

# La arquitectura financiera internacional: un debate en marcha

Fecha de recepción: 29/03/2010 - Aprobación: 05/04/2010

JOSÉ ANTONIO OCAMPO

## Resumen

Este ensayo analiza el debate sobre la arquitectura financiera internacional. Concentra su atención en la reciente crisis financiera mundial y llama la atención sobre temas que han sido planteados en crisis anteriores pero han recibido poca atención durante la actual. El texto problematiza sobre las políticas macroeconómicas para enfrentar la crisis y el fortalecimiento de la regulación y supervisión prudencial. El autor se adentra en problemas específicos de los países en desarrollo y centra su atención en la reforma del sistema monetario internacional.

## Abstract

This essay analyzes the debate over the international financial architecture. Focuses its attention on the recent

global financial crisis and calls attention to issues that have been raised in previous crises, but have received little attention during the current one. The text problematizes on macroeconomic policies to address the crisis and strengthening prudential regulation and supervision. The author delves into specific problems of developing countries and focuses on reforming the international monetary system.

## Palabras clave

Crisis financiera internacional, macroeconomía, sistema monetario internacional.

## Keywords

International financial crisis, macroeconomics, international monetary system.

## Introducción

La crisis global que estalló en forma dramática en septiembre de 2008 y se transformó en la peor crisis mundial desde la Gran Depresión de los años treinta del siglo pasado, ha mostrado las serias deficiencias de la arquitectura financiera internacional para gobernar el actual proceso de globalización. El llamado a reformas profundas

de dicha arquitectura es, por tanto, oportuno. Debe recordarse, sin embargo, que la crisis que se inició en Asia Oriental en 1997, y terminó envolviendo al grueso de las economías emergentes, generó llamados similares, pero las reformas que se introdujeron entonces fueron solo marginales. El Consenso de Monterrey, aprobado en la Conferencia de las Naciones Unidas

sobre Financiación del Desarrollo de 2002, recogió en forma magistral las sugerencias que se hicieron a partir de la crisis asiática y, como un todo, sigue siendo la principal agenda de reformas financieras aprobada multilateralmente.

La crisis mexicana de 1994-1995 también había generado propuestas orientadas a mejorar el marco institucional para manejar los problemas de sobreendeudamiento de los países en desarrollo. En esta área se había lanzado ya una iniciativa ad hoc a fines de la década de los ochenta para manejar la crisis de la deuda latinoamericana, el Plan Brady, y se lanzarían posteriormente dos dirigidas a los países pobres: la Iniciativa para Países Pobres Altamente Endeudados (más conocida por sus siglas en inglés, HIPC), lanzada en 1996 y profundizada en 1999, y la Iniciativa Multilateral para la Reducción de la Deuda de 2005.

El hecho de que los países desarrollados estén ahora en el centro de la tormenta y que los países emergentes más afectados se localizan en Europa, ha generado en esta ocasión un interés más directo del mundo industrializado para realizar algunas reformas importantes de la arquitectura financiera internacional. Por eso mismo, la recuperación que se inició en el segundo trimestre del presente año puede también terminar debilitando los esfuer-

zos de reforma, como ya es evidente en materia de regulación financiera. Como el centro de atención son los problemas del mundo industrializado, también el debate ha estado sesgado en direcciones específicas, en especial hacia la recuperación de la actividad económica y la regulación financiera, así como sobre las formas de apoyar a las economías emergentes y en desarrollo para que contribuyan a la reactivación mundial.

De otros lados han surgido diferentes propuestas, muy en particular aquellas relacionadas con la reforma del sistema monetario internacional—y, especialmente, el así llamado sistema mundial de reservas—para que descansa menos sobre una moneda nacional y más en una moneda mundial, en particular sobre los Derechos Especiales de Giro del FMI creados en los años 1960 del siglo pasado. La transformación del G-20, de una reunión periódica y de bajo perfil de Ministros de Hacienda a un foro de jefes de gobierno de alto perfil y con expectativas de convertirse en la alternativa al G-7/8, es otro hecho importante.

