

# Notas Fiscales

**El FLAR, una alternativa para un Fondo  
Regional de Unasur**

Gloria Alonso Masmela  
Ingrid Magali Muñetones  
Martha Lucia Villa

**No. 17, Marzo 2012**



**Ministerio de Hacienda y Crédito Público**  
**Dirección General de Política Macroeconómica**  
Centro de Estudios Fiscales

Notas Fiscales, 2012  
ISSN 2027-8365

Marzo 2012

2012, Ministerio de Hacienda y Crédito Público- Dirección General de Política Macroeconómica  
Centro de Estudios Fiscales  
Cra 8 no. 6-64  
Bogotá, D.C., Colombia  
Tel: 3811700 ext. 3361  
[indipolmacro@minhacienda.gov.co](mailto:indipolmacro@minhacienda.gov.co)  
<http://www.minhacienda.gov.co/MinHacienda/haciendapublica/CentroEstudios/publicaciones/notas>

## **El FLAR, una alternativa para un Fondo Regional de Unasur<sup>1</sup>**

Gloria Alonso Masmela  
Ingrid Magali Muñetones  
Martha Lucia Villa

### **RESUMEN EJECUTIVO**

En mandato de los Ministros de Economía y Finanzas y los Presidentes de Bancos Centrales de los países miembros de la UNASUR, el Ministerio de Hacienda y Crédito Público de Colombia decide hacer este documento que sirva para la discusión de la creación de medidas de cooperación técnica en el manejo y movilización de las reservas internacionales. El documento expone las razones por las cuales es importante tener fondos regionales que se encarguen de la administración total o parcial de las reservas internacionales en momentos de iliquidez o de problemas de balanza de pagos. Así mismo, expone los principales ejemplos de fondos regionales que administran reservas internacionales a nivel mundial, donde presentando sus características, operatividad y gobernabilidad. Particularmente, se hace una descripción del Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR) y se señalan las razones por las cuales éste juega un papel fundamental en la región y la importancia de ampliarlo y fortalecerlo. Se crean varios escenarios alternativos de posibilidades de ampliación y capitalización del FLAR y se encuentra que en cualquiera de los escenarios, las posibilidades de apalancamiento con que cuenta hoy en día el FLAR, gracias a su credibilidad y confianza por parte de los mercados internacionales, permiten que la región y cada país en particular, pueda acceder a recursos superiores en 1.5 veces a los que tendría derecho dada su cuota. Finalmente, se hace un resumen de las otras propuestas de manejo de reservas internacionales planteadas por el grupo de trabajo 1.

*Boletín No. 17*

*Códigos JEL: E42 / E52 / H87*

*Palabras Claves: Reservas Internacionales, Fondos Regionales de Reservas, Balanza de Pagos.*

### **ABSTRACT**

On behalf of the Ministers of Finance and the Presidents of the Central Banks of UNASUR Member Countries, the Colombian Ministry of Finance (Ministerio de Hacienda y Crédito Público de la República de Colombia) has drafted this document to facilitate the discussion on the establishment of technical cooperation mechanisms for the management of international reserves. The text describes the importance of counting with regional funds responsible for the total or partial management of international reserves in times of illiquidity or of problems with the balance of payments. Likewise, it presents leading examples of regional funds that manage international reserves at a worldwide level, outlining their characteristics, operational nature, and governability. In particular, there is a description of the Latin American Reserve Fund (FLAR)\*, the reasons why it plays a fundamental role in the region, and the importance of its expansion and consolidation. Alternative scenarios for the possible expansion and capitalization of the FLAR are analyzed. It is concluded that under any of those scenarios, FLAR's current leveraging possibilities, associated to the Fund's credibility and trust from the international markets, allow the region, and each country, in particular, to have access to resources higher to those corresponding to their respective quotas.

*Bulletin No. 17*

*JEL codes: E42 / E52 / H87*

*Keywords: International Reserves, Regional Reserves Funds, Balance of Payments.*

---

<sup>1</sup> Este documento fue presentado para discusión en el marco de las reuniones del Consejo Superior de Economía y Finanzas de UNASUR realizadas en de 2011 y, en su preparación contó con el apoyo del equipo Técnico del FLAR. En particular, se agradece a Carlos Giraldo por sus valiosos aportes al mismo. Algunos apartes de este documento, fueron tomados de Documentos Internos de Trabajo del Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR).

## Introducción

En un contexto de incertidumbre y de turbulencia en los mercados internacionales, los fondos regionales de reservas como el Fondo Latinoamericano de Reservas –FLAR– son importantes porque proporcionan mecanismos de protección financiera a través de la administración total o parcial de las reservas internacionales de los países en un fondo común, lo que permite brindar asistencia crediticia para problemas de liquidez o de balanza de pagos, causados por desequilibrios temporales o *sudden stops* (Moreno, 2011).

Así mismo, el FLAR presta un servicio altamente especializado a sus países miembros. Aporta un valor agregado importante para dichos países, en términos de dar apoyo financiero, a tasas de interés independientes de los niveles de riesgo individuales, para solventar problemas transitorios de sus balanzas de pagos, prevenir ataques especulativos contra sus monedas y/o sus sistemas financieros y contar con acceso oportuno a liquidez externa. Es importante recalcar acá que, como se mencionó, fondos como el FLAR, altamente especializados en la asistencia a sus miembros durante crisis de balanza de pagos, deben orientar toda su experiencia, infraestructura y sus recursos a actividades de este tipo, que garanticen la liquidez necesaria de cara a las crisis anteriormente mencionadas. No es aconsejable que destinen recursos a iniciativas de otro tipo, como por ejemplo, programas de desarrollo en sus países miembros ya que esto pondría en riesgo el cumplimiento de su fin último que es, precisamente apoyo financiero en momentos de crisis. Tampoco es recomendable que se inviertan los recursos en activos dentro de la región ya que cuando llegan las crisis el riesgo de contagio es alto, y los capitales, inclusive los de estos fondos salen masivamente de los países, exacerbando el efecto de las mismas.

El fortalecimiento del FLAR y, su extensión a otros países no miembros, beneficiaría a la región en su conjunto. Como se mostrará más adelante, esta institución cuenta con amplia experiencia en manejo de las reservas internacionales, en otorgamiento de créditos a sus países miembros y asistencia en períodos de crisis de balanza de pagos. El FLAR cuenta además con buena reputación en los mercados financieros internacionales y con buena calificación en las instituciones financieras internacionales. Todo ello se convierte en un activo valioso que es aconsejable repotenciar, y que resultaría muy costoso desechar, cuando se piensa en una institucionalidad financiera regional. Desde luego, dicho organismo requiere de una serie de reformas, que deberán ser estudiadas a partir de análisis técnicos, que lo preparen para una ampliación que le permita ejercer como instrumento de estabilización regional altamente especializado.

El país que más se beneficia del esquema del FLAR es Ecuador, puesto que es el país que más ha utilizado el mecanismo crediticio. Esto significa que obtiene, a perpetuidad, un rendimiento anual extra de 5,4% sobre su capital, que a una tasa de descuento de 2% real le significa un beneficio neto (a valor actual de 2009) de EUA\$501 millones. Bolivia, Costa Rica y Uruguay estarían integrando un segundo grupo de países con mayores beneficios (1,6% del capital pagado, cada uno) que les significa beneficios, a una tasa de descuento real de 2%, por EUA\$149 millones, EUA\$150 millones y EUA\$101 millones, respectivamente. También se encuentra un grupo de países cuyo beneficio, como porcentaje del capital pagado, es menor a 1%. Este grupo está conformado por Colombia, Perú y Venezuela, cuyos beneficios, a una tasa de descuento real de 2%, serían EUA\$58 millones, EUA\$57 millones y EUA\$87 millones, respectivamente.

Debe destacarse que, el beneficio neto es positivo, por lo tanto, vale la pena pertenecer al esquema, aún para los países “grandes” del esquema actual con poca probabilidad de recurrir a créditos del FLAR. El beneficio del FLAR para cada país depende, en este análisis, de la frecuencia y montos a los que recurre al financiamiento en el FLAR. Por lo tanto, depende del grado de volatilidad de cada economía, el cual es mayor para países con alta concentración en pocos productos exportables o importables, con términos de intercambio muy volátiles, con movimientos de capitales susceptibles a *sudden stops*, con baja o nula flexibilidad cambiaria o con políticas macroeconómicas inestables o propensos a desastres naturales, entre otros.

## Mandato de los ministros

El pasado 12 de agosto de 2011 en Buenos Aires, Argentina, los Ministros de Economía y Finanzas y los Presidentes de Bancos Centrales de los países miembros de la Unasur, instalaron el Consejo de Economía y Finanzas, aprobaron su Estatuto, su Plan de Acción y redactaron una Declaración en la que, entre otros aspectos, se acordó designar tres grupos de trabajo para desarrollar los diferentes temas de discusión.

Al Grupo de Trabajo 1, coordinado por Colombia y Ecuador, se le encomendó la tarea de desarrollar una propuesta en relación con el punto número 1 de la declaración que señala que el Consejo deberá:

“Trabajar para viabilizar medidas de cooperación técnica en lo atinente al manejo y movilización de las reservas internacionales. Se recomienda impulsar la posibilidad de expansión del Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR) y de su adaptación al nuevo contexto, para potenciarlo como instrumento de toda la región. Se contemplará también el análisis de la puesta en marcha de un fondo de reservas o de otros instrumentos que cumplan similar función.”

Por su parte, al Grupo de Trabajo 2, coordinado por Uruguay y Venezuela le correspondió trabajar en una propuesta sobre una mayor utilización de monedas locales en el comercio intrarregional incluyendo al SUCRE y al Grupo de Trabajo 3, coordinado por Brasil y Chile, una propuesta sobre la revisión del Convenio de Pagos y Créditos Recíprocos de la ALADI<sup>2</sup>.

En el Grupo de Trabajo 1, Colombia ha venido apoyando la ampliación y fortalecimiento del FLAR como una de las principales herramientas para que los países de la región hagan frente a las crisis internacionales. En la reunión de Quito, de este Grupo, el 3 y 4 de octubre pasados, el FLAR llevó a cabo dos presentaciones ante representantes de los países. Si bien en general puede existir un ambiente receptivo, se han planteado discusiones en torno a la composición del portafolio de inversiones del FLAR (dólares vs. bonos de países de la región) y, también, en torno a la importancia de flexibilizar las condiciones de acceso a sus recursos. Sin lugar a dudas, sobre algunos de dichos aspectos hay espacio para revisión por parte del Directorio del FLAR sin perjuicio de que se contrate un estudio para viabilizar algunos aspectos de su estructuración, así como las características necesarias para viabilizar su sistema de Gobernabilidad en representación de una participación más alta de la región.

La posición de Ecuador, secundada por Venezuela, es que esta discusión del fondo de reservas se lleve a cabo junto con la del Sucre y la del Convenio de Pagos de la ALADI. Esto, porque se ha diseñado el esquema del Sucre con los tres componentes: moneda para el intercambio regional, fondo de reservas y de compensación del sucre. Estos organismos cumplirían, en opinión de Ecuador, con las tres funciones que tienen las instituciones actuales como el FLAR y el Convenio de la ALADI, pero operarían con otros criterios.

Los Gobiernos de Colombia y Ecuador, que están liderando el grupo de trabajo, ponen a discusión del CSEF el presente documento, el cual en su primer capítulo expone las bondades de los fondos regionales como mecanismo de blindaje financiero para los países miembros; en un segundo capítulo, se sustenta la posición respecto a la factibilidad e importancia de ampliar la capacidad técnica del FLAR como instrumento regional para el manejo de reservas internacionales, aspecto sobre el cual no hay un acuerdo entre Ecuador y Colombia. Un tercer capítulo desarrolla otras de las propuestas planteadas en el marco de discusión del grupo de trabajo, sobre las cuales se ve la posibilidad de efectuar avances en el corto y en el mediano plazo, en particular en lo que se refiere a los convenios de pagos de la ALADI y a las posibilidades de llevar a cabo swaps de monedas entre los países de la región. El cuarto capítulo recoge y sintetiza las propuestas y planteamientos de los demás países miembros en torno al mandato que el CESF le otorgó a este grupo de trabajo. Finalmente, se presentan las conclusiones.

## **I. Mecanismos de protección financiera y el papel de los fondos regionales**

La tendencia mundial a una mayor integración e interdependencia de los mercados tanto de bienes y servicios como de los mercados de capital y sistemas financieros presenta nuevos retos para los países en términos del manejo de la alta volatilidad de estos mercados y su impacto en la estabilidad de las economías. En ese contexto, es importante contar con mecanismos de protección financiera, y una buena alternativa consiste en la constitución de fondos regionales que se encargan de la administración total o parcial de las reservas internacionales de los países en un fondo común, el cual permite brindar asistencia crediticia para problemas de liquidez o de balanza de pagos, causados por desequilibrios temporales o *sudden stops* (Moreno, 2011).

<sup>2</sup> Una alternativa la ALADI es la implementada por Brasil y Argentina que se ha denominado el “*sistema de monedas locales*”, que permite el uso de la moneda nacional del exportador como unidad de cuenta en el comercio, el pago por parte del importador mediante el uso de su moneda local y la liquidación de saldos bilaterales netos diarios entre los respectivos bancos centrales en dólares.

Un fondo regional constituye un beneficio en la medida en que proteja a las regiones de crisis financieras, y “efecto de contagio”, desempeñe funciones complementarias a las instituciones mundiales, cubra vacíos de la arquitectura financiera internacional y compita en servicios financieros, de tal forma que ofrezca una alternativa complementaria, especialmente relevante para los países pequeños y medianos (Ocampo, 2007).

Los fondos regionales toman mayor relevancia como una instancia complementaria al apoyo que brindan organismos multilaterales como el Fondo Monetario Internacional, el Banco Mundial, e incluso superior a las opciones locales de cada país, debido a diferentes factores como: i) El esquema de condicionalidad de los desembolsos del FMI y el BM le resta capacidad para responder de forma oportuna a las necesidades de liquidez de las economías pequeñas y en desarrollo; ii) ante el clima de interdependencia comercial y financiera de la región suramericana, se hace cada vez más necesaria una instancia de coordinación de política que facilite la integración comercial y financiera; y iii) los instrumentos locales que puede implementar un país son limitados e ineficaces, lo cual es especialmente relevante en las economías dolarizadas o aquellas que cuentan con altos niveles de dolarización efectiva (Urrutia, 2007).

Respecto al último punto, si bien los países cuentan con instrumentos locales para hacer frente a problemas de iliquidez, estos mecanismos tienen una efectividad transitoria y generalmente desembocan en mayores desequilibrios monetarios que desestabilizan la economía, introducen incertidumbre y tienen efectos negativos sobre el crecimiento económico.

Esta situación se torna aún más difícil en las economías dolarizadas o aquellas con altos grados de dolarización efectiva (Ecuador, Panamá, Perú, Bolivia, entre otras) debido, en el primer caso, a la ausencia de un prestamista de última instancia a nivel local que apoye al sistema financiero. Adicionalmente, los países dolarizados tampoco cuentan con la posibilidad de aumentar los medios de pagos para afrontar situaciones de iliquidez.

Por lo anterior, y en un contexto de eventual crisis financiera mundial en la cual los mercados no diferencian economías fuertes de débiles al momento de reorientar sus capitales, se hace imperativo que la región como un todo adopte los instrumentos que considere necesarios para enfrentar escenarios de choques externos y evitar el contagio intrarregional. No cabe duda de la importancia de contar con una instancia supranacional capaz de proveer a estas economías con la liquidez suficiente, oportuna y adecuada que impida la propagación de las crisis internacionales.

Los países acumulan reservas internacionales, entre otras razones, para hacerle frente a una eventual crisis de balanza de pagos, derivada de la salida masiva y repentina de flujos de capital de su economía. En particular, las economías emergentes se encuentran más expuestas a este tipo de crisis, ya que en momentos de optimismo de los mercados reciben fuertes inlfujos de divisas, con destino a inversión de portafolio y/o directa. Sin embargo, cuando el clima de los mercados cambia y el ambiente se torna negativo, dichas economías suelen experimentar, como se mencionó, fuertes salidas de divisas, y un deterioro en los términos de intercambio, como consecuencia de la mayor aversión al riesgo que lleva a los agentes a invertir en activos más seguros.

Otra vía por la cual se produce una crisis de balanza de pagos es por una caída súbita en las exportaciones nacionales, la cual, sin importar su origen, produce una contracción en la oferta de la divisa que se transa en la economía, lo que puede desencadenar una fuerte devaluación de la moneda nacional, por lo menos en términos nominales. Por otra parte, una situación característica de una crisis de balanza de pagos es la restricción al acceso al financiamiento externo, porque en su mayoría viene precedida de crisis financieras internacionales. Bajo estas circunstancias, se hace difícil y extremadamente costoso el endeudamiento en el exterior, lo que lleva a los agentes incluso a situaciones de insolvencia y a la quiebra. En todo caso, cualquiera que sea un factor desencadenante, los efectos de una crisis de balanza de pagos sobre las condiciones de estabilidad económica y de generación de empleo terminan afectando con mayor intensidad a los sectores más vulnerables de una economía, si esta no cuenta con instrumentos que le permitan proteger su economía, como las reservas internacionales o el acceso a recursos de liquidez o crédito externo.

Estas crisis generalmente comienzan en un país y tienden a propagarse a otras economías de la región, ya que los inversionistas las consideran similares en términos de vulnerabilidad, independientemente de las política macroeconómicas adoptadas por cada una de ellas (Agosín y Heresi, 2011).

