vigencia en 2008 permitió la adhesión de nuevos países de América Latina y el Caribe como miembros plenos, condición adquirida por Argentina, Brasil, Panamá, Paraguay y Uruguay, que los sitúa en igualdad con los fundadores andinos (Figura 1).

Por su parte, el tema de la identidad institucional genera exigencias específicas como el requisito de claridad sobre la misión y los objetivos que se persiguen para responder a las necesidades de los países en materia de desarrollo. Los organismos multilaterales de carácter regional pueden desempeñar un papel relevante en la medida que construyan sobre bases que combinen una visión geopolítica clara con un enfoque tecnocrático riguroso que hace recaer la responsabilidad exclusivamente sobre sus miembros.

En el aspecto funcional, la exigencia básica es contar con el capital para cumplir con sus objetivos. A diferencia de los organismos que cuentan entre sus accionistas principales a los países de la OCDE, en instituciones como CAF, en los que la mayoría de países accionistas no son miembros de la OCDE, lo importante no es el capital de garantía sino el capital pagado, dado que este brinda la viabilidad para lograr el acceso a los mercados internacionales de capital.

FIGURA 1_ CONSOLIDACIÓN DE LA DIMENSIÓN LATINOAMERICANA DEL CAF





CAF inició sus operaciones en 1970 con un capital autorizado de USD 100 millones y un capital suscrito de USD 25 millones. Hoy el capital autorizado asciende a USD 10.000 millones, y el capital pagado más las reservas derivadas de las utilidades retenidas (patrimonio neto) alcanza más de USD 5.600 millones. Asimismo, los activos de la Institución pasaron de USD 160 millones en sus inicios a USD 16.000 millones en la actualidad. Los recientes aumentos de capital suscritos por los países, que alcanzan USD 4.000 millones permitirán más que duplicar el capital y las operaciones de la Institución en los próximos 5 años.

Esta solidez ha convertido a CAF en la principal fuente de financiamiento global para la subregión andina y la principal fuente de recursos para infraestructura de América Latina. En los últimos cinco años, la Institución ha proporcionado el 56% de un total de USD 41.000 millones otorgados por todos los organismos multilaterales a los países andinos.

Todo ello requirió obtener el reconocimiento de los mercados internacionales de capital, para lo cual las agencias de calificación de riesgo desempeñan un papel clave. Es indispensable que las instituciones financieras alcancen calificaciones de riesgo de grado de inversión y que estas sean mejores que las asignadas a los países, a fin de poder ofrecerles recursos financieros en mejores condiciones que las que ellos obtendrían si acudieran directamente a los mercados internacionales.

Hasta la década de los noventa, CAF operaba principalmente con el capital aportado por sus países miembros y con recursos externos, generalmente de corto plazo. Sin embargo, a partir de 1992 se puso en marcha la estrategia financiera dirigida 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.

En la actualidad, cerca del 90% de los recursos se obtienen de fuentes extra regionales, principalmente en los mercados internacionales de capital, así como de la banca internacional, de agencias gubernamentales y de mecanismos de financiamiento de exportación. La solidez financiera demostrada a lo largo de los años, basada en el apoyo de sus accionistas, la prudencia en el manejo de sus políticas de crédito y su independencia, han permitido posicionar a CAF como el emisor frecuente latinoamericano con las más altas calificaciones de riesgo.

Cabe recalcar que, en el caso de entidades como CAF, todos los miembros deben cuidar los recursos dado que si se gastan no habrá quién los reemplace. Ello crea un genuino sentido de responsabilidad compartida entre los países, derivando en un alto

nivel de compromiso con el éxito de la institución. Es así como se convierte una aparente debilidad en una fortaleza, al generar un sentido de lealtad mutua. De hecho, durante los 40 años de vida de CAF, ningún país ha entrado en mora con la Institución. Históricamente las moras registradas han sido muy pequeñas, nunca han pasado del 1% y han provenido del sector privado.