Este ensayo analiza el debate sobre la arquitectura financiera internacional.

Aunque concentra su atención en el debate en curso, también hace alusión a aquellos temas que fueron planteados después de la crisis de las economías emergentes pero que han recibido poca atención durante la actual. Las dos primeras secciones consideran los problemas que han sido el centro de atención durante la crisis actual: las políticas macroeconómicas para enfrentar la crisis y el fortalecimiento de la regulación y supervisión prudencial. La tercera se adentra en problemas más específicos de los países en desarrollo: su financiamiento durante

*Este ensayo analiza el debate sobre la arquitectura financiera internacional.*

*Aunque concentra su atención en el debate en curso, también hace alusión a aquellos temas que fueron planteados después de la crisis de las economías emergentes pero que han recibido poca atención durante la actual.*

---

### **Reseña de autor**

**José Antonio Ocampo**

(Corporación Escenarios)

Correo electrónico

Profesor de la Universidad de Columbia. Miembro de la Comisión de Expertos de la Asamblea General de Naciones Unidas sobre reformas del sistema monetario y financiero internacional. Anteriormente Secretario General Adjunto de las Naciones Unidas para Asuntos Económicos y Sociales, Secretario Ejecutivo de la Cepal y Ministro de Hacienda y Crédito Público de Colombia.

las crisis, la regulación de los flujos internacionales de capital y la solución de los problemas de sobreendeudamiento. La cuarta sección enfoca su atención en la reforma del sistema monetario internacional, incluyendo el papel potencial de mecanismos de cooperación monetaria en el ámbito regional.

La última sección considera brevemente los temas institucionales asociados al proceso de reformas.

### **Los problemas y coordinación de las políticas macroeconómicas**

Aunque los orígenes de la actual crisis financiera internacional serán objeto de debate por mucho tiempo, los diagnósticos existentes combinan en forma variable dos elementos. El primero es el excesivo riesgo que habían asumido los sistemas financieros de los países industrializados y el evidente déficit de regulación y supervisión prudencial que lo permitió. Este tema se aborda en la sección siguiente. El segundo son los problemas estrictamente macroeconómicos que enfrentaba la economía mundial durante el auge que precedió a la crisis.

Entre los factores que contribuyeron a la gestación de la crisis, se menciona, en primer término, la persistencia de una política macroeconómica laxa durante un período excesivamente largo. En el frente monetario ello estuvo asociado, sin duda, a los bajos niveles y riesgos de inflación —un fenómeno que, a su vez, muchos asocian a la entrada con fuerza en el comercio internacional de los gigantes asiáticos— y la percepción de que los bancos centrales carecían de instrumentos para frenar las burbujas de precios de activos. De acuerdo con este análisis, la existencia de bajos

tipos de interés en los principales mercados generó una migración hacia inversiones de mayor riesgo por parte de los agentes que deseaban aumentar sus rendimientos. Cuando la política monetaria se tornó más restrictiva, los tipos de interés de largo plazo no siguieron la tendencia de los de corto plazo, reduciendo así la efectividad de las medidas monetarias restrictivas, cuyo principal instrumento son las tasas de muy corto plazo.

Esta evolución particular de la estructura de las tasas de interés (o curva de rendimientos) ha sido asociada a lo que el actual presidente de la Reserva Federal denominó durante el auge una “saturación de ahorro” (*savings glut*). Sin embargo, los análisis, tanto del FMI como de la ONU, mostraron que los desequilibrios entre ahorro e inversión en el ámbito mundial no estaban asociados tanto a altos niveles de ahorro (los elevados de Asia Oriental y los crecientes de China estaban compensados por los bajos niveles de ahorro de los Estados Unidos y otras economías industrializadas) como a lo que la ONU calificó como una “anemia de inversión”, es decir, bajos niveles de inversión en relación con los patrones históricos. Además, la evolución de los mercados financieros no estuvo asociado únicamente al ahorro e inversión corrientes, sino también a las innovaciones financieras, que generaron la percepción de que la “ingeniería financiera” era capaz de reducir los riesgos de los títulos de largo plazo y, a través de operaciones de derivados, desplazar el riesgo hacia aquellos agentes que estaban en mejor capacidad de asumirlos. En tal sentido, no había tanto una “saturación de ahorro” sino una “saturación de financiamiento”, es decir una