## 1. Naturaleza y ventajas de los fondos regionales

- Los fondos regionales tienen sentido económico si disponen de instrumentos y herramientas eficientes para proteger a las economías de sus países miembros y apoyarlas para hacerle frente a las crisis financieras. Por un lado, el acceso al financiamiento externo puede ser más rápido a través de ellos, por cuanto tienen un mayor conocimiento de la situación económica y política de un país en particular y, más importante aún, a través de ellos se enfrentan menos requisitos para acceder a financiación y la negociación de los créditos y desembolsos es más expedita. En ese contexto, un fondo regional de reservas puede generar un mayor sentido de pertenencia, y mayor grado de confianza y solidaridad entre los países de la región. Además, en caso de que un país evidencie que sufre problemas de liquidez, el costo de la inestabilidad financiera, inducido por los flujos de capital privado, puede ser eliminado por el acceso al *pooling* de reservas (Eichengreen, 2011).
- Por otra parte, los fondos regionales proveen un elemento sustitutivo de la acumulación “indefinida” de reservas internacionales, lo que acarrea ineficiencias relacionadas con el costo de oportunidad que genera tener unas reservas internacionales ociosas. En efecto, permiten disminuir los costos de acumulación de reservas internacionales individualmente. La probabilidad de que los países que pertenecen al *pooling* de reservas sufran simultáneamente los denominados *sudden stop* es baja cuando sus balanzas de pagos no están muy correlacionadas. En consecuencia, el *pooling* puede reducir el costo de oportunidad de acumular reservas individualmente. Esto por cuanto permite establecer mecanismos para reciclar la liquidez internacional entre países superavitarios y deficitarios, mediante el aprovechamiento de las correlaciones entre los ciclos económicos de las economías de países miembros.
- Los países pueden entonces, constituir un fondo para el manejo común de una porción de sus reservas, con el objetivo de i) crear un seguro compartido contra crisis de balanza de pagos, ii) ayudar a construir sistemas financieros nacionales e internacionales más fuertes y iii) estimular la susceptibilidad de los mercados emergentes a crisis financieras.
- De otro lado, la naturaleza per-se de los fondos regionales de inversión –apoyar a los países que enfrentan crisis de liquidez y de balanza de pagos- es también un límite a las decisiones de inversión de sus recursos, en particular si con ellos se quiere apoyar programas de desarrollo regional o si se busca inversión de los recursos dentro de la región. Los recursos de un fondo regional deben ser de disponibilidad inmediata, para que los países puedan usarlos rápidamente para enfrentar crisis financieras y de liquidez. Por esa razón deben ser invertidos en actividades que permitan tener disponible dicha liquidez en el momento que se requiera.
- Otro aspecto importante a destacar es la naturaleza de las inversiones de los Fondos Regionales, dado que se ha planteado que el Fondo de inversión de la región invierta sus recursos en programas de desarrollo en sus países miembros. Como ya se explicó con amplio detalle, las bondades de un fondo de inversión regional radican en que sus recursos deben estar disponibles para lo que están concebidos: para enfrentar crisis financieras y de liquidez en el corto plazo y deben ser invertidos en activos que permitan tener disponible dicha liquidez en el momento que se requiera. Además, en la región ya existen entidades con toda la experiencia e infraestructura para administrar de la manera más eficiente el financiamiento de programas de desarrollo, como son el Banco Interamericano de Desarrollo y la Corporación Andina de Fomento.
- De otra parte, es debatible utilizar las reservas internacionales de los países que integren un fondo para hacer inversión dentro de la región. Como se mencionó anteriormente, los fondos regionales están constituidos para hacerle frente a crisis de balanzas de pagos derivadas de salidas masivas y repentinas de capitales, las cuales se pueden transmitir de una economía a otra, si los agentes perciben un grado similar de vulnerabilidad. La idea es que los fondos sean un amortiguador de las crisis. Ese papel se potencia si su valor en moneda local aumenta justo en el momento de la crisis. Ese efecto se logra si están invertidos en moneda fuerte, y por efecto de una devaluación, asociada a las crisis, potencia su poder estabilizador. Suramérica está expuesta a riesgos comunes asociados a factores como el precio mundial de las materias primas y recursos naturales que exporta. Por ende, invertir los fondos de cobertura contra las crisis en sus propias monedas eliminaría el efecto mencionado.

Con base en lo ya expuesto, el fortalecimiento del Fondo Latinoamericano de Reservas –FLAR- y, su extensión a otros países no miembros, beneficiaría a la región en su conjunto. Como se mostrará más adelante, esta institución cuenta con amplia experiencia en manejo de las reservas internacionales, en otorgamiento de créditos a sus países miembros y asistencia en períodos de crisis de balanza de pagos. El

FLAR cuenta además con una buena reputación en los mercados financieros internacionales y con buena calificación en las instituciones financieras internacionales. Todo ello se convierte en un activo valioso que es aconsejable repotenciar, y que resultaría muy costoso desechar, cuando se piensa en una institucionalidad financiera regional. Desde luego, dicho organismo requiere de una serie de reformas, que deberán ser estudiadas a partir de análisis técnicos, que lo preparen para una ampliación que le permita ejercer como instrumento de estabilización regional altamente especializado.

## 2. Fondos regionales en el mundo.

El propósito de esta sección es presentar una breve descripción de las características, operatividad y gobernabilidad de algunos fondos regionales que administran reservas internacionales, a nivel mundial.

### i. Multilateralización de la Iniciativa Chiang Mai (CMIM)<sup>3</sup>

La Iniciativa Chiang Mai (CMI por sus siglas en inglés<sup>4</sup>) fue lanzada en mayo de 2000 en Chaing Mai, Tailandia, por los ministros de finanzas de la ASEAN más tres (ASEAN+3)<sup>5</sup>. Los países pertenecientes al ASEAN+3 son Indonesia, Malaysia, Filipinas, Singapur, Tailandia, Brunei, Berma (Myanmar), Camboya, Laos, Vietnam, China, Japón y Corea del Sur.

Su objetivo inicial, fue proveer apoyo financiero de corto plazo para los países vecinos que experimentaran problemas de balanza de pagos. La Iniciativa Chiang Mai consistió en una red de acuerdos bilaterales para realizar swap de monedas. Entre el 2000 y el 2009, la CMI fue desarrollada aun más y los montos de intercambio aumentaron.

En mayo de 2009, los ministros de finanzas del ASEAN+3 se reunieron en Bali y acordaron los mecanismos de gobierno y el plan de implementación para la multilateralización del CMI (CMIM), esto es, la transformación de los acuerdos de moneda bilateral a un acuerdo agrupador regional único, para otorgarse entre ellos ayuda financiera en dólares a través de swaps de monedas. Los objetivos de la CMIM son: apoyar problemas de balanza de pagos y de liquidez de corto plazo en la región y complementar los acuerdos financieros internacionales existentes.

- *Tamaño del fondo común financiero*

El tamaño total del Acuerdo es de \$120 mil millones de dólares, derivados de las contribuciones de los países firmantes. Los 10 países miembros del ASEAN contribuyen con \$24 mil millones de dólares (20% del total), mientras China, Corea del Sur y Japón, en conjunto, contribuyen con \$96 mil millones de dólares (80% del total) (Ver Anexo 1).

- *Toma de decisiones*

La toma de decisiones se realizará de dos maneras, según los temas a tratar. En primer lugar, los aspectos fundamentales del Acuerdo (como el tamaño de la CMIM y la contribución de cada país, por ejemplo) son determinados por consenso del Consejo Ministerial, el cual está conformado por los ministros de finanzas de los países firmantes.

En segundo lugar, las decisiones de carácter administrativo (como realizar un swap, renovarlo, o medidas en caso de un default) son determinadas por una mayoría de dos tercios del Consejo Ejecutivo, el cual está integrado por los representantes de los ministerios de finanzas y bancos centrales de los países firmantes.

El poder de voto está determinado por el monto de la contribución de cada país, por lo que China, Corea del Sur y Japón, que suman 80% de la contribución total, cuentan con un poder de voto equivalente al

<sup>3</sup>Esta sección fue tomada de: 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). *Journal of Globalization and Development*

<sup>4</sup>The Chiang Mai Initiative (CMI)

<sup>5</sup> Association of Southeast Asian Nations. ASEAN Plus Three (APT) es un foro que funciona como un coordinador de la cooperación entre la ASEAN y tres de las naciones del Este Asiático que son China, Japón, and Corea del Sur.

71,6% del total de votos. China (incluyendo Hong Kong) y Japón tienen igual poder de voto. Corea del Sur, la mitad de éstos. El detalle sobre el poder de voto se encuentra en el Anexo 1.

## ii. Fondo Monetario Árabe<sup>6</sup>

El Fondo Monetario Árabe (AMF por sus siglas en inglés<sup>7</sup>) se constituyó en 1976 y entró en operaciones en 1977. Su sede se encuentra en Abu Dhabi, Emiratos Árabes Unidos. Cuenta con 22 países miembros: Arabia Saudita, Argelia, Bahrein, Islas Comoras, Djibouti, Egipto, Emiratos Árabes Unidos, Irak, Jordania, Kuwait, Líbano, Libia, Marruecos, Mauritania, Omán, Palestina, Qatar, Siria, Somalia, Sudán, Túnez y Yemen.

El AMF busca contribuir a la consecución de los siguientes objetivos: corregir desequilibrios en la balanza de pagos de los países miembros; favorecer la estabilidad de los tipos de cambio entre las monedas árabes, haciéndolos mutuamente convertibles, y luchar por la eliminación de las restricciones a los pagos corrientes entre los Estados miembros; establecer políticas y formas de cooperación monetaria árabe para conseguir a un ritmo más rápido la integración económica árabe y acelerar el desarrollo económico de los países miembros; asesorar, siempre que sea llamado a hacerlo, sobre políticas relacionadas con la inversión de los recursos financieros de los países miembros en los mercados extranjeros, a fin de garantizar la preservación del valor real de estos recursos y promover su crecimiento; promover el desarrollo de los mercados financieros árabes; estudiar la forma de promover el uso de la unidad de cuenta dinares árabes y allanar el camino para la creación de una moneda árabe unificada; coordinar las políticas de los países miembros para hacer frente a los problemas monetarios y económicos internacionales, y, al mismo tiempo, tener una participación activa en la solución de los problemas monetarios internacionales; y proceder a la liquidación de los saldos de cuenta corriente entre los países miembros con la finalidad de incrementar el comercio entre ellos.

Las principales actividades del fondo son: proporcionar a los países miembros facilidades de crédito a corto y a mediano plazo para ayudarlos a financiar los déficits de la balanza de pagos con el resto del mundo, como resultado del comercio de bienes y servicios, transferencias y movimientos de capital; conceder garantías a los países miembros para respaldar su capacidad de contratar créditos de otras fuentes con el propósito de financiar déficits en la balanza de pagos; actuar como intermediario en la emisión de préstamos en los mercados financieros árabes e internacionales a favor de los países miembros y garantizados por éstos; coordinar las políticas monetarias de los países miembros y promover la cooperación entre las autoridades monetarias de los países miembros; promover la liberalización y expansión de las transacciones comerciales y los movimientos de capital entre los países miembros; destinar de sus recursos, pagados en las monedas de los países miembros, fondos suficientes para proveer los créditos necesarios para liquidar los saldos en cuenta corriente entre los países miembros; administrar los recursos confiados al AMF por países miembros a favor de otras partes, árabes o no, de acuerdo con los objetivos del AMF; sostener consultas periódicas con los países miembros sobre sus condiciones económicas y las políticas seguidas, con el fin de promover el logro de los objetivos del AMF y sus países; efectuar los estudios necesarios para la consecución de los objetivos del AMF; proporcionar asistencia técnica a las instituciones monetarias y bancarias de los países miembros; cooperar con instituciones árabes e internacionales similares para lograr sus objetivos; brindar asistencia técnica y servicios en la esfera monetaria y financiera a los países miembros cuando éstos deseen concertar acuerdos económicos destinados a establecer una unión monetaria entre ellos.

- *Compromisos de los países miembros*

Los países miembros deben cooperar entre ellos y con el AMF para el logro de los objetivos del AMF. En particular:

Reducir las restricciones a los pagos de cuenta corriente, los movimientos de capital y los pagos por rentas de inversiones entre los países miembros hasta llegar a su total eliminación.

<sup>6</sup> Esta sección se ha tomado de "Fondo Monetario Árabe (FMA)" Documento borrador Interno DIDEEE 010 7 de septiembre de 2010. Y de la página web [www.amf.org.ae](http://www.amf.org.ae)

<sup>7</sup> Arab Monetary Fund (AMF)

Luchar por la aplicación de las medidas de coordinación de las políticas financieras y monetarias que hagan falta para promover la integración económica árabe y la creación de condiciones adecuadas para la introducción de una sola unidad monetaria árabe.

- *Capital y distribución de los aportes*

El capital autorizado del AMF es 600 millones de dinares árabes, es decir, 2.825.532.000 dólares. Cada unidad de dinar árabe es igual a 3 unidades de Derechos Especiales de Giro (DEG) del Fondo Monetario Internacional. El método de valoración del dinar puede ser ajustado por decisión de la Junta de Gobernadores si se tiene un apoyo de tres cuartos del total de votos. El capital autorizado está dividido en 12.000 acciones y cada una tiene el valor de 50.000 dinares árabes, es decir \$ 235.461.000 dólares.

El plan de pago de las suscripciones de capital se estableció de la siguiente forma:

- a) 5% al ser depositado el instrumento de ratificación. Este valor es depositado en el Banco Central del país sede.
- b) 20% al entrar en vigor el Acuerdo. Este valor es depositado en el Banco Central del país sede.
- c) 2% en las monedas de los países con el fin de crear una cuenta especial para facilitar las necesidades de crédito necesarias para liquidar los saldos en cuenta corriente de entre los países miembros. Este valor es depositado en el Banco Central del cada país miembro.
- d) El resto del capital suscrito puede ser exigido en un plazo de 6 meses, cuando sea necesario para el desempeño de alguna función.

El AMF cuenta con un fondo de reserva general y podrá, si existe la necesidad de hacerlo, crear reservas especiales. Ambos se derivan de los ingresos anuales netos del amf y su valor lo determina la Junta de Gobernadores.

Aparte del capital pagado, el amf puede financiar sus operaciones mediante préstamos de países miembros, de instituciones monetarias y financieras árabes o internacionales o del mercado financiero.

El importe máximo de endeudamiento del AMF es de 200% del total del capital y la reserva general.

- *Toma de decisiones y poder de voto*

En las reuniones de la Junta de Gobernadores y del Directorio Ejecutivo, cada país miembro cuenta con 75 votos, sin importar el número de acciones que tenga, más 1 voto por cada acción que tenga. Salvo que se disponga lo contrario dentro del Acuerdo, los asuntos ante la Junta de Gobernadores se deciden por mayoría absoluta. Ver Anexo 2

### **iii. Mecanismo Europeo de Estabilidad Financiera**

El Mecanismo Europeo de Estabilidad Financiera (EFSM por su sigla en inglés<sup>8</sup>) provee asistencia financiera a los miembros de la Unión Europea cuando tengan dificultades financieras. El EFSM reproduce esencialmente para los miembros de la Unión Europea el mecanismo de la regulación de balanza de pagos existente para los estados miembros que no pertenecen a la zona euro. Bajo el EFSM a la comisión se le permite pedir prestado hasta un total de €60 billones a los mercados financieros en representación de la Unión bajo una garantía presupuestal implícita de la Unión Europea. Luego la Comisión presta lo recaudado a los estados beneficiarios miembros. Este acuerdo de préstamo en particular implica que no hay un costo por servicio de la deuda para la Unión. Todos los intereses y el préstamo principal son pagados por el Estado beneficiario miembro a través de la Comisión. El presupuesto de la Unión Europea garantiza el pago a través de una línea p.m. en caso de no pago por parte del prestatario.

---

<sup>8</sup> European Financial Stabilization Mechanism (EFSM)

El EFSM está actualmente activado para Irlanda y Portugal, por un monto total de €48.5 billones (€22.5 billones para Irlanda y € 26 billones para Portugal), para ser desembolsado durante 3 años.

El mecanismo de estabilización financiero europeo provee asistencia a los Estados Miembros cuando:

- Un Estado miembro está experimentando, o está seriamente amenazado con una severa perturbación financiera;
- La perturbación financiera o amenaza de perturbación financiera se debe a eventos fuera de control del Estado Miembro afectado.

## **II. LA ARQUITECTURA FINANCIERA REGIONAL Y EL FLAR**

### **1. Estructura financiera regional**

La estructura financiera regional consta de tres áreas. Para la financiación de la inversión productiva y social, se instituyó la banca de desarrollo; para el comercio intrarregional, se establecieron cámaras o convenios de compensación de pagos; y para el apoyo a la balanza de pagos y liquidez de corto plazo, se abrieron los fondos de cooperación financiera (Titelman, 2006).