III. La formulación de un diagnóstico y de una agenda para el desarrollo integral

Los bancos de desarrollo tienen la obligación de enfocarse en el largo plazo, con el propósito de apoyar a los países a abordar las limitaciones estructurales que pesan sobre su desarrollo. Aquellos de carácter regional deben priorizar la identificación de los problemas comunes a sus países miembros a fin de plantear soluciones equilibradas y armónicas que permitan generar las condiciones para un desarrollo integral. CAF dedica un considerable esfuerzo a actualizar en forma permanente su diagnóstico de los desafíos de la región y proponer una agenda para la acción.

América Latina ha salido prácticamente ilesa de la crisis, con un crecimiento promedio estimado de 6% para 2010, pero ello no da cabida para ser complaciente debido a la complejidad de los factores estructurales que debe superar. En primer lugar, las exportaciones de la mayoría de países latinoamericanos permanecen altamente concentradas y basadas en productos primarios, patrón que se ha exacerbado con el auge reciente de los mercados de materias primas. A pesar de que se registra una tendencia hacia la diversificación, las exportaciones de la región continúan concentradas y, por lo tanto, más vulnerables a cambios en las condiciones externas que las de otras regiones.

En segundo lugar, el crecimiento económico de los últimos años no se sustentó en incrementos sostenidos en los niveles de inversión; más bien se amplió la brecha que separa a América Latina de otras economías emergentes en este ámbito. La capacidad de ahorro de la región alcanza, en promedio, 20% del PIB, nivel insuficiente para crecer a tasas de 6 ó 7% anual, las cuales requieren que la inversión se sitúe por encima del 27% del PIB. Se necesitaría incrementar la tasa de inversión doméstica en al menos 5% anual para duplicar el nivel de ingresos per cápita de América Latina en los próximos veinte años, lo cual demanda la movilización tanto del ahorro doméstico como externo.

En tercer lugar, los índices de competitividad y productividad tampoco favorecen a la mayoría de países latinoamericanos. De acuerdo con las mediciones del Foro Económico Mundial, los países de América Latina y el Caribe por lo general se encuentran en posiciones

relegadas. En ese contexto, los desafíos claves están vinculados con el mejoramiento de la calidad de la infraestructura, la educación superior y la capacitación, así como con los avances en ciencia, tecnología e innovación y en desarrollo institucional.

De hecho, la región presenta una infraestructura insuficiente, así como problemas logísticos, de costos de transporte e ineficiencia portuaria y aduanera; deficiencias educativas importantes tanto en la cantidad como en la calidad de los servicios ofrecidos; falta de aprovechamiento de las oportunidades de transferencia tecnológica a través del comercio, de la inversión extranjera directa y de la adquisición de licencias de conocimiento; y una persistente debilidad institucional en aspectos como el funcionamiento del sistema judicial y el Estado de derecho.

Por último, es igualmente importante mencionar el desafío de encarar las deficiencias en materia social y ambiental. En la región persisten elevados niveles de pobreza y la distribución del ingreso es la más desigual del mundo. A pesar de los avances recientes, más de un tercio de la población latinoamericana vive aún en condiciones de pobreza. Este imperativo de inclusión social se debe alcanzar, en la era del cambio climático, a través de un crecimiento sostenible, que proteja la biodiversidad y contribuya a la preservación del planeta.

Frente al diagnóstico formulado, una tarea primordial para toda institución regional es el diseño de una agenda de desarrollo dentro de cuyo marco se alineen sus acciones. En tal sentido, la agenda para el desarrollo integral planteada por CAF apunta al logro de un crecimiento alto, sostenido, sostenible y de calidad: alto para corregir la brecha de desarrollo con respecto a países de altos ingresos; sostenido para evitar la volatilidad y garantizar la continuidad del progreso económico y del bienestar social; sostenible para asegurar la viabilidad intergeneracional del capital natural, respetar la diversidad cultural y sustentar la gobernabilidad democrática; y de calidad, para que el crecimiento sea inclusivo, de tal manera que reduzca la inequidad y la pobreza en la región.

Para lograr estos objetivos, el crecimiento debe reducir su dependencia de las cambiantes condiciones del entorno económico internacional, y sustentarse en una transformación de las economías que mejore su productividad, agregue valor a las ventajas comparativas nacionales y aumente la inversión en todas las formas de capital: humano, social, natural, físico, productivo y financiero (Figura 2).