*La crisis financiera se profundizó gradualmente a partir de los problemas que enfrentó el mercado de titularización de hipotecas de Estados Unidos, en agosto de 2007 y estalló como crisis global, en septiembre de 2008 con la quiebra del banco de inversión norteamericano Lehman Brothers.*

proliferación de servicios financieros cuya utilidad real es, en muchos casos, objeto de duda.

Esta política monetaria expansiva estuvo acompañada de un déficit fiscal estructural en algunas economías industrializadas, especialmente en Estados Unidos y Gran Bretaña, pero también Francia, Italia y Japón, de acuerdo con las estimaciones de la OCDE. De ellas, quizás solo era justificado, por razones estrictamente macroeconómicas, el de Japón. En el caso de Estados Unidos, ese déficit estaba asociado en gran medida a beneficios tributarios otorgados a los sectores más ricos de la población.

Otro de los problemas macroeconómicos fundamentales fue la acumulación de fuertes desequilibrios de pagos mundiales: déficit altos de Estados Unidos y de algunas otras economías industrializadas, y superávit en China, Japón, las economías petroleras y algunos otros países en desarrollo, entre ellos varios latinoamericanos. La corrección de estos desequilibrios es la fuente principal de las propuestas de reforma del sistema mundial de reservas, el tema de la cuarta sección de este ensayo, pero también tiene implicaciones para las políticas macroeconómicas en el ámbito mundial.

La crisis financiera se profundizó gradualmente a partir de los problemas que enfrentó el mercado de titularización de hipotecas de Estados Unidos, en agosto de 2007 y estalló como crisis global, en septiembre de 2008 con la quiebra del banco de inversión norteamericano Lehman Brothers. El colapso económico mundial alcanzó entonces magnitudes desconocidas desde la Gran Depresión. El activismo de las autoridades económicas fue notorio y

mostró un importante grado de coordinación entre los bancos centrales de los países industrializados, así como de descoordinación entre los gobiernos.

Esta última se manifestó no solo en la muy diversa magnitud de los paquetes fiscales adoptados sino también en la competencia en los apoyos que otorgaron los gobiernos (por ejemplo, en la generosidad de los seguros de depósitos y los créditos otorgados a ciertas industrias).

Los bancos centrales de los países industrializados comenzaron a responder en una misma dirección a partir de septiembre de 2007 y, especialmente, del colapso financiero mundial un año después. Las primeras acciones fueron tradicionales: se orientaron a reducir las tasas de interés de intervención y a facilitar recursos a los bancos comerciales, en el marco de sus funciones tradicionales como “prestamistas de última instancia”. Sin embargo, ya a lo largo de 2008 y, especialmente, desde el colapso de septiembre del mismo año, adquirieron dimensiones desconocidas, al menos en el mundo industrializado. Con importantes variaciones, las líneas de crédito de los bancos centrales se multiplicaron, se permitió el acceso a nuevos agentes y se ampliaron considerablemente los plazos del financiamiento. La Reserva Federal ha sido agresiva en todos estos campos, en tanto el Banco Central Europeo ha tenido una actitud más conservadora, concentrando sus acciones en ofrecer líneas de crédito a los bancos comerciales a plazos cada vez más largos (hasta un año en la actualidad).

Una vez agotada la fase de reducción de las tasas de interés, hasta alcanzar cero (o casi cero), varios bancos se movieron hacia medidas de “expansión cuantitativa”, en

magnitudes variables y siguiendo diferentes estrategias: el financiamiento al sector privado (el elemento dominante en Estados Unidos), agregando intervenciones en los mercados accionarios (Japón), adquisición de títulos de deuda pública (Gran Bretaña y, en menor medida, Estados Unidos) y acumulación de reservas internacionales (Suiza).