En 1959 nació la primera entidad de cooperación financiera regional, el Banco Interamericano de Desarrollo (BID). Sucesivamente se tejió un sistema subregional para promover diversos objetivos de desarrollo y financieros. A este sistema pertenecen el Banco Centroamericano de Integración Económica (BCIE) que se estableció en 1960, la Corporación Andina de Fomento (CAF) que inició sus operaciones formalmente en 1970, el Fondo Financiero para el Desarrollo de la Cuenca del Plata (FONPLATA) que se creó en 1971, el Banco Latinoamericano de Comercio Exterior (Bladex) que inició operaciones oficialmente en 1979, el Banco del ALBA que se inauguró en 2008 y el Banco del Sur (cuyo Convenio Constitutivo fue firmado en septiembre de 2009)

Otro eslabón corresponde al de la cooperación macroeconómica y cooperación conexas (Ocampo, 2006), en el cual la región ha tenido significativas, aunque no tan evolucionadas experiencias. Dentro de esta área de la estructura financiera regional se encuentran las Cámaras de Compensación de pagos para disminuir la necesidad del uso de divisas en el comercio regional, como es el caso del mecanismo de pagos de ALADI que se creó en 1980, el esquema de pagos bilateral entre Argentina y Brasil que tiene sus inicios en la Declaración de Iguazú de 1985 y, el SUCRE creado en 2008. Asimismo, dentro de los mecanismos de cooperación macroeconómica se encuentran los de apoyo a balanza de pagos y liquidez de corto plazo como lo han sido el Fondo Centroamericano de Estabilización Monetaria (FOCEM), actualmente no existente; y el Fondo Andino de Reservas (FAR), ahora Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR). En consecuencia, FLAR es el único organismo de la región que tiene como propósito el blindaje financiero y el más antiguo en el mundo.

### **2. Estructura y características financieras del FLAR**

#### **i. Reseña histórica**

El Fondo Latinoamericano de Reservas se creó con el propósito de centralizar la administración de reservas internacionales de los países, aprovechando economías de escala en su administración y, de crear un fondo de apoyo contingente para otorgar créditos ante crisis de balanza de pagos, en los países miembros. El FLAR se concibió como un organismo monetario y financiero regional que complementa la acción global del FMI.

El FLAR fue creado en 1978, inicialmente como FAR e integrado por Bolivia, Colombia, Ecuador, Perú y Venezuela, en el marco del Acuerdo de Cartagena. Surgió como respuesta a la necesidad de contar con una institución financiera propia, que centralizara la administración de una parte de las reservas internacionales de los países y, mediante la cooperación mutua, afrontar problemas derivados de los desequilibrios del sector externo. En 1988, se abrió al resto de los países latinoamericanos, lo que

permitió la incorporación de Costa Rica (1999) y Uruguay (2008). Actualmente, las gestiones continúan encaminadas a incorporar a nuevos miembros<sup>9</sup>.

El FLAR opera como un sistema de manejo conjunto de activos internacionales de los países, que sirven como escudo financiero regional ante los mercados financieros internacionales. Cuenta con mecanismos de respaldo financiero para atender perturbaciones y desequilibrios de la balanza de pagos; a la vez de salvaguardar, en acción coordinada y conjunta con los bancos centrales, la estabilidad monetaria y financiera de las economías nacionales.

El FLAR ha tenido una labor fundamental en el caso de las economías más pequeñas, especialmente en épocas de crisis internacional. Tal como lo analiza Titelman (2006), de 1978 a 2003, el FLAR aportó recursos que han sido un alivio significativo para la financiación del sector externo y financiero de los países receptores, especialmente para Bolivia y Ecuador.

El FLAR ha sido exitoso en ser un coaseguro ante crisis de balanza de pagos; además ha contribuido al mejoramiento del manejo de reservas internacionales, dada su experiencia, servicios a bancos centrales y otras entidades públicas.

Lo anterior se suma a que el FLAR es un organismo que ha mostrado su flexibilidad a lo largo de las décadas, así como su eficiencia fundamentada en sus bajos costos operativos.

## ii. Estructura del capital del FLAR

**Cuadro 1: Estructura de capital del FLAR <sup>1/</sup>**

	Capital Suscrito		Capital Pagado <sup>1/</sup>	
	Millones EUA\$	% del total	Millones EUA\$	% del total
<b>Bolivia</b>	234.4	10.0%	195.7	9.8%
<b>Colombia</b>	468.8	20.0%	391.3	19.6%
<b>Costa Rica</b>	234.4	10.0%	195.7	9.8%
<b>Ecuador</b>	234.4	10.0%	195.7	9.8%
<b>Perú</b>	468.8	20.0%	391.3	19.6%
<b>Uruguay</b>	234.4	10.0%	234.4	11.7%
<b>Venezuela</b>	468.8	20.0%	391.3	19.6%
<b>Total</b>	2343.8	100.0%	1995.3	100.0%
<b>Reservas prudenciales</b>			199.5	

1/ Al 2 de noviembre 2011

En septiembre de 2010, el Directorio y la Asamblea del FLAR aprobaron el mandato de capitalizar utilidades hasta el ejercicio financiero 2019, con el fin de alcanzar el capital suscrito.

## iii. Objetivos del FLAR

Desde su creación, los tres objetivos estatutarios del FLAR son:

- (i) Acudir en apoyo de las balanzas de pagos de los países miembros otorgando créditos o garantizando préstamos de terceros.
- (ii) Mejorar las condiciones de inversión de las reservas internacionales efectuadas por los países miembros.
- (iii) Contribuir a la armonización de las políticas cambiarias, monetarias y financieras de los países miembros.

<sup>9</sup> Ha habido estudios para determinar las prioridades en la incorporación de nuevos países miembros, entre los que se destacan el de Miguel Urrutia (2007), y Titelman y Machinea (2007).

En cumplimiento del primer objetivo, el FLAR ha contado con instrumentos de crédito que se han ido adaptando a las cambiantes necesidades de los países en el transcurso de las décadas. Actualmente, el FLAR cuenta con cinco líneas de crédito de corto y mediano plazo. Estas son: los créditos de balanza de pagos, los de reestructuración de deuda externa de bancos centrales, los de liquidez, los de contingencia y, los de tesorería (actualmente no operativo) (ver *Cuadro 2*). Estos créditos han tenido un período promedio de desembolso, desde su aprobación, de 51 días, lo que constituye una ventaja frente a créditos otorgados por otras entidades de naturaleza similar. Adicionalmente, los recursos del Fondo han cumplido un papel claramente anticíclico (ver *Gráfico 1*).

**Cuadro 2: Líneas de crédito existentes**

Tipo de crédito	Plazo	Límites de acceso <sup>1</sup>	Atribución para aprobación
Balanza de pagos	3 años con 1 año de gracia para abonos a capital	2,5 veces el capital pagado	Directorio
Reestructuración de deuda pública externa de bancos centrales	3 años con 1 año de gracia para abonos a capital	1,5 veces el capital pagado	Directorio
Liquidez	Hasta 1 año	1 vez el capital pagado	Presidente Ejecutivo
Contingencia	6 meses renovables	2 veces el capital pagado	Presidente Ejecutivo
Tesorería	1-30 días	2 veces el capital pagado	Presidente Ejecutivo

<sup>1</sup> En el caso de los créditos de balanza de pagos, reestructuración de deuda 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.

**Cuadro 3: Condiciones de las líneas de crédito<sup>10</sup>**

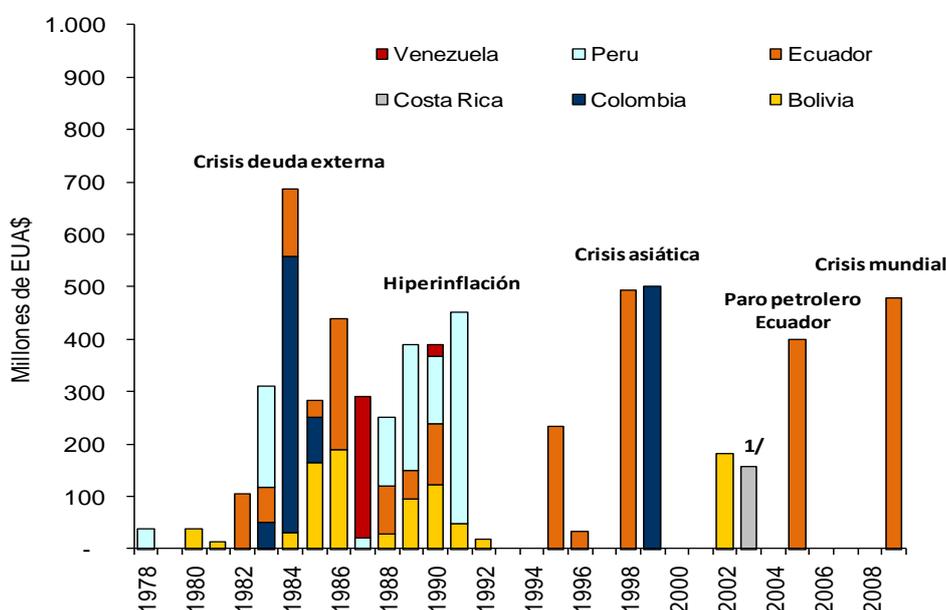
Tipo de crédito	Tasa de interés	Comisión de compromiso	Comisión de prepago
Balanza de pagos	Libor de 3 meses + 400 pb	No aplica	30 pb
Reestructuración de deuda pública externa de bancos centrales	Libor de 3 meses + 400 pb	No aplica	30 pb
Liquidez	Libor de 3 meses + 150 pb	No aplica	10 pb
Contingencia	Libor de 3 meses + 150 pb	90	10 pb

Fuente: FLAR.

<sup>10</sup> Estas condiciones son revisadas periódicamente por el Comité de Activos y Pasivos para adaptarlas a las condiciones de mercado.

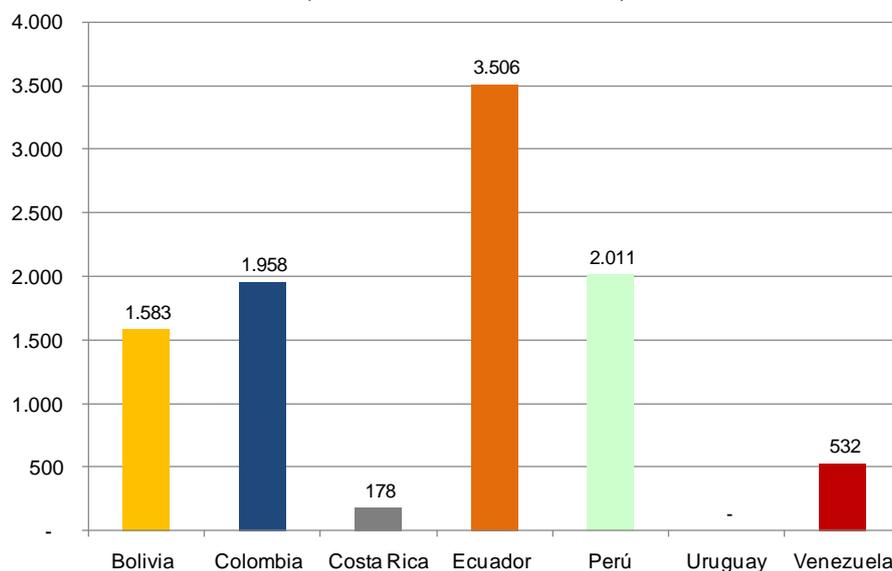
El FLAR ha otorgado la mayor parte de los créditos para el apoyo de las balanzas de pagos y para apoyo en problemas de liquidez. Los créditos para la reestructuración de la deuda y para contingencia constituyen un menor peso en el total de créditos otorgados por el FLAR<sup>11</sup>.

**Gráfico 1: Créditos aprobados por el FLAR durante las crisis<sup>12</sup>**



Fuente: FLAR.

**Gráfico 1.a: Monto de créditos aprobados por país miembro 1978-2011 (Millones de EUA \$ de 2007)**

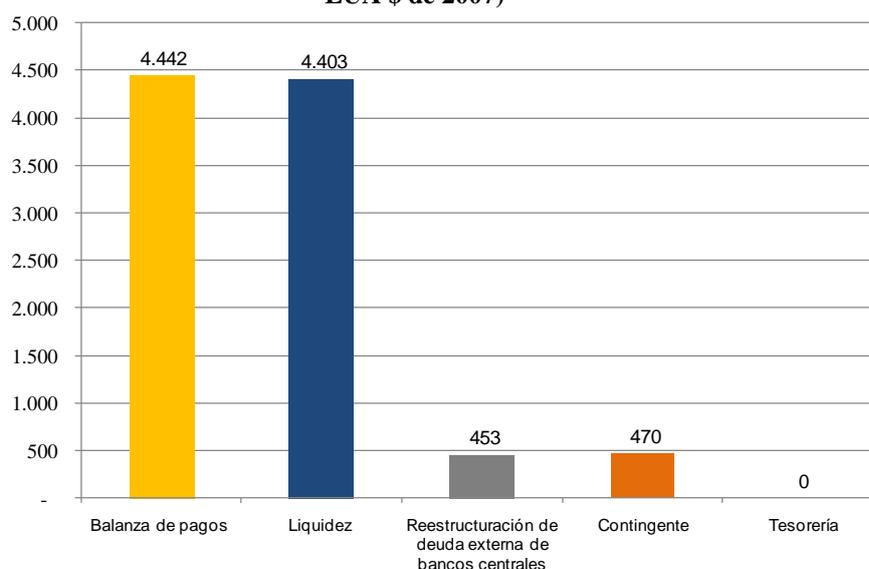


Fuente: FLAR.

<sup>11</sup> Para mayor detalle de los créditos otorgados ver Anexo 2.

<sup>12</sup> No hubo crisis en Costa Rica. Crédito para reestructuración de deuda.

**Gráfico 1.b: Monto de créditos aprobados por modalidad crediticia 1978-2011 (Millones de EUA \$ de 2007)**



Fuente: FLAR.

Para atender el segundo objetivo, el FLAR ha manejado portafolios, depósitos a plazo, servicios de *Middle* y *Back Office* para los recursos de bancos centrales y entidades públicas de la región latinoamericana. Además, ha suministrado capacitación y entrenamiento para el personal de dichas organizaciones. Estos servicios se han ampliado sostenidamente en los últimos años.

Respecto al tercer objetivo, el FLAR ha propiciado la discusión y debate acerca de temas macroeconómicos, en particular, en materia monetaria y financiera, de especial interés para la región, así como la discusión de temas de administración de reservas internacionales. Esto se lleva a cabo mediante diversos eventos como la Conferencia Anual de Estudios Económicos y el Seminario Anual de Reservas Internacionales, el seguimiento continuo e intercambio de conceptos sobre las políticas y desempeño de las economías de los países miembros y, la participación en diversas instancias regionales y latinoamericanas que permiten la retroalimentación entre el FLAR y los países de la región sobre las políticas que utiliza cada uno y los resultados obtenidos.

#### iv. Parámetros de inversión y riesgo

El objetivo primordial de las políticas de inversión del FLAR es contar con los recursos disponibles de una manera eficiente y oportuna en la eventualidad que se requieran para acudir en apoyo de la balanza de pagos de los países miembros. De esta manera, los recursos se invierten con criterios de inversión de reservas internacionales, cuyos tres principios son, en orden de importancia: seguridad, liquidez y rentabilidad.

Para ello, se busca que el portafolio de activos del FLAR esté poco correlacionado con la situación económica de los países miembros, para que cuando un país requiera financiamiento, el valor de los activos del FLAR permanezca estable, o incluso aumente como consecuencia de la estrategia de búsqueda de refugio o *flight to quality* preventivo.

Las políticas y lineamientos de inversión establecen que éstas deben realizarse en mercados líquidos y profundos, con bajos costos de transacción, en títulos de emisores con grado de inversión desde A o superior, y con un perfil de riesgos de mercado moderado en términos de duración y plazos.

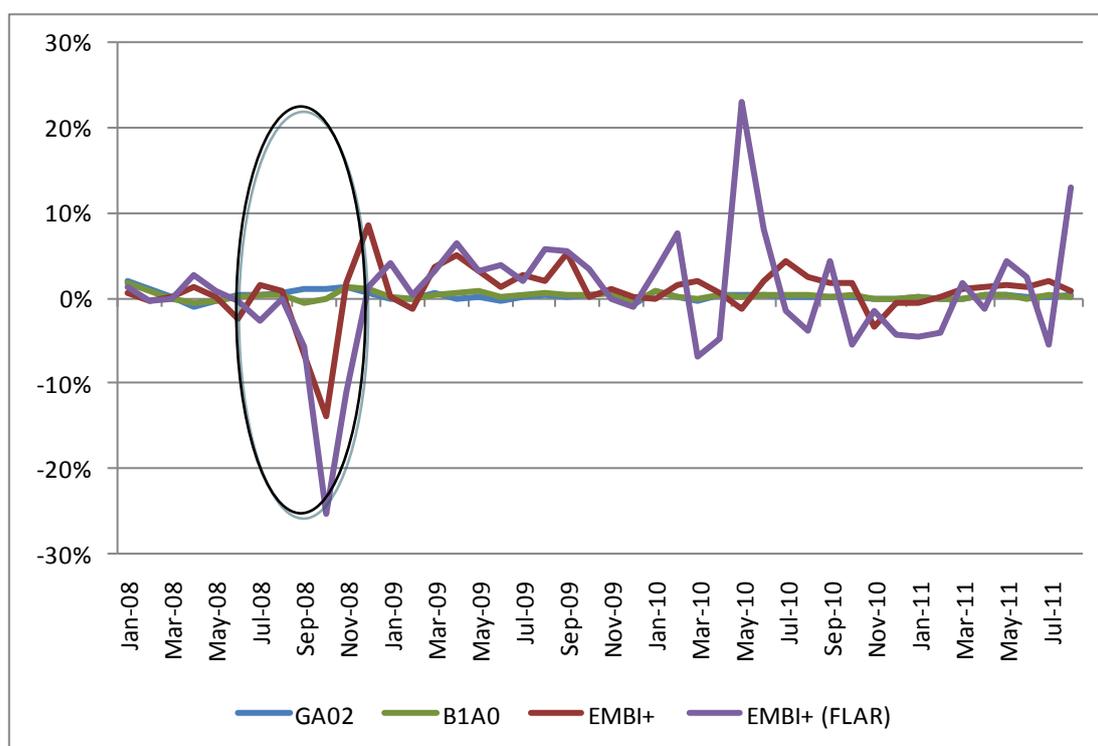
El Gráfico 2 muestra la evolución mensual de los retornos generados en los países emergentes, medidos a través del índice EMBI+ y los retornos que se perciben en los mercados representativos de las políticas de inversión del FLAR, para el período 2008-2011. Adicionalmente, se creó un indicador EMBI+ (FLAR) con el fin de analizar el comportamiento de los retornos para los países miembros<sup>13</sup>. Este ejercicio se

<sup>13</sup> Por disponibilidad de información se incluye solo a Colombia, Ecuador, Perú y Venezuela.

fundamenta en el supuesto que el índice EMBI refleja la percepción del mercado sobre la sostenibilidad de la deuda externa de los países que lo componen, y, como tal, es una *proxy* de la probabilidad de que las economías que lo componen experimenten una crisis de deuda o sufran problemas con sus balanzas de pagos.