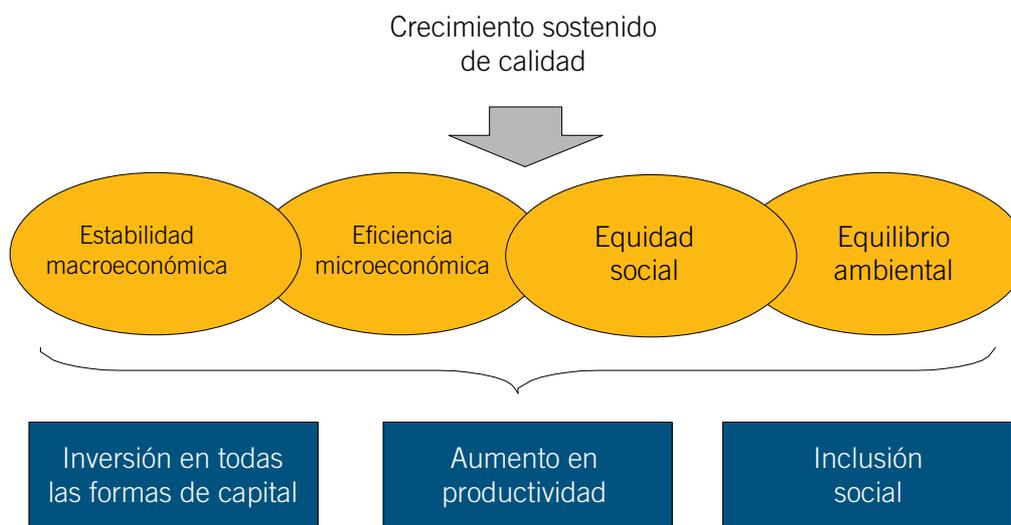
Sobre la base de esta visión integral del proceso de desarrollo, la ampliación del alcance de las operaciones de CAF - que se ha expandido más allá de las actividades relacionadas con la integración y el crecimiento económico para incidir sobre temas como la competitividad y el emprendimiento, el fortalecimiento de los sistemas financieros, el

desarrollo social y ambiental, la modernización estatal, la democracia, la gobernabilidad y la seguridad ciudadana - ha contribuido a consolidar a la Institución como una pieza clave para el desarrollo de sus países accionistas.

En definitiva, es importante reafirmar el papel fundamental que desempeña la banca de desarrollo en América Latina. La pregunta frecuente acerca de la utilidad de crear nuevos bancos regionales se responde observando las necesidades de financiamiento de la región. Con una capacidad de ahorro interno de 20% del PIB y necesidades de inversión del 27%, existe una brecha de aproximadamente USD 200 mil millones anuales de flujos de capital externo que deben ingresar a nuestros países.

Sin duda, gran parte de estos recursos debería provenir de los flujos privados y, más específicamente, de la inversión extranjera directa, pero la banca multilateral también debe contribuir a tal fin. Consecuentemente, hay espacio para la creación de otras instituciones en la medida que, a través de una actuación coherente, estas puedan facilitar la captación de ahorro externo para propósitos de desarrollo.

FIGURA 2_ VISIÓN INTEGRAL DEL PROCESO DE DESARROLLO



En cuanto a CAF, la consolidación de su dimensión latinoamericana en el marco de cuarenta años de vigencia constituye un ejemplo en ese sentido, puesto que la Institución ha fortalecido su capacidad financiera mediante un eficaz posicionamiento en los mercados internacionales de capitales, que ha potenciado su disposición para contribuir a la unidad regional a través de una agenda renovada de desarrollo sostenible.

Los países latinoamericanos tienen ante sí el trascendental desafío de lograr un desarrollo más pleno de sus ciudadanos. La arquitectura institucional de la región debe apoyar esa tarea y para ello es indispensable su gradual perfeccionamiento, como lo demuestra la evolución de CAF y el FLAR. Ese proceso debe ser ponderado no sólo por sus aspectos netamente financieros, sino desde la perspectiva del posicionamiento de América Latina en el marco de la globalización, la cual nos insta a retomar, con más vigor que nunca, los caminos de la integración.