Estas medidas han estado orientadas a aumentar la cantidad de dinero, pero en algunos casos a reactivar en forma directa el crédito.

Como parte de este proceso, los canjes (*swaps*) de monedas entre bancos centrales se activaron también en magnitudes sin precedentes. La oferta de recursos alcanzó, como resultado de ello, montos muy superiores a aquéllos con que cuentan los mecanismos multilaterales existentes. La Reserva Federal llegó a tener canjes que superaron el medio billón de dólares, es decir unas dos veces la capacidad de crédito que tenía al iniciarse la crisis el Fondo Monetario Internacional (FMI). Las líneas de canje incluyeron aquellas extendidas a cuatro economías emergentes juzgadas como estratégicas (Brasil, República de Corea, México y Singapur).

La relativa coordinación de las acciones de los principales bancos centrales del mundo no tuvo su correlato en las acciones de los gobiernos. En crisis como las actuales, en las cuales se producen fuertes ajustes de los balances financieros de las empresas y los hogares, existe un relativo consenso en torno a que la política monetaria y crediticia no es necesariamente muy efectiva para inducir aumentos en la demanda agregada. Por eso, desde comienzos de la crisis muchos analistas reclamaron que una parte

de la reactivación debería descansar sobre la política fiscal. Más aún, en la medida en que los beneficios tributarios también tienen efectos inciertos sobre la demanda agregada, la expansión del gasto público era preferible. Existe, además, un gran acuerdo en torno a que los países con superávit externo deben liderar la adopción de políticas macroeconómicas expansivas.

Sin embargo, la lógica económica no imperó en este campo, por dos razones esenciales. En primer lugar, porque no coincidió con la lógica política, tanto por el temor a una nueva fase de endeudamiento público (v.gr., Alemania) como por la fuerte preferencia de la derecha por la reducción de impuestos (v.gr., Estados Unidos). En segundo término, porque la fragilidad inicial que mostró la zona euro, que llegó incluso a que se especulara en algunos círculos sobre su posible ruptura, hizo que la defensa del euro se tornase en la prioridad para sus miembros. Por su parte, los paquetes fiscales más expansivos fueron adoptados en algunos casos por países con superávit externo (China y Japón), pero también por algunos con grandes déficit (Estados Unidos, Gran Bretaña y España), en tanto que Alemania, con superávit, adoptó una actitud más prudente.

El pánico financiero ya había sido conjurado a finales de octubre de 2008, pero la crisis se transmitió con fuerza a la actividad real en las economías industrializadas, que en conjunto se contrajeron a ritmos anuales del 7 al 8% durante el último trimestre de 2008 y el primero de 2009, y generó un verdadero colapso del comercio mundial, que se contrajo un 31% en el primer trimestre de 2009 en relación con igual período un año antes.

América Latina se vio envuelta en los colapsos de la actividad productiva y el comercio mundial, aunque en magnitudes variables a lo largo y ancho de la región. El impacto más profundo fue el de la economía mexicana, que experimentó una contracción de la actividad económica en el primer trimestre de 2009 del 8% y de sus exportaciones de 28%.

La caída libre se interrumpió en el segundo trimestre de 2009, generando la expectativa de una reactivación mundial. Gracias a las agresivas políticas de expansión adoptadas por China (tanto fiscales como crediticias), que se han venido difundiendo hacia otros países de Asia Oriental, esta región es el centro de reactivación en curso. La economía de la India, mucho más cerrada, también ha continuado su ascenso, aunque a un ritmo más lento. Las regiones dependientes de las economías norteamericanas y europeas, como América Latina, podrían estar en una situación de desventaja relativa.