En el Gráfico 2 se observa que, en el período de crisis crediticia, como el vivido en 2008, se presentó una alta volatilidad de los retornos en los mercados emergentes, comparados con los índices de referencia de las inversiones de FLAR y se evidencia la baja correlación entre estos y los mercados representativos de las inversiones del FLAR. Si se analiza el comportamiento del EMBI+ (FLAR) se puede ver que éste presenta una mayor volatilidad que el retorno del índice de referencia, e inclusive se observa una correlación negativa para el período 2008 - 2011 (-0,18). Esto evidencia que en momentos de alta volatilidad en Latinoamérica, las inversiones en títulos de los EE.UU. mantenían un nivel adecuado y de bajo riesgo, protegiendo el patrimonio de la institución y garantizando la disponibilidad de recursos en momentos de eventual solicitud de asistencia financiera por parte de los países miembros.

**Gráfico 2: Comparación de Retornos del FLAR con medidas de volatilidad macroeconómica regional**



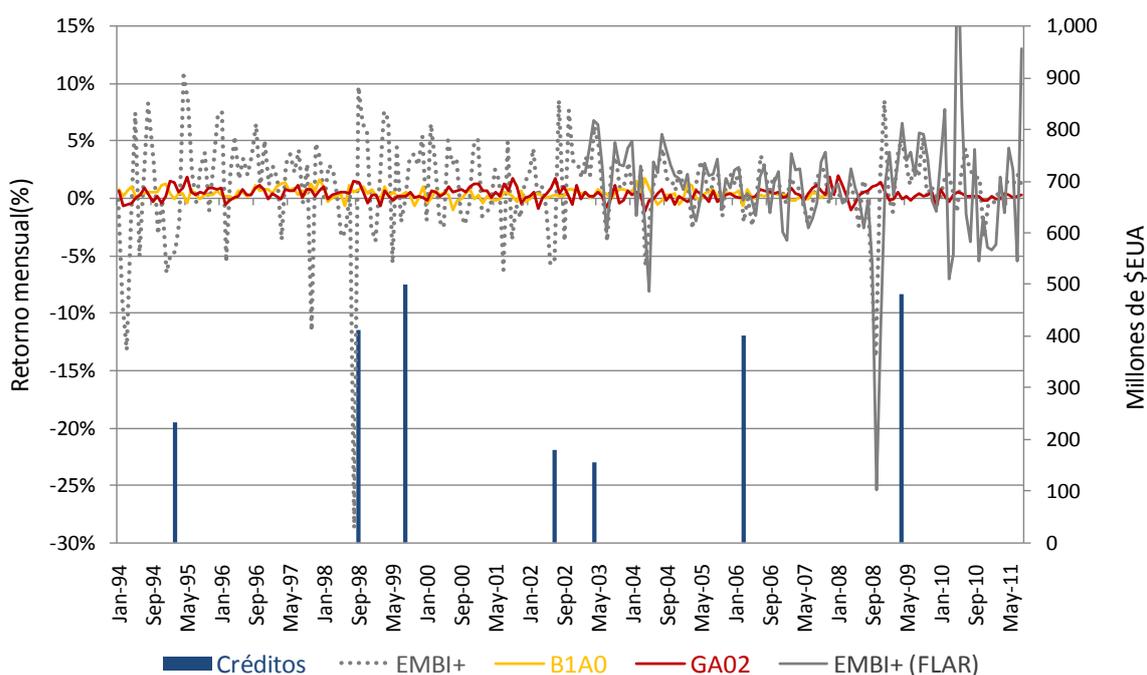
Fuente: Bloomberg. Morgan Markets.

- GA02: Retorno de US Treasuries a 2 años
- EMBI+: Retornos generados en los países emergentes
- B1A0: Retorno del benchmark compuesto por U.S Corporates y Agencias
- EMBI+ (FLAR): Retornos para países miembros del FLAR (incluye Colombia, Ecuador, Perú y Venezuela)

El Gráfico 3 muestra el comportamiento de estos indicadores desde una perspectiva de más largo plazo (1997-2011), pudiéndose apreciar la estabilidad histórica que han presentado los retornos de los índices de referencia de las inversiones del FLAR. Por el contrario, se aprecia alta volatilidad de los retornos del EMBI+ y el EMBI+ (FLAR), incluso en períodos de normalidad en términos económicos. Estos dos indicadores han sufrido los peores retornos en los momentos de crisis. En este período, la correlación entre los retornos de los índices representativos de los lineamientos de inversión del FLAR y el EMBI+ y EMBI+ (FLAR) es de 0,08 y -0,06 respectivamente.

Los períodos de mayor volatilidad y peor desempeño de los índices EMBI + y EMBI + (FLAR) coinciden con solicitudes de crédito por parte de países miembros.

**Gráfico 3: Retorno mensual de índices y aprobación de créditos<sup>14</sup> (1994-2011)**



Fuente: Bloomberg, FLAR y Morgan Markets.

B1A0: Retorno del benchmark compuesto por U.S Corporates y Agencias

GA02: Retorno de US Treasuries a 2 años

EMBI+: Retornos generados en los países emergentes

EMBI+ (FLAR): Retornos para países miembros del FLAR (incluye Colombia, Ecuador, Perú y Venezuela)

De lo anterior, se puede concluir que la política de inversión en mercados con baja o negativa correlación con los choques que afectan a los países miembros del FLAR ha contribuido al cumplimiento del objetivo de apoyar a los bancos centrales miembros en situaciones de problemas de liquidez y de balanza de pagos.

Por su parte, el pasado 21 de Julio de 2011 en la LXVI reunión extraordinaria de Directorio, se aprobó una nueva Estructura Estratégica de Activos (EEA). La nueva EEA tiene como objetivo para la inversión del patrimonio la preservación del capital real en un horizonte de 3 años, lo cual representa un cambio substancial con relación con la EEA anterior, que se enfocaba en la preservación del capital nominal para un horizonte de inversión más corto (1 año). Bajo esta nueva EEA se logra ampliar el universo de instrumentos elegibles y el horizonte de inversión de manera que se preserve el poder de compra de las inversiones y no se deteriore por efecto de la inflación.

Como resultado de las consultas con el Directorio y los Directores de Reservas de los Bancos Centrales de los países miembros, así como de ejercicios de optimización de portafolios, el nuevo índice de referencia para la inversión del patrimonio del FLAR es el siguiente: un tercio en bonos indexados a la inflación de los Estados Unidos (*US TIPS*) para plazos de 1 a 10 años, un tercio en Letras del Tesoro los Estados Unidos de un plazo de 6 meses y un tercio que tiene como tasa de referencia la tasa LIBID de 1 mes. Adicionalmente, con la nueva EEA se incluyó como instrumentos elegibles de inversión bajo un enfoque de manejo pasivo los siguientes: deuda soberana de Australia y Canadá, índices de materias primas e índices de acciones en EE.UU (S&P 500), estos últimos en proporciones muy moderadas que no exceden el 5% del patrimonio y elevan la diversificación de las carteras administradas.

<sup>14</sup> No se incluye la aprobación de dos créditos de liquidez por EUAS\$33,6 millones en 1995 y 1996; y de uno por EUAS\$82,5 millones en 1998.

### 3. Gobernabilidad

#### i. Órganos de administración

Los órganos de administración del FLAR son la Asamblea, el Directorio y la Presidencia Ejecutiva. La Asamblea está constituida por los Ministros de Hacienda o Finanzas o el correspondiente que señale el Gobierno de cada uno de los países miembros, quienes detentan de manera permanente el derecho a un voto y consiguientemente a una silla.

El Directorio del Fondo está constituido por los Gobernadores de los Bancos Centrales de cada uno de los países miembros, quienes detentan de manera permanente el derecho a un voto y consiguientemente a una silla, y por el Presidente Ejecutivo quien lo preside con voz pero sin voto. Actualmente el Directorio del Fondo se reúne entre 4 y 5 veces al año.

La Presidencia Ejecutiva es el órgano técnico permanente del Fondo, y está encargado de ejecutar las directrices establecidas por el Directorio del FLAR. Le corresponde efectuar estudios, presentar al Directorio todas las iniciativas que estime conducentes para el cumplimiento de los objetivos del Fondo y mantener contacto directo con los Bancos Centrales de los países miembros. La Presidencia Ejecutiva está a cargo del Presidente Ejecutivo, quien es el Representante Legal del Fondo. El Presidente es electo por el Directorio para un período de 3 años, con la posibilidad de ser reelecto.

Actualmente, el FLAR cuenta con 50 empleados divididos en una Secretaría General y 5 direcciones: Dirección de Administración, Dirección de Estudios Económicos, Dirección Financiera, Dirección de Nuevos Negocios y Dirección de Riesgos.

#### ii. Quórum y esquema de voto

El quórum para las sesiones ordinarias y extraordinarias de la Asamblea es de por lo menos tres cuartas partes del número de Representantes. Los Acuerdos de la Asamblea se toman con el voto favorable de por lo menos las tres cuartas partes del total de los Representantes que asistan, con excepción de los casos de (i) aumento de capital, (ii) creación de fondos especiales, (iii) modificación de límites y plazos de crédito, y (iv) modificación del Convenio, para los cuales se requiere una súper mayoría consistente en que los votos negativos no superen el 20% del total de los votos emitidos.

El quórum para las sesiones ordinarias y extraordinarias del Directorio es de por lo menos las tres cuartas partes del número de Directores. Los Acuerdos del Directorio se toman con el voto favorable de por lo menos las tres cuartas partes del total de los Directores que asisten, con excepción de los relativos a la determinación de los porcentajes indicados en el Artículo 10, literal c) del Convenio Constitutivo<sup>15</sup>, para los cuales se requiere, además, que los votos negativos no superen el veinte por ciento del total de los votos emitidos.

### 4. Estados financieros del FLAR

Al cierre del ejercicio financiero terminado el 31 de diciembre de 2010, los activos del FLAR presentaron un incremento anual del 35,4%, equivalente a EUA\$1148,4 millones. Esta variación se explica por el aumento del rubro Inversiones, del 54,5%, que fue el resultado, a su vez, de mayores depósitos realizados por bancos centrales y entidades públicas latinoamericanas en el FLAR. Al 31 de diciembre de 2010, la composición del activo registraba dentro del rubro de préstamos a Bancos Centrales un saldo de EUA\$ 420 millones por concepto del crédito desembolsado a la República del Ecuador.

En cumplimiento a las políticas de gestión de activos y pasivos, el FLAR invirtió los recursos de corto plazo recibidos de bancos centrales e instituciones públicas de la región en un portafolio específico, con características similares de liquidez y riesgo de tasa de interés, protegiendo el patrimonio institucional y generando un margen de intermediación positivo.

Con lo anterior, las inversiones en títulos de renta fija, que incluyen los portafolios administrados internamente por el FLAR, los portafolios en administración delegada y los depósitos a término,

<sup>15</sup> El Convenio Constitutivo se encuentra en <https://www.flar.com/contenido/contenido.aspx?catID=138&conID=246>.

registraron el 89,8% del activo total, frente a 79,0% del año anterior. El total de las inversiones, incluyendo los portafolios administrados externamente, pasó de EUA\$ 2561,0 millones, en diciembre de 2009, a EUA\$ 3944,9 millones, al cierre de diciembre de 2010.

Los depósitos provenientes de bancos centrales y entidades públicas latinoamericanas registraron un aumento anual de EUA\$ 1116,1 millones, equivalente a un crecimiento del 93,5%.

Los depósitos a término recibidos de entidades públicas latinoamericanas representan el pasivo más importante, alcanzando, al cierre de 2010, EUA\$ 2086,3 millones.

Al cierre de 2010, el patrimonio del FLAR alcanzó EUA\$ 2082,2 millones, en comparación con EUA\$ 2049,9 millones de 2009, lo que representó un incremento del 1,6%. Este aumento del patrimonio del FLAR es consecuencia de los siguientes dos elementos: a) la capitalización y aporte proporcional a reservas correspondiente a las utilidades de 2010, por EUA\$ 31,2 millones; b) el aporte al capital pagado y reservas, efectuado por el Banco Central de Costa Rica (BCCR) el 1 de abril de 2010 por EUA\$ 1,05 millones, con el fin de igualar su capital pagado con el de Bolivia y Ecuador, completando así el proceso iniciado con el aporte realizado por el BCCR en diciembre de 2009.

Por su parte, las utilidades netas del FLAR en 2010 fueron de EUA\$ 31,2 millones. Las utilidades acumuladas en el 2010 fueron inferiores en un 53,3% o EUA\$ 35,5 millones con relación al año 2009. Dicho resultado es atribuible a la disminución de los ingresos netos por intereses y las ganancias por valoración resultado ambos de de la dinámica de bajas tasas de interés durante el año 2010.

#### Cuadro 5: Principales rubros financieros

(cifras en EUA\$ millones)

	31 de diciembre	
	2010	2009
Activos	4,392.1	3,243.7
Pasivos	2,309.9	1,193.9
Patrimonio	2,082.2	2,049.9
Utilidad Neta	31.2	66.8

Fuente: FLAR.

#### Cuadro 6: Indicadores financieros

	31 de diciembre	
	2010	2009
Retorno sobre Patrimonio (%)	1.5	3.4
Pasivo / Patrimonio (%)	110.9	58.2
Rendimiento promedio de Créditos (%)	4.35	4.32

Fuente: FLAR.

### 5. Rating crediticio del FLAR

La Institución cuenta con la mayor calificación de riesgo de Latinoamérica (AA de acuerdo con Standard & Poor's y Aa2 según Moody's), superior a la entidades como la CAF y el BCIE (como se muestra en el Cuadro 7) y seis niveles por encima del país miembro mejor calificado (como se puede ver en el Cuadro 8).

**Cuadro 7: Calificación crediticia de organismos multilaterales de la región**

Ratings		
Institución	Moody's	Standard & Poor's
FLAR	Aa2	AA
CAF	A1	A+
BCIE	A2	A-

Fuente: Standard & Poor's y Moody's Investor Services, al 7 de septiembre de 2011.

**Cuadro 8: Calificación individual y promedio de los países miembros del FLAR**

Ratings de crédito de países miembros		
País	Moody's	Standard & Poor's
Bolivia	B1	B+
Colombia	Baa3	BBB-
Costa Rica	Baa3	BB
Ecuador	Caa2	B-
Perú	Baa3	BBB
Uruguay	Ba1	BBB-
Venezuela	B2	B+
<b>Rating promedio</b>	<b>B1</b>	<b>BB</b>

Fuente: Standard & Poor's y Moody's Investor Services, al 7 de septiembre de 2011.

La especialización del FLAR en la administración de fondos de liquidez, de acuerdo con sus objetivos, hace que cuente con un perfil de riesgo diferente al presentado por otras entidades supranacionales de la región, cuyo objetivo principal es la financiación directa de proyectos e iniciativas de gobiernos y del sector privado, con el fin de lograr el desarrollo sostenible de la región.

En general, las calificaciones de entidades supranacionales en Latinoamérica y el Caribe son superiores a las de sus países miembros, por consideraciones que van desde las características de sus activos, estatus de acreedor preferente, solidez patrimonial, hasta el respaldo de sus miembros y las estrategias de membresía que cada una aplica.

Eso a pesar de realizar créditos a entidades cuyas calificaciones se encuentran por debajo del *country ceiling* de su respectivo país. En todo caso, comparada con otras supranacionales regionales, el FLAR actual tiene una calificación mayor.

## 6. Capacidad para atender créditos<sup>16</sup>

En las condiciones actuales, en que el FLAR cuenta con un capital de EUA \$ 2195 millones (capital pagado + 10% de reservas), al cierre de octubre de 2011, y asumiendo un endeudamiento de mediano plazo igual al máximo autorizado por el Directorio (65% del capital del FLAR) se llega a que las

<sup>16</sup> Este análisis se hace con el fin de determinar la capacidad de asistencia conjunta de los países miembros, de acuerdo con la sumatoria del cupo máximo a que cada país tiene derecho a solicitar al FLAR.

disponibilidades crediticias podrían alcanzar un máximo de 136% de su capital (EUA\$ 2,993 millones)<sup>17</sup> para atender posibles demandas de crédito. Separando los países en tres grupos, dependiendo de su capital pagado<sup>18</sup>, se estima que ese monto permitiría cubrir adecuadamente la demanda simultánea a los miembros del grupo I (Uruguay), los miembros del grupo II (Bolivia, Costa Rica y Ecuador), y en 0,3 veces el monto de crédito del grupo III (Colombia, Perú y Venezuela).