Aún si la reactivación en curso se consolida, las implicaciones de largo plazo de la crisis son evidentes. En el pasado, las recesiones severas han generado con frecuencia quiebres en las tendencias de largo plazo del crecimiento económico. Así ocurrió en América Latina y África a raíz de la crisis de la deuda de los años 1980, en Japón a partir de su propia “década perdida” y de algunas economías asiáticas después de la crisis de 1997. Por este motivo, todos los bancos centrales han señalado, con razón, que las medidas de reactivación deben mantenerse mientras no haya señales firmes de crecimiento económico sostenible y, por ahora, por tiempo indefinido. Como resultado de la recesión y de

los paquetes fiscales adoptados, el endeudamiento público se acelerará en varios países, entre ellos Estados Unidos, cuya deuda pública alcanzará los montos más altos desde el final de la Segunda Guerra Mundial. Eso reducirá los márgenes de la política macroeconómica hacia el futuro y puede ser uno de los factores que contribuya al lento crecimiento económico.

Los paquetes macroeconómicos desbalanceados que se han adoptado (en particular, el más agresivo de Estados Unidos y el más cauteloso de la zona euro) crean, además, el riesgo de desatar de nuevo temores de desequilibrios mundiales, que también podrían generar el peligro de que se aborte la reactivación. Si el comercio internacional continúa en niveles deprimidos en relación con los años de auge, ello podría contribuir también al lento crecimiento mundial y generar, además, un sesgo en contra de las economías con orientación exportadora.

La naturaleza de los paquetes monetarios tiene, además, implicaciones hacia el futuro en torno al debate sobre los objetivos de los bancos centrales y su autonomía. Una forma de verlo es reconocer que la multiplicidad de objetivos de los bancos centrales –inflación, actividad económica y estabilidad financiera– terminó por imponerse en la práctica sobre la visión que se venía popularizando en décadas recientes, que propugnaba que el objetivo exclusivo de los bancos centrales es la estabilidad de precios. Esta ampliación de los objetivos conlleva la necesidad de una mayor coordinación permanente de los bancos centrales con los gobiernos. Además, en la medida en que las acciones de los bancos tienen implicaciones presupuestales importantes –en particular,

como resultado del respaldo del fisco a las múltiples líneas de crédito y garantías otorgadas por los bancos centrales—, un último punto se relaciona con el control fiscal sobre su uso, que plantea temas relativos a la relación entre los bancos y los parlamentos y, en últimas, plantea interrogantes relacionados con la autonomía de los bancos centrales.

En cualquier caso, la crisis ha hecho evidente que la economía global carece de un marco de coordinación de la política macroeconómica en el ámbito mundial. De alguna manera, la coordinación informal entre los bancos centrales ha funcionado relativamente bien, pero el marco más general que se ha venido utilizando desde los años 1980, también de manera informal, el G-7, ha demostrado ser débil y no es evidente que funcionaría mejor si se amplía al G-20. El FMI tendría múltiples ventajas como centro de la coordinación de las políticas macroeconómicas en el ámbito mundial. Esta es la única forma de dar una estructura institucional a dicha coordinación y de otorgar voz a los países en desarrollo no miembros del G-20 en los procesos correspondientes—e, incluso, una voz más fuerte a la de los países en desarrollo miembros del G-20, en la medida en que logren coaliciones con otros países en desarrollo o con países industrializados no miembros de dicho grupo.

La crisis actual debe ser, por tanto, la oportunidad para poner de nuevo al FMI en el centro del debate y diseño de las políticas macroeconómicas en el ámbito mundial, un papel que perdió desde el colapso de los arreglos originales de Bretton Woods en los años 1970. Esto ha acontecido en otras esferas, como veremos, pero no en relación con la coordinación de las políticas macroeconómicas. El proceso de supervisión multi-

lateral de los desequilibrios mundiales que lanzó el FMI en 2006 fue un paso correcto en tal dirección, pero careció de compromisos claros y de mecanismos explícitos de rendición de cuentas.

### Los cambios en los marcos regulatorios

La crisis ha hecho evidente lo que muchos críticos de los procesos de liberalización financiera venían planteando desde hace algún tiempo, con la evidencia que además venían aportando las numerosas crisis financieras de las tres últimas décadas: que los sistemas financieros no se autoregulan ni son capaces de estabilizarse por sí mismos frente a perturbaciones de gran intensidad. La necesidad de regulación estatal es, por tanto, evidente. De ahí la recomendación que comenzó a hacerse a los países en desarrollo a partir de la crisis asiática sobre la necesidad de acompañar los procesos de liberalización financiera con regulación y supervisión prudencial más rigurosas.

Esta recomendación se aplicó (sin duda, con rezago) en muchas partes del mundo en desarrollo pero se ignoró en los países industrializados, que siguieron desregulando y supervisando inadecuadamente sus sistemas financieros. La razón es evidente: la fuerza de los intereses económicos que apoyan la liberalización financiera. Es más, estos intereses se han hecho sentir de nuevo y pueden limitar enormemente el alcance de la regulación, como es evidente ya en los debates en curso, tanto en Estados Unidos como en Europa.

El problema más importante es, sin duda, el comportamiento procíclico de los mercados financieros. Los auges se caracterizan por un gran “apetito por riesgo” que a la postre demuestra ser, en muchos

*En cualquier caso, la crisis ha hecho evidente que la economía global carece de un marco de coordinación de la política macroeconómica en el ámbito mundial.*

contextos, una subestimación de riesgos. Los auges producen, además, un sentido de autocomplacencia que abarca no solo a las entidades financieras sino también a las regulatorias que, por tanto, pueden dejar pasar por alto las señales de alerta temprana. Las expectativas favorables y el propio auge del financiamiento generan incrementos en los precios de los activos, que retroalimentan el auge. La acumulación de riesgos aumenta la posibilidad de que los sectores financieros enfrenten serias pérdidas ante eventos que alteran las expectativas. La “fuga hacia la calidad” que le sucede genera un súbito aumento en la percepción de riesgo, que induce a recortes en el financiamiento y, por ende, en el gasto privado. El “contagio”, tanto de optimismo como de pesimismo a lo largo del ciclo económico y el uso de información y modelos de evaluación de riesgo similares, refuerzan este comportamiento al inducir respuestas unidireccionales durante cada fase del mismo.

Esta íntima asociación entre el ciclo financiero y el ciclo real y, por consiguiente, entre la acumulación de riesgos financieros y el comportamiento macroeconómico, ha sido resaltada por mucho tiempo en la llamada literatura “macro-prudencial”. Uno de los corolarios de este análisis es que el foco microeconómico tradicional de la regulación prudencial –en particular, sobre diversificación de riesgo– es inadecuado para evitar la acumulación de riesgos durante los períodos de auge. Una de las razones fundamentales es que la liberalización financiera y de la cuenta de capitales ha acentuado estos fenómenos, generando una alta correlación en el comportamiento de los agentes y de los distintos mercados

que reduce la efectividad de las estrategias microeconómicas de diversificación de riesgo, ya que implican, en la práctica, que distintos mercados tienden a moverse en forma paralela –es decir, se encuentren fuertemente correlacionados–.

El debate regulatorio está en curso, con todas sus complejas dimensiones de economía política. La primera es la tensión entre las instancias regulatorias (una mezcla, según el caso, de gobiernos, bancos centrales y parlamentos) y los sectores financieros. Aparte de la percepción de las autoridades de que su función fundamental es impedir crisis futuras, ellas enfrentan la presión de una ciudadanía que se siente vulnerada por las prácticas financieras del pasado y rechaza, por ende, las medidas de rescate de dichas entidades, que por ese mismo motivo solo pueden justificarse políticamente si se fortalece la regulación estatal de sus actividades. La segunda tensión se genera en el campo internacional entre las normas nacionales y supranacionales. Este último debate es particularmente relevante en Europa y ha generado tensiones importantes entre Gran Bretaña y la Comisión y Unión Europeas. Dentro del debate en curso, es evidente, sin embargo, que han surgido algunos consensos, que se reflejan, en particular, en las declaraciones del G-20 (tanto la de noviembre de 2008 en Washington como la de abril de 2009 de Londres), así como en múltiples reportes sobre el tema. Sin embargo, no todos estos consensos se están llevando a la práctica y existe poca claridad sobre las formas institucionales que adoptará el diseño regulatorio.