Bajo las condiciones actuales del FLAR de cero endeudamiento vía emisión de notas de mediano plazo, el capital disponible para préstamo es aproximadamente EUA \$ 1,696 millones<sup>19</sup>. Este monto es suficiente para cubrir de forma completa a los países miembros del Grupo I, en 0,74 veces al Grupo II y no restaría recursos suficientes para realizar un crédito a los miembros del Grupo III.

El Cuadro 9 muestra la sensibilidad de la capacidad del FLAR de atender a sus miembros en casos en que el capital disponible disminuye EUA \$ 100 millones de forma sucesiva. La última observación muestra la capacidad actual.

### Cuadro 9: Sensibilidad de la capacidad de asistencia crediticia

% de cobertura de cupo máximo de crédito a países

Capital para préstamo	Grupo I	Grupo II	Grupo III
2,993	100%	100%	31%
2,893	100%	100%	27%
2,793	100%	100%	24%
2,693	100%	100%	20%
2,593	100%	100%	17%
2,493	100%	100%	14%
2,393	100%	100%	10%
1,696	100%	74%	0%

Fuente: FLAR.

De lo anterior se deriva que el FLAR tiene una capacidad de préstamo que es más significativa para el caso de los países miembros de menor tamaño relativo, según los montos máximos de acceso a recursos de los países.

El FLAR puede fortalecer su efectividad como fondo de reservas ampliando su capital, en línea con lo planteado por diversos análisis sobre la arquitectura financiera internacional, incluyendo como uno de los más recientes el realizado por Eichengreen (2010).

Actualmente, el FLAR cuenta con un crédito de balanza de pagos desembolsado a la República del Ecuador, el 13 de julio de 2009, por EUA \$480 millones, de los cuales hay un saldo por pagar de EUA \$ 180 millones.

<sup>17</sup> Corresponde a la fórmula: Capital pagado + 10%\*Capital pagado – 25%\*Capital pagado (para funcionamiento) + 65%\*Capital pagado (tope de endeudamiento permitido).

<sup>18</sup> Grupo I: Uruguay; Grupo II: Bolivia, Costa Rica y Ecuador; y Grupo III: Colombia, Perú y Venezuela.

<sup>19</sup> En 2006 el FLAR emitió notas a un plazo de 5 años por EUA \$ 250 millones. El vencimiento y pago del principal a los tenedores de los bonos ocurrió el pasado 15 de febrero de 2011. A la fecha no se han emitido nuevas notas de mediano plazo.

## 7. Emisiones en el mercado internacional

El FLAR ha fortalecido su capacidad de asistencia al realizar dos emisiones en el mercado internacional en condiciones favorables, como se puede observar a continuación:

**Cuadro 10: Emisiones en el mercado internacional**

Año	Monto	Plazo	Cupón	Vencimiento	Lead managers
2003*	150	3 años	Fijo: 3%	Agosto de 2006	USB and BNP
2006	250	5 años	Flotante: Libor 3 meses + 20pb	Febrero de 2011	Citigroup and Morgan Stanley

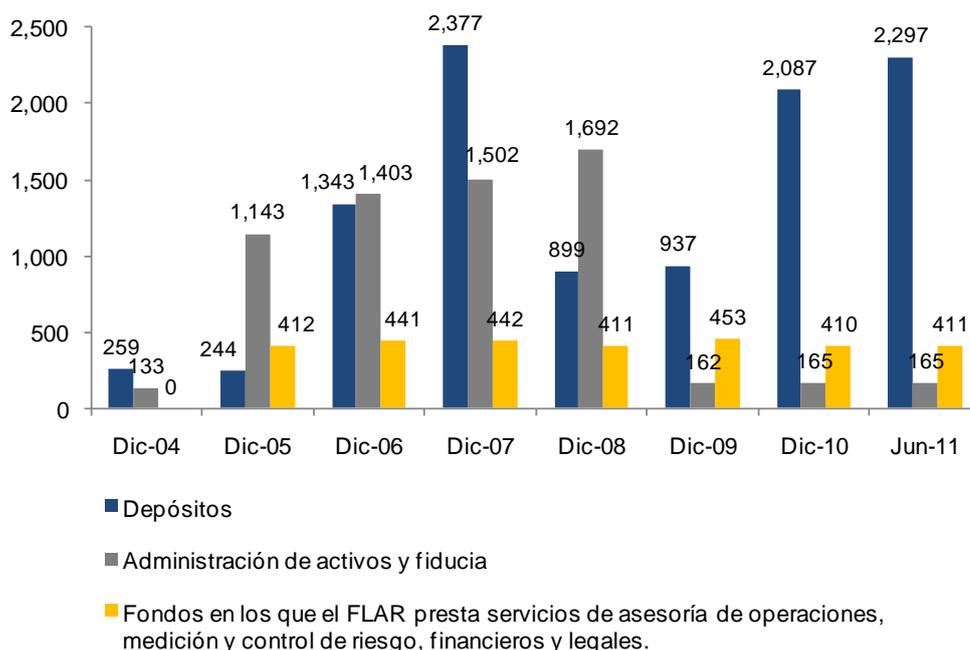
\* Calificado por Latinfinance como el mejor bono multilateral de Latinoamérica en 2003

Fuente: FLAR.

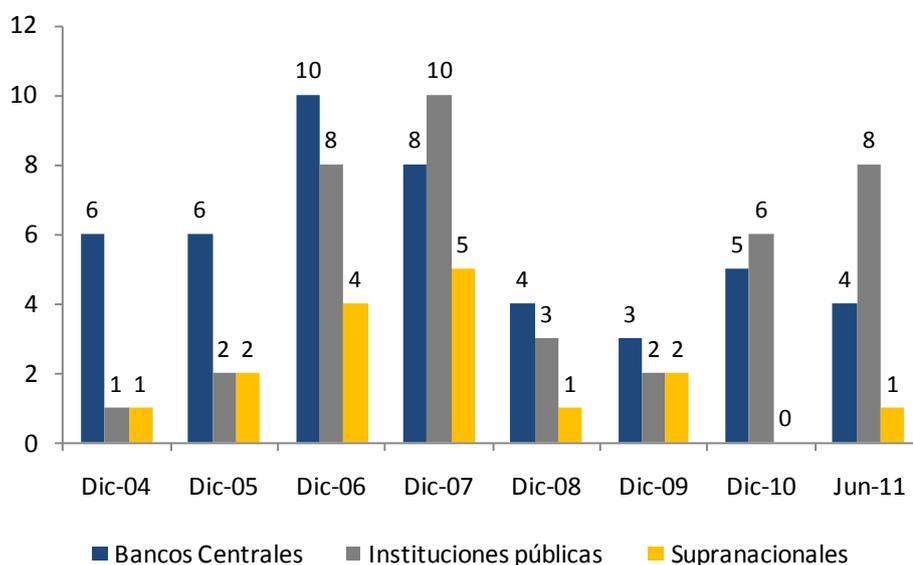
## 8. Servicios del FLAR

El FLAR ofrece diferentes servicios financieros a bancos centrales y organismos oficiales de la región, los cuales se han ampliado sostenidamente en los últimos años. Entre los servicios se encuentran:

- **Gestión de carteras de inversión.** Las carteras pueden ser manejadas bajo la modalidad de manejo activo sobre un índice de referencia específico o bajo el concepto de replicación de índices de referencia. El cliente y el FLAR acuerdan los lineamientos de inversión que deberán seguir en el manejo de las carteras.
- **Depósitos a plazo.** Estos depósitos se negocian bilateralmente entre el Cliente y el FLAR, y son a plazos entre 1 día y 12 meses.
- **FLARFIX.** Son notas a corto plazo (*book entry*) desde 1 semana hasta 12 meses, negociadas bilateralmente entre el Cliente y el FLAR. Este instrumento se asemeja a un depósito, por carecer de custodia, pero con las ventajas de un papel comercial o certificado de depósito, por su atributo de redención anticipada.
- **Servicios de seguimiento y medición de riesgos de carteras de inversión.** Estos servicios son ofrecidos a instituciones que desean invertir en los mercados de capitales internacionales pero no cuentan con la infraestructura interna para ejecutar estas labores de seguimiento. Estos servicios son: Medición de desempeño de carteras de inversión, medición de riesgos de carteras de inversión, análisis de atribución de desempeño, control de cumplimiento de lineamientos de inversión, y contabilidad de carteras de inversión.
- **Capacitación y entrenamiento.** El FLAR ofrece cursos teórico-prácticos con duración de 2 a 3 semanas para funcionarios de bancos centrales e instituciones públicas en gestión de carteras de inversión, métodos econométricos en finanzas para manejo de reservas internacionales y recursos públicos.

**Gráfico 4: Carteras administradas y supervisadas (millones de EUA\$)**

Fuente: FLAR.

**Gráfico 5: Número y tipos de clientes en servicios de depósitos, mandatos de administración de activos y seguimiento de carteras**

Fuente: FLAR.

## 9. Inmunities, privilegios y trámites de adhesión

El Convenio Constitutivo del FLAR, ratificado por los congresos de cada uno de sus países miembros, establece las siguientes inmunities y privilegios:

### i. Inmunities en los países miembros del FLAR

- Inviolabilidad de su sede, archivos, correspondencia y documentos que le pertenecen.

- Inmunidades con respecto a cualquier forma de aprehensión forzosa, que turbe el dominio del FLAR sobre sus activos, depósitos y otros recursos confiados a la institución, consistan en pasivos, representen patrimonio o sean producto de operaciones fiduciarias.
- Inmunidades con respecto a acciones judiciales sobre sus activos, depósitos y otros recursos confiados al FLAR, ya sea que éstos consistan en pasivos, representen patrimonio o sean producto de operaciones fiduciarias.
- Libre transferibilidad y convertibilidad de activos, en lo que hace relación con el cumplimiento de sus objetivos y funciones.
- Exención del pago de toda clase de tributos y de responsabilidades respecto a su recaudo.
- 

## ii. Naturaleza jurídica internacional e Inmunidades y privilegios en Estados Unidos

El Convenio Constitutivo del FLAR está registrado en la ONU, en atención a lo dispuesto por el Artículo 102 de la Carta de las Naciones Unidas y la Convención de Viena sobre el Derecho de los Tratados (vigente desde 1980).

El Foreign Sovereign Immunities Act (FSIA) de los EEUU –sección 1611– otorga inmunidades de embargo y de ejecución a los bancos centrales y/o autoridades monetarias extranjeras.

Aún cuando nunca se ha puesto a prueba su naturaleza jurídica bajo el FSIA, los abogados del FLAR afirman que existen sólidos argumentos para soportar que el FLAR sería considerado como una autoridad monetaria extranjera, bajo el FSIA.

En virtud de dicha opinión, creemos que el FLAR y sus activos serían inmunes de embargo y de ejecución.

Bajo el *Restatement of the Foreign Relations Law* de Estados Unidos, el FLAR puede ser considerado como una persona jurídica separada y distinta de sus países miembros y por tanto, las sentencias y laudos arbitrales, dictados contra sus países miembros, sus bancos centrales, y/o las entidades públicas de sus países miembros, no pueden ser legalmente satisfechas, contra el FLAR o sus activos.

## iii. Pasos a seguir para ingresar al FLAR

Si un banco central latinoamericano desea ingresar al FLAR, debe seguir los siguientes requisitos formales de adhesión:

- Solicitud de adhesión al FLAR enviada por el Presidente del Banco Central del país interesado al Presidente Ejecutivo del FLAR.
- Respuesta del Presidente Ejecutivo del FLAR al Presidente del Banco Central del país solicitante señalándole las condiciones de incorporación al FLAR.
- Aprobación de la adhesión por el Directorio y la Asamblea de Representantes del FLAR.
- Aprobación de la ley de adhesión del país solicitante al Convenio Constitutivo del FLAR, por parte de su órgano legislativo correspondiente.
- Depósito del instrumento de ratificación (Ley de adhesión) en el Banco de la República de Colombia.
- El depósito se hace por parte del Presidente de la República del país adherente o su representante plenipotenciario.
- Una vez cumplidas las anteriores condiciones, el Banco Central procederá a realizar el aporte.
- Para tener derecho a un voto y silla en la Asamblea y en el Directorio, el aporte será de EUAS\$ 125 millones para países de dimensión pequeña y de EUAS\$ 250 millones para los de dimensión económica grande.

## 10. Análisis costo beneficio de la membresía del FLAR

Para los países miembros es de suma importancia valorar el beneficio cuantitativo que el FLAR les aporta vs. el costo que significaría para cada país el hecho de que disminuyera su capacidad de apalancamiento o los fondos que el FLAR podría destinar a su función de apoyo a la liquidez externa de su países

miembros. Para tal fin, la entidad desarrolló un modelo para calcular el valor neto del FLAR como seguro de liquidez.

Los cálculos pretenden cuantificar el beneficio de pertenecer al *pool* de reservas que es el FLAR, por medio de imputarle un costo al endeudamiento que el banco central miembro tendría que realizar en situaciones de crisis de liquidez en sus pagos internacionales con tasas de interés altas, versus los rendimientos que obtendría por tener un capital invertido en el FLAR, que podría apalancar a una tasa de interés menor, considerando los costos de operación del FLAR. Estos últimos representarían la prima por el seguro que significa pertenecer al *pool* de reservas.

Este modelo calcula el beneficio neto que implica la membrecía de cada país durante un período cualquiera (*j*), representativo. Si se proyecta ese valor a perpetuidad, se obtiene el valor presente neto estimado del beneficio de la membrecía del FLAR. Posteriormente, se mide lo que significaría para cada país el hecho de que el FLAR disminuyera, por ejemplo, a la mitad, su capacidad de apalancamiento hacia cada uno de sus miembros.

**Fundamentos del modelo.** Se supone que un país que no pertenece al FLAR cuenta, dentro de su tenencia global de reservas internacionales, con el monto equivalente a lo que le significaría su aporte de capital. Este monto de reservas le genera una utilidad neta<sup>20</sup>. En caso que el país presente un problema de liquidez o de balanza de pagos, y su banco central requiera recursos adicionales equivalentes a lo que podría obtener mediante el apalancamiento que ofrece el FLAR, debe pagar una tasa de interés de mercado sobre estos recursos adicionales. Esto se pondera con una probabilidad de experimentar dicho desequilibrio financiero que le obligue a acudir a los mercados internacionales, calculada con base en los datos históricos de uso del financiamiento del FLAR desde el inicio de sus operaciones y hasta 2009<sup>21</sup>. En el evento de iliquidez, el país contaría, de inmediato, con el monto de reservas que no comprometió como aporte de capital al FLAR y para el apalancamiento, debe acudir a los mercados, con un costo equivalente a la tasa de interés acorde con su nivel de riesgo país.

Por su lado, si el país fuese miembro del FLAR, obtendría un rendimiento en la forma de una participación alícuota de la utilidad neta del FLAR por su capital pagado, aunque tenga crédito vigente. Cuando se presenta un problema de liquidez o de balanza de pagos, el país puede acudir al FLAR y solicitar un crédito que puede ser mayor al capital pagado hasta el monto permitido de apalancamiento, a una tasa de interés menor a la tasa de mercado del momento.<sup>22</sup> Esto también se pondera por la probabilidad de que experimente una crisis de liquidez externa que requiera solicitar créditos en el FLAR mayores a su aporte de capital.

La comparación de ambos ejercicios proporciona una estimación del beneficio neto esperado para cada país, por su membrecía en el FLAR. Se utilizaron datos históricos de periodo 1978 a 2009. Para Costa Rica y Uruguay se supuso que su beneficio neto es el promedio simple del beneficio neto del resto de países, dado que no existe suficiente información histórica para calcular las probabilidades de los eventos. El modelo supone que los recursos de los aportes de capital al FLAR (parte no apalancada) no generan beneficios netos diferenciales entre los escenarios con y sin FLAR. Asimismo, se asume que los costos operativos del FLAR son la prima por el seguro que representa el FLAR.<sup>23</sup>

**Resultados de la aplicación del modelo para cada país.** Luego de aplicar el modelo antes descrito se obtiene una estimación del beneficio neto, para el período representativo, como porcentaje del capital pagado, el cual se ilustra en el *Gráfico 6*.

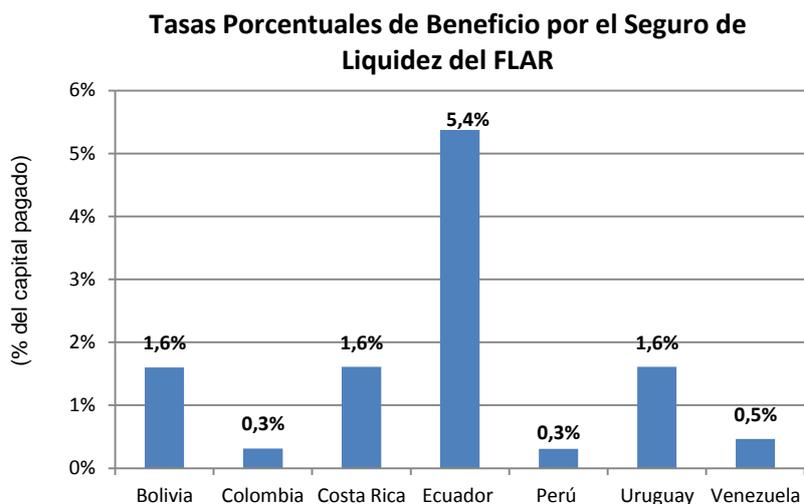
<sup>20</sup> Neta de costos administrativos.

<sup>21</sup> Para Bolivia, Colombia, Ecuador, Perú y Venezuela. Para Costa Rica y Uruguay se usó el promedio de los otros cinco países más antiguos.

<sup>22</sup> Debe destacarse que este modelo no incorpora otros elementos cualitativos, como son el acceso más fácil a los recursos del FLAR, incluso en casos en que el crédito global esté cerrado para el país.

<sup>23</sup> Además, se supone que el endeudamiento para “empatar” el apalancamiento que obtienen en el FLAR tampoco les representa un costo transaccional y operativo significativo. Este supuesto probablemente sesga ligeramente los resultados en contra de la estimación de los beneficios de pertenecer al FLAR.

Gráfico 6:



Fuente: FLAR-DEE.

El Cuadro 11 utiliza los cálculos mostrados en el Gráfico 6 para estimar el posible beneficio futuro que los países miembros derivarían de la disponibilidad del seguro de liquidez que les representa el FLAR, calculados utilizando los capitales aportados al FLAR al 31/12/09 y aplicándoles las tasa de beneficios mostradas en el Gráfico 6 y traídas a valor presente a tasa de descuento que consideran no solo el costo de oportunidad económico social del capital para cada país sino las tasas de crecimiento real del capital del FLAR.<sup>24,25</sup>

Cuadro 11:

**Valor actual del beneficio a perpetuidad**

Millones de EUAS de 2009

País	Tasas de descuento real			
	2%	3%	5%	7%
<b>Bolivia</b>	149	99	60	43
<b>Colombia</b>	58	39	23	17
<b>Costa Rica</b>	150	100	60	43
<b>Ecuador</b>	501	334	200	143
<b>Perú</b>	57	38	23	16
<b>Uruguay</b>	101	67	40	29
<b>Venezuela</b>	87	58	35	25

Fuente: Cálculos de FLAR - DEE.

<sup>24</sup> Se calcula como  $\frac{A}{i(1+i)^y}$ , Dónde A= anualidad,  $i$  = tasa de interés,  $y$  = número de períodos.

<sup>25</sup> La tasa de descuento real debe entenderse como la diferencia entre la tasa de descuento social de cada país y la tasa de crecimiento promedio de capital pagado.

El país que más se beneficia del esquema del FLAR es Ecuador, puesto que es el país que más ha utilizado el mecanismo crediticio. Esto significa que obtiene, a perpetuidad, un rendimiento anual extra de 5,4% sobre su capital, que a una tasa de descuento de 2% real le significa un beneficio neto (a valor actual de 2009) de EUA\$501 millones.

Bolivia, Costa Rica y Uruguay estarían integrando un segundo grupo de países con mayores beneficios (1,6% del capital pagado, cada uno) que les significa beneficios, a una tasa de descuento real de 2%, por EUA\$149 millones, EUA\$150 millones y EUA\$101 millones, respectivamente.

También se encuentra un grupo de países cuyo beneficio, como porcentaje del capital pagado, es menor a 1%. Este grupo está conformado por Colombia, Perú y Venezuela, cuyos beneficios, a una tasa de descuento real de 2%, serían EUA\$58 millones, EUA\$57 millones y EUA\$87 millones, respectivamente.

Debe destacarse que, el beneficio neto es positivo, por lo tanto, vale la pena pertenecer al esquema, aún para los países “grandes” del esquema actual con poca probabilidad de recurrir a créditos del FLAR. El beneficio del FLAR para cada país depende, en este análisis, de la frecuencia y montos a los que recurre al financiamiento en el FLAR. Por lo tanto, depende del grado de volatilidad de cada economía, el cual es mayor para países con alta concentración en pocos productos exportables o importables, con términos de intercambio muy volátiles, con movimientos de capitales susceptibles a *sudden stops*, con baja o nula flexibilidad cambiaria o con políticas macroeconómicas inestables o propensas a desastres naturales, entre otros.

Es muy importante destacar que los beneficios antes cuantificados son parte de las consideraciones que hacen los analistas al evaluar el riesgo país de un miembro de FLAR. El tener acceso a esos beneficios, especialmente para los países que tienen economías más volátiles, les ayuda a tener una mejor valoración de riesgo que si no tuvieran ese acceso.

De lo anterior se deriva que el FLAR presta un servicio muy especializado a sus países miembros. Aporta un valor agregado importante para dichos países, en términos de dar apoyo financiero, a tasas de interés independientes de los niveles de riesgo individuales, para solventar problemas transitorios de sus balanzas de pagos, prevenir ataques especulativos contra sus monedas y/o sus sistemas financieros y contar con acceso oportuno.

## **11. El FLAR como organismo especializado en la región**

A continuación se expone la importancia de mantener el FLAR como organismo especializado y, se tratan los elementos estratégicos a ser considerados en su proceso de ampliación y fortalecimiento como mecanismo de estabilización en el ámbito latinoamericano.

Al igual que una empresa necesita para su crecimiento no solo recursos para inversión sino también capital circulante, un país necesita, además de los recursos para financiar el desarrollo, recursos líquidos que sirvan para las operaciones regulares de comercio, para evitar ataques especulativos contra su moneda y dar muestras de que cuenta con una razonable capacidad de pago internacional.

El sistema financiero mundial contempla, de un lado, organismos que se encargan de establecer bases para una razonable convertibilidad y estabilidad de las monedas, como el FMI; y de otro lado, organismos que están a cargo del financiamiento de proyectos de largo plazo, como el Banco Mundial. Esta separación de funciones institucionales se sustenta, desde elementos como evitar la concentración de poder de las instituciones, hasta elementos como la especialización de las estructuras organizacionales, de la administración financiera y riesgo y, del nivel de formación y especialización de sus funcionarios.

En el ámbito regional se ha creado una estructura similar. De un lado, con instituciones como la CAF y, más recientemente, el Banco del Sur y el Banco del Alba, cuyo objetivo es suministrar recursos a los países para fomentar la inversión económica y social. De otro lado, el FLAR es un organismo único en la región, cuyo objetivo es apoyar a los países cuando experimenten desequilibrios de balanza de pagos, mientras se superan factores temporales que puedan estar causando inestabilidad, a la vez que ayuda a mejorar el manejo de las reservas monetarias internacionales. Sin lugar a dudas, ambas funciones, es decir, de financiamiento del desarrollo y de estabilización de pagos externos, son importantes para la sostenibilidad del crecimiento económico y la estabilidad macroeconómica de la región.

Esa división de funciones se refleja en la gestión de activos y pasivos de las instituciones. Por ejemplo, los recursos destinados al financiamiento del desarrollo se caracterizan por ser de mediano o largo plazo y menos líquidos. Mientras que los recursos destinados para fines de liquidez son invertidos para obtener una alta liquidez y diversificar los riesgos de correlaciones con los choques económicos de la economía doméstica, ya que éstos sirven para la operación diaria de los mercados de divisas y para hacer frente a crisis o problemas de liquidez, y como respaldo de la capacidad de pago del país. En consecuencia, la comparación del beneficio de las inversiones de liquidez con los costos de los recursos de largo plazo sólo tiene validez cuando un país considere que tiene un exceso de recursos de liquidez, en cuyo caso su reducción corresponde a una decisión soberana. De hecho, sí las reservas tienen un alto costo de oportunidad para un país, esto es un argumento para fortalecer los *pooles* o fondos de reservas, porque éstos pueden permitir reducir las reservas líquidas que los países mantienen individualmente.

En consecuencia, para el cumplimiento de sus fines, el FLAR invierte los aportes de capital de los países, provenientes de las reservas internacionales de los bancos centrales, con criterios de seguridad, liquidez y rentabilidad, en su orden de importancia. Para lograr estos objetivos, el FLAR ha tenido políticas de inversión que se basan en la diversificación de instrumentos, emisores y origen geográfico, de modo que los mercados en que se invierten sean líquidos y profundos, con bajos costos de transacción, y con términos de duración y plazos que impliquen riesgos moderados, tal como ha sido ilustrado en capítulos anteriores.

El FLAR presta un servicio especializado a sus países miembros. Aporta un valor agregado importante para dichos países, en términos de apoyo financiero, a tasas de interés independientes de los niveles de riesgo individuales, para solventar problemas transitorios de sus balanzas de pagos, prevenir ataques especulativos contra sus monedas y/o sus sistemas financieros y contar con acceso oportuno. Aún los países más grandes obtienen un beneficio neto por su membresía en el FLAR. El ejercicio mostrado en la sección 2.12 indica que el beneficio esperado a futuro del seguro de liquidez que representa el FLAR para cada país no solo es positivo, sino que tiene dimensiones importantes para los países más pequeños.

Si el FLAR deja de ser un organismo especializado en la región, ello traería implicaciones legales, financieras y económicas muy relevantes, no solo para el FLAR sino también para los propios países. El FLAR vería reducida su capacidad de apoyo de balanza de pagos y, por lo tanto, brindaría un blindaje financiero menor a los países, con reducción en los beneficios futuros que podría ser muy importante. Por ejemplo, la realización de otras funciones que impliquen un cambio en la calidad de su cartera y/o una modificación de sus parámetros de inversión (cambio de perfil de plazos y liquidez) podría poner en peligro no solo su capacidad crediticia y su capacidad de servir como blindaje financiero sino que, además, podría afectar su capacidad para apalancarse en los mercados internacionales en caso que así lo requiriese, pues si su hoja balance se viera afectada, ello tendría efectos sobre los *spreads*, lo que también afectaría la calificación de los propios países, pudiendo volver negativo cualquier presunto beneficio.

Adicionalmente, si el FLAR dedicara sus recursos actuales, por ejemplo, a incursionar en líneas de crédito de financiamiento del desarrollo, no solo lo desviaría de su función básica y necesaria, sino que su contribución al desarrollo sería muy marginal, si se compara el capital del FLAR con los volúmenes de recursos que actualmente se dedican para este fin en la región, así como con los recursos que actualmente destinan los organismos multilaterales especializados en dicho tipo de actividad a la región, como la BID, BCIE y la CAF. Por ejemplo, este último organismo multilateral aprobó créditos en 2010 por EUA \$ 10.533 millones.

Si los países vieran reducida la opción de apalancarse en el FLAR, esto significaría niveles importantes de pérdida de beneficio como seguro de liquidez, en la cual los países de dimensión económica pequeña serían los más perjudicados.

La especialización del FLAR en la administración de fondos de liquidez hace que cuente con un perfil de riesgo diferente al presentado por otras entidades supranacionales de la región, el cual se refleja en una mayor calificación. Si el FLAR dejara sus funciones especializadas de apoyo a la liquidez externa y mejor manejo de reservas, su calificación crediticia podría bajar, por los riesgos adicionales que incorporaría en sus activos.

En el caso de considerar un aumento del capital del FLAR para cumplir otras funciones como conceder préstamos presupuestales a los gobiernos, se debería justificar el aumento frente a la alternativa de capitalizar otras entidades supranacionales especializadas en el financiamiento de proyectos de desarrollo

en las que el monto del aporte adicional de capital al FLAR podría ser también apalancado por los países miembros del FLAR. Dada la especialización de funciones y objetivos en la estructura financiera regional y para no duplicar o triplicar costos de banca de desarrollo con entidades como la CAF, Banco del Sur y Banco del Alba.

Una reducción en los recursos que el FLAR pueda destinar a préstamos de liquidez para abrir espacio a otro tipo de actividades traería disminuciones importantes en los beneficios futuros esperados que podrían disfrutar los países por continuar siendo miembros de un FLAR especializado en la función de apoyo a problemas de liquidez de balanza de pagos de sus países miembros y en la mejora en el manejo de sus reservas. Esta condición se vería también reflejada durante eventos de problemas de liquidez, ya que los países tendrían que buscar los recursos que de otra manera demandarían al FLAR en los mercados internacionales, recursos que les serían más caros que la opción del FLAR precisamente por los mayores riesgos que el mercado asignaría al país por sus dificultades de balanza de pagos.

En conclusión, si el FLAR pierde su capacidad de brindar blindaje financiero, el costo para los países miembros podría ser muy significativo, especialmente para los miembros de menor desarrollo relativo. Por este motivo, es de vital importancia conservar la estructura y separación de funciones de las instituciones financieras regionales, ya que tanto el financiamiento del desarrollo como la estabilidad macroeconómica son importantes para el bienestar de nuestra región.

El FLAR es un seguro que se utiliza únicamente en situaciones de crisis de balanza de pagos. Por lo cual es necesario afianzar y fortalecer al FLAR, ampliar su capacidad financiera. Para esto, se considera que el FLAR debe contar con una serie de análisis, de carácter técnico, que lo preparen para una ampliación como instrumento de estabilización en el ámbito latinoamericano.

## **12. Elementos estratégicos para el fortalecimiento y ampliación del FLAR en el ámbito latinoamericano**

De todo lo anterior se deriva que una agenda sobre el diseño de la arquitectura financiera regional debe evaluar el fortalecimiento del FLAR, como mecanismo de estabilidad financiera regional. Para ello, el Directorio del FLAR deberá estudiar una posible capitalización o ampliación de su membrecía, así como la posibilidad de ampliar el portafolio de servicios que actualmente presta dentro de su especialidad.

La discusión sobre el tamaño del FLAR como Fondo que a nivel regional garantice la estabilidad financiera de la región debe darse a nivel altamente técnico. Son muchas las variables que un análisis de tal naturaleza debe tener en cuenta para establecer el tamaño óptimo de un fondo regional. Por ejemplo, Agosin y Heresi (2011) en su documento plantean que el análisis del tamaño del fondo regional debería tener en cuenta la magnitud de las crisis regionales y el grado de covarianza que existe 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 de intercambio), un fondo regional podría ser inviable desde el punto de vista financiero”. Sin embargo, su análisis muestra que si bien existe covarianza entre los flujos de capital en la región, ella no es tan alta como para hacer inviable un fondo regional. De otro lado, en su análisis los autores proponen que un fondo regional con cerca de US\$ 70 mil millones de dólares (cerca del 15% de las reservas internacionales de los países de la región incluido México, 2008), podría cubrir cómodamente fugas de capital equivalentes a toda la deuda de corto plazo del año 2009 cada país del grupo.

Con el ánimo de contribuir a la discusión, a continuación, se presentan tres escenarios alternativos de posibilidades de ampliación o capitalización del FLAR. Estos escenarios parten de suponer que las posibilidades de apalancamiento del FLAR se mantienen. Como se expuso atrás, hoy en día el FLAR tiene posibilidad de apalancar 1.5 veces su capital pagado (El FLAR sólo puede endeudarse hasta por el 65% de su capital). También se asume que se mantienen los cupos de endeudamiento vigentes en 2.6 veces el capital suscrito por Bolivia y Ecuador y 2.5 veces para los demás. Además se supone que ingresan tres nuevos países al FLAR, como son Brasil, Argentina y Chile<sup>26</sup>.

<sup>26</sup> Un ejercicio más completo de definición del capital debería incluir a Paraguay, Surinam y Guyana.

## Escenario 1

ELEMENTO A CONSIDERAR EN ESTE EJERCICIO: ACTUALMENTE, SOLO BOLIVIA Y ECUADOR PUEDEN SOLICITAR HASTA 2,6 VECES SU CAPITAL PAGADO. EL RESTO DE PAÍSES 2,5 VECES.

Con estos supuestos, un primer escenario supone ampliar el capital suscrito<sup>27</sup> del FLAR a US\$ 30 mil millones con lo cual tendría una disponibilidad de recursos para prestar a los países miembros, de \$45 mil millones (dado su posibilidad de apalancar hasta 1.5 veces el capital suscrito), monto que es la mitad del tamaño propuesto por Agosin y Heresi (2011).

Este escenario supone que los países se organizan en tres grupos de acuerdo a su tamaño<sup>28</sup>. El grupo 1, conformado por los más pequeños aportarían el 20% del capital del Fondo. El Grupo 2, con países de tamaño medio tendrían el 50% del Fondo, mientras que Brasil cuyo tamaño supera en cerca de 10 veces al de los países de tamaño medio como Colombia, aportaría cerca del 30% del Fondo. Esta recomposición significaría que los actuales miembros del FLAR aumenten en seis veces su capital suscrito (Cuadro 12).

Bajo este escenario, el FLAR podría cubrir a través de créditos a los países, la totalidad de la deuda externa de corto plazo de los países del grupo 1 y 2 hasta Perú y, hasta el 70% de la deuda externa de Venezuela, Chile, Argentina y Brasil. (ver **Error! No se encuentra el origen de la referencia.13**).

**Cuadro 12: Escenario 1**

		Capital suscrito (millones de USD)	% del total	cupo endeudamiento	endeudamiento posible
grupo 1	Bolivia	1,500	5%	2.5	3,750
	Costa Rica	1,500	5%	2.5	3,750
	Ecuador	1,500	5%	2.5	3,750
	Uruguay	1,500	5%	2.5	3,750
grupo 2	Colombia	3,000	10%	2.6	7,800
	Perú	3,000	10%	2.6	7,800
	Venezuela	3,000	10%	2.6	7,800
	Chile	3,000	10%	2.5	7,500
	Argentina	3,000	10%	2.5	7,500
grupo 3	Brasil*	9,000	30%	2.5	22,500
<b>TOTAL</b>		<b>30,000</b>	<b>100%</b>	-	<b>75,900</b>

Fuente: cálculos propios

**Cuadro 13**  
**Reservas internacionales y deuda de corto plazo, 2009,**  
**millones de dólares**

Países	Reservas Internacionales	Deuda Externa de Corto Plazo
Bolivia	8,575	554
Costa Rica	4,068	2,341
Ecuador	3,792	1,419
Uruguay	9,038	1,124
Colombia	24,987	4,110
Péru	33,225	4,730
Venezuela	34,318	16,009
Chile	25,292	17,476
Argentina	48,007	19,537
Brazil	238,539	39,789
<b>TOTAL</b>	<b>429,842</b>	<b>107,089</b>

Fuente: Banco Mundial

<sup>27</sup> Si bien el apalancamiento y la capacidad de endeudamiento dependen del capital pagado, en este documento, para efectos de simplicidad, los escenarios se hacen a partir del capital suscrito.

<sup>28</sup> Un ejercicio riguroso de organización regional de los grupos de países, debería aplicar una técnica de *Clusters*, la cual no fue utilizada en este ejercicio de simulación.

### Escenario 2

Este escenario supone un Fondo regional de menor tamaño, con lo cual el capital del FLAR se ampliaría a US\$10.000 millones. En este escenario, los miembros actuales casi duplican su cuota en el FLAR. Chile y Argentina tendrían un aporte similar al de Colombia, Venezuela y Perú, mientras que Brasil aportaría los recursos faltantes (US\$3000 millones) para completar los US\$10.000 millones.

**Cuadro 14: Escenario 2**

		Capital suscrito (millones de USD)	% del total	cupo endeudamiento	endeudamiento posible
grupo 1	Bolivia	500	5%	2.5	1,250
	Costa Rica	500	5%	2.5	1,250
	Ecuador	500	5%	2.5	1,250
	Uruguay	500	5%	2.5	1,250
grupo 2	Colombia	1,000	10%	2.6	2,600
	Perú	1,000	10%	2.6	2,600
	Venezuela	1,000	10%	2.6	2,600
	Chile	1,000	10%	2.5	2,500
	Argentina	1,000	10%	2.5	2,500
grupo 3	Brasil*	3,000	30%	2.5	7,500
<b>TOTAL</b>		<b>10,000</b>	<b>100%</b>	<b>-</b>	<b>25,300</b>

Fuente: cálculos MHCP

Bajo éste escenario, los recursos del FLAR alcanzarían para pagar la deuda de los países del grupo 1 y, de Colombia y Perú del grupo 2.

### Escenario 3

Este escenario supone ampliar el capital del FLAR a US\$40 mil millones, cerca del 10 por ciento de las reservas internacionales de la región. Con estos recursos se podrían apalancar créditos hasta por US\$ 60 mil millones (cifra cercana a la propuesta por Agosin y Heresi (2011), y permitiría que, dados los cupos de endeudamiento, todos los países sin excepción pueden utilizar el crédito del FLAR, para cubrir la totalidad de sus necesidades de deuda externa de corto plazo ante una crisis de liquidez mundial.

		Capital suscrito (millones de USD)	% del total	cupo endeudamiento	endeudamiento posible
grupo 1	Bolivia	2,000	5%	2.5	5,000
	Costa Rica	2,000	5%	2.5	5,000
	Ecuador	2,000	5%	2.5	5,000
	Uruguay	2,000	5%	2.5	5,000
grupo 2	Colombia	4,000	10%	2.6	10,400
	Perú	4,000	10%	2.6	10,400
	Venezuela	4,000	10%	2.6	10,400
	Chile	4,000	10%	2.5	10,000
	Argentina	4,000	10%	2.5	10,000
grupo 3	Brasil*	12,000	30%	2.5	30,000
<b>TOTAL</b>		<b>40,000</b>	<b>100%</b>	<b>-</b>	<b>101,200</b>

Fuente: cálculos MHCP

Nótese que en cualquiera de los casos, las posibilidades de apalancamiento con que cuenta hoy en día el FLAR, gracias a su credibilidad y confianza por parte de los mercados internacionales, permiten que la región y cada país en particular, pueda acceder a recursos superiores en 1.5 veces a los que tendría derecho dada su cuota.

### 13. Comentarios finales

En el ámbito global y regional hay una especialización de funciones entre organismos multilaterales. Dentro de la arquitectura financiera regional, el FLAR es el único organismo dedicado al blindaje financiero, que aporta valor a sus países miembros como seguro de liquidez. Este aporte de valor se refleja en los siguientes aspectos:

La acción de asistencia financiera del FLAR ha sido rápida y oportuna a lo largo de la historia, cumpliendo un papel de seguro de liquidez durante eventos críticos de sus países miembros.

El esquema de gobernabilidad del FLAR de una silla y un voto ha permitido la rápida toma de decisiones de asistencia financiera hacia los países solicitantes.

El FLAR ha sido relevante para sus países miembros como institución especializada, y como complemento de acuerdos globales existentes.

El FLAR cuenta con una planta de personal con alto nivel técnico, reducido, poco burocrático y ágil. Esto sumado a un costo operativo bajo hacen del FLAR un organismo eficiente.

El FLAR ha mostrado su flexibilidad a lo largo de las décadas, lo que le facilita adaptarse de manera relativamente rápida a las necesidades de sus países miembros.

La reputación y compromiso moral (club de dueños de la institución) del FLAR se manifiesta a través de su condición de acreedor preferente *de facto*, inclusive en eventos de *default* de algunos países, éstos no han dejado de pagarle cumplidamente al FLAR.

El compromiso de los países miembros del FLAR también es evidente a través de la continua capitalización de utilidades a lo largo de su existencia.

El FLAR ha sido exitoso en mejorar el manejo de reservas internacionales, dada su experiencia, servicios a bancos centrales y otras entidades públicas de la región latinoamericana.

El FLAR cuenta con el más alto rating crediticio de la región latinoamericana, lo cual podría permitir apalancarse en condiciones relativamente favorables en momentos de turbulencia financiera para los países miembros.

La capacidad de asistencia financiera del FLAR es limitada, dado el tamaño de su capital frente al tamaño de las economías de los países miembros.

En línea con lo anterior, uno de los puntos más importantes está relacionado con una ampliación de la membresía de manera estratégica, de modo que permita potenciar al FLAR como elemento de mayor estabilidad financiera regional.

En consecuencia, el FLAR puede desempeñar un papel mucho más relevante en la región en el tanto los países miembros y los potenciales miembros estén dispuestos a aumentar su papel como organismo especializado dentro de la arquitectura financiera regional.

Para ello, la Presidencia Ejecutiva del FLAR, como parte de su agenda de trabajo 2011-14, ha identificado un conjunto de temas estratégicos, en el proceso de fortalecimiento del FLAR como mecanismo de estabilidad financiera regional, los cuales serían ejecutados simultáneamente con la agenda de trabajo de ampliación de su membresía.

Si el FLAR pierde su capacidad de brindar blindaje financiero el costo para los países miembros podría ser muy significativo, especialmente para los miembros de menor desarrollo relativo. Por este motivo, es de vital importancia conservar la estructura y separación de funciones de las instituciones financieras regionales, ya que tanto el financiamiento del desarrollo como la estabilidad macroeconómica son importantes para el bienestar de nuestra región.

El FLAR es un seguro que se utiliza únicamente en situaciones de crisis de balanza de pagos. Por lo cual es necesario afianzar y fortalecerlo, en línea con la ampliación de su capacidad financiera.

### III. CONVENIOS DE CREDITO RECIPROCO, SWAPS DE MONEDAS Y EL SUCRE

El Banco de la República de Colombia, hace parte del Convenio de Pagos y Créditos Recíprocos creado por el Tratado de Montevideo -ALADI-<sup>29</sup> mediante el cual se cursan y compensan entre los países miembros, pagos derivados del comercio de bienes originarios y de los servicios vinculados con dicho comercio, efectuados por personas residentes. La operatividad del convenio permite que al final de cada período de compensación (cuatrimestral) sólo se transfiera o reciba, según resulte deficitario o superavitario, el saldo neto multilateral global del intercambio de cada país con el resto.

El Convenio contempla el otorgamiento, por parte del banco central de cada país, de garantías de convertibilidad, transferibilidad y reembolso de las divisas requeridas para el pago de las importaciones, lo cual asegura el pago de las exportaciones y mitiga el riesgo comercial y político. También facilita al exportador acceder a créditos ante el sistema financiero, al contar con instrumentos de pago que serán reembolsados por el Convenio de Pagos. Los importadores pueden financiar a los exportadores del exterior puesto que cuenta con la garantía de reembolso que brinda el Convenio. Asimismo, pueden recurrir a cualquier banco autorizado a operar en el Convenio, puesto que las obligaciones que emiten por importaciones son igualmente aceptadas en el exterior.

El mecanismo descrito sin embargo tiene, para los bancos centrales de los países, algunos riesgos que se derivan del hecho de que si por alguna razón durante el período de compensación el importador no puede cancelar el valor de lo importado en moneda local (por ejemplo, en caso de dificultades económicas o, simplemente, porque deja de existir) y ya se ha pagado al exportador, el riesgo lo asume el banco central del país de este último. Por este motivo, Colombia ha propuesto que solamente se active el Convenio cuando el importador ya ha hecho el pago correspondiente, propuesta que ha sido planteada en reuniones en que se han discutido mejoras al mecanismo. Con ello se mitiga el riesgo de impago por parte del importador.

También se ha propuesto en estas reuniones por parte del Banco de la República de Colombia, que se reduzca el plazo de compensación de cuatro meses a solo un mes. En función de esto último, se podría revisar el nivel de las tasas de interés de las operaciones, reduciéndolas en la medida que en un período de compensación menor hay menor riesgo.

Otro mecanismo que Colombia ha venido explorando tentativamente con Brasil es el de la iniciativa de promover el uso de monedas locales en el intercambio bilateral, mecanismo que actualmente se encuentra en funcionamiento entre Brasil y Argentina. Cabe señalar que un mecanismo como éste podría ser ampliado sin mayores dificultades técnicas a otros países de la región y facilitaría el comercio intrarregional.

### IV. OTRAS OPCIONES DE MANEJO DE RESERVAS INTERNACIONALES PLANTEADAS POR EL GRUPO DE TRABAJO 1

#### 1. Propuesta de Ecuador y comentarios por parte de las demás delegaciones

En el marco del mandato de Ministros encomendado al Grupo de Trabajo 1, Ecuador considera que éste debe entenderse en el sentido de fortalecer las capacidades de la región para afrontar de manera coordinada los desafíos del actual escenario mundial amenazado por un posible agravamiento de la crisis de los principales países desarrollados.

En ese contexto proponen impulsar una nueva arquitectura financiera y en particular la creación de un Fondo de Reservas para la UNASUR.

La propuesta señala la importancia de replantear el papel de las reservas ya que debe reconocerse que los bancos centrales han acumulado niveles de reservas internacionales muy elevadas de forma individual e independiente. De otro lado, históricamente se han invertido en instrumentos financieros de países denominados industrializados, con rendimientos reducidos y esto ha privado a las economías de la región de disponer de recursos para financiar su propio desarrollo.

<sup>29</sup> Incorporado a la legislación Colombiana mediante la Ley 45 de 1981.

En el caso del FLAR, la propuesta no requiere modificar el Convenio Constitutivo, pero sí reformular los reglamentos de operaciones de activos y pasivos emitidos por su Directorio y, sobretodo, un cambio urgente de la actitud institucional. Es importante destacar que todos los mecanismos mencionados pueden ser implementados en el corto plazo, considerando la infraestructura y capacidad tecnológica que posee el FLAR.

En caso de que no exista la voluntad política para implementar esta propuesta de potenciación del FLAR, se debe impulsar la puesta en marcha de un fondo de reservas común, “Fondo del Sur” u otro instrumento que cumpla estas funciones.

La propuesta consiste en implementar los siguientes mecanismos:

**i. La conexión de los sistemas electrónicos de pagos de los bancos centrales de UNASUR**

- Brinda condiciones para una operación más fluida y coordinada de liquidez y movilización y administración las reservas.
- Facilita la transaccionalidad del flujo de recursos entre países de la Región, que actualmente debe pasar por cadenas de corresponsalías y por la Reserva Federal de los Estados Unidos.
- Reduce costos en las transferencias.
- Permite canalizar eficientemente los pagos internacionales sin recurrir al uso de divisas. El ejemplo es el SUCRE como mecanismo de interconexión regional).
- Permitirá mantener el derecho a la soberanía de la información.

Argentina, Brasil y Colombia consideran que esta propuesta hace parte de otros grupos de trabajo.

**ii. Establecimiento de un Mercado Virtual de Valores**

- Parte de la base de la conexión de bancos centrales. Se transarían instrumentos de corto plazo, operaciones de reperto y demás valores emitidos por los Estados.
- Logra economías de escala, de especialización y de red.
- Permite una movilización más oportuna de la liquidez pública y privada.
- Permite crear un mercado secundario líquido.
- Sería una alternativa de colocación para el sector privado que hoy por hoy sigue enviando sus recursos fuera de la región.

Argentina manifiesta tener restricciones legales para participar en esta propuesta. Brasil y Colombia consideran que esta propuesta excede el mandato encomendado al Grupo de Trabajo 1.

**iii. Una matriz de créditos recíprocos (swaps) en monedas nacionales entre los distintos bancos centrales, teniendo como referencia la Iniciativa Chiang Mai.**

- Conformar un sistema de créditos multilateral en monedas nacionales y divisas entre los bancos centrales de la región y que se activa conforme a las necesidades de los países miembros.
- No implica costo presupuestario porque es dinero de emisión.
- No implica inflación porque se queda estacionado y registrado en el balance de los bancos centrales.
- Podría implicar financiamiento para importaciones.

- Para viabilizar este mecanismo los Estados podrían utilizar como respaldo un título valor redimible.
- Ayuda a minimizar la vulnerabilidad de la dependencia de las divisas.
- Permitiría reciclar liquidez en la región a través de instrumentos de la cuenta de capitales en monedas regionales o en divisas.
- Se buscaría la posibilidad de abrir cuentas recíprocas entre los bancos centrales para facilitar el flujo de recursos.
- Sería una alternativa que permita el manejo regional de las transferencias internacionales, que actualmente deben pasar por un corresponsal estadounidense o la Reserva Federal de los Estados Unidos.
- La matriz de créditos recíprocos permite tejer una red de alternativas de respuesta frente a dificultades de balanza de pagos e inclusive fiscales.
- Fortalece la utilización de las monedas locales
- Minimiza la vulnerabilidad de la divisa y la pérdida de valor de las reservas y los activos internacionales.

Argentina manifiesta que debe tenerse en cuenta que el Chiang Mai, se inició con la formalización de acuerdos bilaterales y después se proyectó al ámbito multilateral. No obstante ello, reconociendo la libertad de todos los bancos centrales para suscribir este tipo de contratos en forma bilateral, el Banco Central de Argentina estaría de acuerdo con que se estudie cómo se podría llegar a constituir en la región un *pool de swaps* en moneda dura (divisa) y qué tipo de garantías serían requeridas para llevar a cabo esta iniciativa.

Brasil considera que esta propuesta excede el mandato encomendado al Grupo de Trabajo.

Tal y como ya se mencionó en la sección anterior, Colombia considera viable activar un mecanismo para promover el uso de monedas locales en el intercambio bilateral en la región, tal y como opera actualmente entre Brasil y Argentina. Sin embargo, al igual que Argentina, Colombia considera que se requiere un estudio para evaluar las implicaciones que un mecanismo como el planteado pueda conllevar desde el punto de vista monetario y cambiario y en particular sobre los estados financieros del Banco central y de las reservas internacionales.

**iv. Articulación del FLAR y la matriz de créditos recíprocos a los sistemas de compensación de pagos existentes con diversos grados de aplicación como ALADI y SUCRE**

- Reducir la necesidad de reservas para la liquidación de pagos internacionales, integrando un sistema de interfaces de bancos centrales que serviría de punto de enlace, con otras (ie, ALADI y SUCRE.)
- Facilita la transaccionalidad de los flujos
- La liquidación de estos sistemas de compensación podría realizarse en los libros (pasivo) del fondo (FLAR u otro instrumento) denominados en unidades de cuenta comunes (por ejemplo, el peso andino o el sucre)
- Ahorraría el uso de reservas en monedas extraregionales.

Argentina, Brasil y Colombia consideran que esta propuesta hace parte de otros grupos de trabajo.

**v. El establecimiento de nuevas facilidades de crédito de emergencia que actúen como seguro frente a las dificultades de balanza de pagos y caja fiscal.**

- Establecer líneas de crédito directas a corto y mediano plazo que ayuden a solucionar problemas de balanza de pagos y de caja fiscal.
- Bancos centrales y cajas fiscales puede acceder a recursos muy superiores a lo que individual e independientemente podrían captar.
- Amplía la capacidad de enfrentar posibles efectos de crisis financieras.
- vi. **Definir estrategias comunes en el manejo de reservas, en la regulación prudencial de los sistemas bancarios, bursátiles y la cuenta de capitales y un nuevo tipo de coordinación macroeconómica.**
- Mantener niveles de coordinación.
- Impulsar un nuevo tipo de coordinación macroeconómica.
- Crear las condiciones para la estructuración de una red de seguridad financiera regional.

Argentina manifestó que se debe realizar un estudio, que puede ser el mismo que se contrate para estudiar la propuesta de swap de monedas, que determine cuáles serían las condiciones exigidas para la estructuración de una red de seguridad financiera continental que permita liberar parte de las reservas internacionales para reciclarlas en proyectos de desarrollo, sin afectar las condiciones de garantía sobre el manejo de los recursos. A pesar de que, en este último aspecto, se entiende que cada país es soberano de decidir en qué se aplican sus reservas.

Colombia considera que no es prudente por todo lo expuesto en el numeral 1 de este documento, utilizar las reservas internacionales en la promoción de programas de desarrollo.

## 2. OTRAS PROPUESTAS DE PAÍSES:

### Bolivia:

#### i. **Viabilizar medidas de cooperación técnica en lo atinente al manejo y movilización de las reservas internacionales:**

##### *Corto plazo*

- Crear alternativas de inversión de reservas con vencimiento en el mediano y largo plazo destinado a fines específicos como: préstamos de desarrollo, integración energética, reducción de asimetrías, desarrollo humano y social. Inicialmente se podría utilizar la infraestructura de la Corporación Andina de Fomento (CAF) o del Fondo Financiero para el Desarrollo de la Cuenca del Plata (FONPLATA), previa consulta y acuerdo, para que capte recursos de las entidades públicas de los países miembros de UNASUR u otros y sean invertidos en los fines específicos. Los recursos deberían ser canalizados con equidad a los países miembros de UNASUR.
- Solicitar al Convenio de Pagos y Créditos Recíprocos de la ALADI adicionar la opción para que las operaciones de comercio exterior de la región sean pagadas en moneda local por los importadores y canceladas a los exportadores en su local, liquidando los saldos en moneda de divisa.
- Fusionar el SUCRE y el CPR ALADI

##### *Mediano plazo*

- Fundir los recursos del FLAR con otros fondos y ampliar las funciones del FLAR
- ii. **Analizar la puesta en marcha de un fondo de reservas o de otros instrumentos que cumplan similar función**

- Inicialmente es necesario: Determinar los objetivos específicos del fondo de reservas, delimitar los sectores a los cuales se destinarían los recursos, y determinar los pasos necesarios para su creación.
- *Experiencia de trabajo con el FLAR*: La experiencia de trabajo de los últimos 5 años, de Bolivia con el Fondo Latinoamericano de Reservas es el siguiente: Asesoría Técnica: en la gestión 2007 funcionarios de FLAR efectuaron un “Diagnóstico sobre la administración e inversión de las reservas internacionales que efectúa el Banco Central de Bolivia”.
- Asistencia a cursos anuales de capacitación sobre Gestión de Reservas y Riesgos en la inversión de las reservas internacionales, gestiones 2006 a 2010.
- Asistencia a los seminarios anuales, que tocan temas de actualidad sobre la inversión de las reservas internacionales y la coyuntura económica.
- Asistencia a seminarios especializados sobre inversión de reservas internacionales y riesgo, gestiones 2007 y 2011
- Pasantías específicas sobre temas de interés del Banco Central de Bolivia, gestiones 2009 y 2011
- FLAR fue invitado y se presentó dentro de un proceso competitivo para contratación de administrador externo efectuado en la gestión 2010.
- Visita para explicación sobre Fondos Soberanos, julio 2011. Los temas por mejorar son los expuestos en el inciso 2 del punto 1.

#### **Venezuela:**

- Propone crea un nuevo fondo que responda al tamaño de las economías de UNASUR que forme parte de su estructura de integración y de su institucionalidad, ajustado a los criterios políticos establecidos en la UNASUR y en la Nueva Arquitectura Financiera Regional.
- Esta institución financiera tendrá un ámbito de acción más amplio que el asociado a los bancos centrales y reconocerá la importancia de los gobiernos y la política fiscal para promover el crecimiento, el desarrollo económico y el mantenimiento de la estabilidad financiera.
- Se busca estructurar una institución financiera más dinámica en términos de crecimiento de su capital, poder de votación, captación de recursos y en sus operaciones pasivas.
- Responderá más a criterios de desarrollo, que a los de amortiguador de crisis.
- Trabjará en coordinación con la nueva banca multilateral (Banco del Sur, Banco del Alba) y fondos de desarrollo para promover el desarrollo de sectores que aumenten la oferta exportable de la región.
- Deberá contribuir al retorno de los ahorros externos de la región para invertirlos en instrumentos y mercados financieros regionales.

### **3. Comentarios de los países con respecto a la ampliación del FLAR**

Todos los países coinciden en que es necesaria la realización de un estudio del FLAR para adaptar la institución a los fines del UNASUR. El estudio lo puede realizar el FLAR o una entidad independiente (como por ejemplo CEPAL, propone Argentina). Entre otros aspectos el estudio debe contemplar temas de Gobernabilidad: ¿cómo habrán de incorporarse los nuevos miembros, cómo serán clasificados en función de su tamaño relativo? en qué tipo de instrumentos se invertirá el Fondo?, cuáles son las limitaciones actuales? se pide también que presente propuestas de estructuras orgánicas dando participación equitativa a los países miembros.

Bolivia señala que en el corto plazo el FLAR debe efectuar alianzas adicionales a la de los socios originales, considerando los privilegios de los países socios fundadores y en el mediano plazo debe considerarse la posibilidad de realizar aportes de capital en diferentes divisas, de acuerdo a los posibles requerimientos de liquidez de los países miembros.

Brasil señala que para el efecto habría dos alternativas, ampliar el FLAR tal como funciona actualmente, a través de la entrada de nuevos miembros y luego discutir las modificaciones que el Fondo requiere. La segunda alternativa es estudiar las modificaciones que requiere el Fondo antes de la entrada de los países nuevos. En todo caso, Brasil resalta la naturaleza del FLAR como un fondo de reservas y no un fondo de desarrollo o de construcción de infraestructura, para lo cual la región ya cuenta con instrumentos de financiación.

Argentina señala que si luego de la realización del estudio surge que el FLAR no puede cumplir las expectativas, cabría debatir sobre la búsqueda de una alternativa.

Bolivia propone la creación de un fondo que asuma el conjunto de funciones que persigue UNASUR, en que los organismos ya existentes no logren los resultados esperados.

Venezuela señala que (i) la membresía actual del FLAR representa sólo a la mitad de los países de UNASUR lo cual no facilita la integración, (ii) tiene poca capacidad de adaptación a los mecanismos de la Nueva Arquitectura Financiera, (iii) tiene poco dinamismo para aumentos de capital, (iv) requiere reforma en lineamientos políticos los cuales responden a la CAN y no a UNASUR, (v) pocas opciones en realización de operaciones pasivas y de apalancamiento lo cual limita su capacidad de acción frente a crisis simultáneas en la región, (vi) limitación para dar auxilios financieros, dan lo mismo que el FMI, (vii) actúa como un banco de inversión y no como un fondo de reserva, (viii) no se fomenta la inversión en los mercados financieros de la región ya que las reservas son colocadas en países del norte, (ix) las decisiones estratégicas del FLAR están en manos de los presidentes de los bancos centrales algunos de los cuales hacen parte de la Asamblea.

## V. CONCLUSIONES

- La tendencia mundial a una mayor integración e interdependencia de los mercados tanto de bienes y servicios como de los mercados de capital y sistemas financieros presenta nuevos retos para los países en términos del manejo de la alta volatilidad de estos mercados y su impacto en la estabilidad de las economías.
- Los fondos regionales de reservas constituyen un mecanismo de protección financiera que se encargan de la administración total o parcial de las reservas internacionales de los países en un fondo común, el cual permite brindar asistencia crediticia para problemas de liquidez o de balanza de pagos, causados por desequilibrios temporales o *sudden stops*.
- Dado que la función prioritaria de los fondos regionales de inversión es apoyar a los países que enfrentan crisis de liquidez y de balanza de pagos, no es conveniente que este tipo de fondos se dedique a apoyar programas de desarrollo regional o inversión de los recursos dentro de la región. Esto en razón a que los recursos de este tipo de fondos deben ser de disponibilidad inmediata, para que los países puedan usarlos rápidamente para enfrentar crisis financieras y de liquidez. Por esa razón, deben ser invertidos en actividades que permitan tener disponible dicha liquidez en el momento que se requiera.
- La revisión de la literatura sobre fondos regionales deja en claro su importancia y la utilidad como mecanismo de apoyo financiero a países de la región. Estos fondos son diseñados de tal forma que sus inversiones se encuentran en activos líquidos y pueden ser un apoyo en épocas de choques externos o crisis de balanza de pagos
- Con base en lo ya expuesto, el fortalecimiento del Fondo Latinoamericano de Reservas –FLAR- y, su extensión a otros países no miembros, beneficiaría a la región en su conjunto. Esta institución cuenta con amplia experiencia en manejo de las reservas internacionales, en otorgamiento de créditos a sus países miembros y asistencia en períodos de crisis de balanza de pagos. El FLAR cuenta además con una gran reputación en los mercados financieros internacionales y con buena calificación en el ranking financiero internacional. Todo ello se convierte en un activo muy valioso que hay que repotenciar, y que resultaría muy costoso desechar, cuando se piensa en una institucionalidad financiera regional. Desde luego, dicho organismo requiere de una serie de reformas, que deberán ser estudiadas a partir de análisis técnicos, que lo preparen para una ampliación que le permita ejercer como instrumento de estabilización regional.

- Existen otros mecanismos de integración regional propuestos por el grupo de trabajo 1 en el marco de suministrar apoyos de liquidez en épocas de crisis, como son los convenios de crédito recíproco y la posibilidad de facilitar el intercambio regional mediante swaps de monedas. Ambos mecanismos son susceptibles de mejora en el marco de lo existente actualmente en la ALADI.

### Referencias Bibliográficas

- No. 1. Agosin, M.R. y Heresi, Rodrigo (2011) "Hacia un Fondo Monetario Latinoamericano"
- No. 2. Bustelo, P. (2001). "Los orígenes de la crisis financiera de Argentina: una comparación con las crisis asiáticas". Boletín Económico de Información Comercial Española nº 2715, 7-13 de enero de 2002, pp. 9-14
- No. 3. Damill, M., Frenkel, R. Maurizio, R. (2002). "Argentina: Una década de convertibilidad. Un análisis del crecimiento, el empleo y la distribución del ingreso". Santiago, Oficina Internacional del Trabajo.
- No. 4. Eichengreen, B. (2007). "Insurance Underwriter or Financial Development Fund: What Role for Reserve Pooling in Latin America?" En: Fondo Latinoamericano de Reservas nº 3, mayo de 2007, pp. 19-48.
- No. 5. Eichengreen, B. (2007). Insurance Underwriter or Financial Development Fund: What Role for Reserve Pooling in Latin America? Revista FLAR No. 3 .
- No. 6. Eichengreen, B. (2010). The International Financial Architecture and the Role of Regional Funds. En Papers and proceedings de la V Conferencia internacional de Estudios Económicos. FLAR. Sitio web:
- No. 7. Eichengreen, B. (2011). "The International Financial Architecture and the Role of Regional Funds" En: Fondo Latinoamericano de Reservas, Papers and Proceedings, El Papel de la Banca de Desarrollo, Marzo de 2011, pp. 122-128.
- No. 8. Fondo Monetario Árabe (2010) Documento borrador Interno DIDEEE 010, 7 de septiembre de 2010 <https://www.flar.net/contenido/contenido.aspx?catID=152&conID=2592>
- No. 9. McKay, J., Volz, U., and Wolfinger, R. (2010), "Regional Financing Arrangements and the Stability of the International Monetary System," unpublished manuscript, European Central Bank (January). Journal of Globalization and Development
- No. 10. Moreno, R. (2011). "The role of foreign reserves and alternative foreign currency resources during the crisis". En: Mecanismos de blindaje financiero, fondos regionales y otros esquemas sustitutos o complementarios. Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR), Marzo de 2011.
- No. 11. Ocampo, J. A. (2006). Cooperación financiera regional. En C. E. (CEPAL), La cooperación financiera regional: experiencias y desafíos. Santiago de Chile.
- No. 12. Ocampo, J.A. (2007). "La cooperación macroeconómica entre países en desarrollo". En: Fondo Latinoamericano de Reservas, Papers and Proceedings, La Cooperación Macroeconómica, Diciembre de 2007, pp. 179-208
- No. 13. Titelman y Machinea (2007). ¿Un crecimiento menos volátil? El papel de las instituciones financieras regionales. En Revista de la CEPAL No 91. Abril.
- No. 14. Titelman, D. (2006). La cooperación financiera en el ámbito subregional: las experiencias de América Latina y el Caribe. En Cooperación financiera regional. Santiago de Chile, Chile.
- No. 15. Urrutia (2007). Perspectivas del Fondo Latinoamericano de Reservas. En Revista FLAR. Mayo.
- No. 16. Urrutia, M. (2007). "Perspectivas del Fondo Latinoamericano de Reservas". En: Fondo Latinoamericano de Reservas nº 3, mayo de 2007, pp. 7-18.
- No. 17. Volz, Ulrich; Julie McKay y Regine Wölfinger (2011). Regional financing arrangements and the stability of the international monetary system. Discussion Paper 13/2010. German Development Institute.

## Anexos

CMIM: CONTRIBUCIONES, MULTIPLO DE COMPRA Y DISTRIBUCIÓN DE VOTOS

	Contribución Financiera		Multiplo de compra	Votos básicos (no. de votos)	Votos basados en contribución (no. de votos)	Poder de voto			
	EUA(billones)	(%)				(no. de votos)	(%)		
China	38.40	China(Excluye Hong Kong,China) 34.20	32.00	28.50	0.5	1.6	34.2	35.8	25.43
		Hong Kong, China 4.20		3.50	2.5		0	4.2	4.2
Japón	38.40	32.00		0.50	1.60		38.40	40.00	28.41
Corea	19.20	16.00		1.00	1.60		19.20	20.80	14.77
+ 3	96.00	80.00			4.80		96.00	100.80	71.59
Indonesia	4.552	3.793		2.50	1.60		4.552	6.152	4.369
Tailandia	4.552	3.793		2.50	1.60		4.552	6.152	4.369
Malasia	4.552	3.793		2.50	1.60		4.552	6.152	4.369
Singapur	4.552	3.793		2.50	1.60		4.552	6.152	4.369
Filipinas	4.552	3.793		2.50	1.60		4.552	6.152	4.369
Vietnam	1.00	0.833		5	1.60		1.00	2.60	1.847
Camboya	0.12	0.100		5.00	1.60		0.12	1.72	1.222
Myanmar	0.06	0.050		5.00	1.60		0.06	1.66	1.179
Brunei	0.03	0.025		5.00	1.60		0.03	1.63	1.158
Laos	0.03	0.025		5.00	1.60		0.03	1.63	1.158
ASEAN	24.00	20.00			16.00		24.00	40.00	28.41
<b>Total</b>	<b>120.00</b>	<b>100.00</b>			<b>20.80</b>		<b>120.00</b>	<b>140.80</b>	<b>100.00</b>

### Members of the Board of Executive Directors

Executive Directors	Countries Represented	Voting Power (%)
H.E. Dr. Jassim Al-Mannai	Director General & Chairman of the Board of Executive Directors	
H.E. Dr. Abdul Rahman Bin Abdullah Al Hamidy	The Kingdom of Saudi Arabia	13.58
H.E. Mr. Abedlhak Bedjaoui	The People's Democratic Republic of Algeria	11.96
H.E. Hassan Hashem Al Haidary	The Republic of Iraq	11.96
H.E. Mr. Mohamad Tamam (Egypt)	The Arab Republic of Egypt	19.96*
	The Republic of Yemen	
	The Republic of Sudan	
	The Somali Federal Republic	
	The Republic of Djibouti	
	The Comoros	
H.E. Mr. Sami Hussain Mansour Al-Anboee (Kuwait)	The State of Kuwait	14.88
	The United Arab Emirates	
H.E. Mrs. Faouzia Zaaboul (Morocco)	The Kingdom of Morocco	13.09
	The Great Socialist People's Libyan Arab Jamahiriya	
	The Republic of Tunisia	
	The Islamic Republic of Mauritania	
H.E. Mr. Hussein Mohamed Al Sada (Qatar)	The State of Qatar	
	The Kingdom of Bahrain	7.05
	The Sultanate of Oman	
H.E. Mr. Sam Mohamad (Syria)	The Syrian Arab Republic	7.52
	The Hashemite Kingdom of Jordan	
	The Republic of Lebanon	
	The State of Palestine	

**Boletines publicados**

- No. 1. Estrategia Económica y Fiscal 2010-2014.
- No. 2. Por qué es necesaria la creación de un Sistema General de Regalías.
- No. 3. La Sostenibilidad Fiscal, un principio para alcanzar los fines del Estado Social de Derecho.
- No. 4. Regla fiscal para Colombia.
- No. 5. Crecimiento de la productividad y costos derivados de la regulación: El efecto de aranceles y precios de la energía sobre los establecimientos manufactureros colombianos.
- No. 6. El Régimen de Seguridad Social en Salud: problemas financieros, medidas adoptadas y retos para el futuro próximo.
- No. 7. Régimen de transición pensional de los servidores públicos, Sistema General de Pensiones.
- No. 8. El impacto de la reforma tributaria en la demanda de efectivo.
- No. 9. Los retos de la economía informal en Colombia.
- No. 10. Mecanismo de cobertura condicionada de tasa de interés.
- No. 11. Ciclos económicos en Colombia: Bonanzas y recesión.
- No. 12. Esquema de fijación de precios de los combustibles en Colombia
- No. 13. Efecto de las expectativas sobre la estabilidad de la tasa de cambio, Colombia 2003-2009
- No. 14. Red para la inclusión de una economía formal
- No. 15. Documentación de modelos pertinentes para el diseño del Sistema General de Regalías
- No. 16. Tres Complementos Institucionales para el Sistema General de Regalías



Ministerio de Hacienda y Crédito Público  
[www.minhacienda.gov.co](http://www.minhacienda.gov.co)

Este documento puede ser consultado en  
<http://www.minhacienda.gov.co/MinHacienda/haciendapublica/CentroEstudios/publicaciones/notas>