El primer consenso es, sin duda, que la regulación debe ser más comprensiva, para incluir tanto agentes como operacio-

nes financieras que han estado fuera de su alcance. No obstante, el debate sobre las fronteras de la regulación sigue siendo importante, así como sobre cuál es la autoridad competente cuando existen varias autoridades en un mismo país (el caso de Estados Unidos, en particular). Entre los agentes no regulados se incluirían, de alguna manera, los fondos de inversión alternativa (*hedge funds*, pero que hacen mucho más que cobertura) y entidades similares, las entidades financieras asociadas a negocios industriales o comerciales (por ejemplo, aquellas que venden a plazo a consumidores que adquieren bienes de consumo duradero) y las agencias calificadoras de riesgo. Las operaciones no (o inadecuadamente) reguladas incluyen las operaciones de derivados, la titularización de activos y las operaciones por fuera de balance (que deberían ser, en cualquier caso, prohibidas, como lo son en algunos países, como España).

Una de las recomendaciones de algunos analistas es que los agentes y actividades deben estar sujetos a un mismo tipo de regulación, independientemente de su nombre, para garantizar regulaciones equivalentes. Por ejemplo, las coberturas por incumplimiento crediticio (*credit default swaps*) son un seguro de crédito y deberían estar sujetas, por tanto, a regulaciones similares a dichos seguros. El problema de garantizar una regulación equivalente es particularmente importante en la intersección entre la regulación bancaria y la del mercado de capitales. Por ejemplo, una emisión de bonos en el mercado de capitales es una operación de crédito y debería, por tanto, estar sujeta a encajes, reservas (“*margin requirements*” en el lenguaje nor-

teamericano) o depósitos de garantía similares a los que afectan el capital y las provisiones de una entidad bancaria que otorga un crédito equivalente. Otra de las sugerencias, que ocupa un papel central en las propuestas que ha presentado el gobierno de Estados Unidos, es que las operaciones a través del mercado de capitales deberían hacerse, además, homogéneas y transparentes, para garantizar que se desarrolle un mercado amplio y abierto y puedan crearse cámaras de compensación, lo que constituye una protección importante para los inversionistas. En aquellos casos en que no sea posible homogenizar las transacciones y que éstas se realicen, por tanto sobre el mostrador, muchos analistas han sugerido que deberían tener regulaciones más rigurosas (v.gr., mayores reservas o depósitos de garantía).

No menos importante, para corregir las asimetrías de información que enfrentan los compradores de activos titularizados, se obligaría al emisor primario a conservar una parte de ellos en su poder, con el fin de garantizar la calidad de las evaluaciones de riesgo correspondientes. Además, en el caso de las operaciones de derivados, se podría limitar o prohibir la participación de agentes que no tienen interés directo en un determinado riesgo. De esta manera, por ejemplo, nadie que carezca de acciones o títulos de deuda de una empresa privada o de un gobierno podría comprar coberturas contra la quiebra o suspensión de pagos de dicha empresa o gobierno, y que hoy los adquieren por razones exclusivamente especulativas. De igual forma, se prohibiría o restringiría la compra de futuros de productos básicos a aquellos agentes que no operan regularmente en el mercado de

dichos productos (lo que ha sido corriente en el pasado).

Un caso regulatorio particular es el de las entidades que tienen implicaciones sistémicas u operan en el ámbito global. En este caso, se reconoce que la supervisión debe ser más estricta y que debe hacerse, en el segundo, a través de un mecanismo estrictamente internacional, que puede ser el “colegio de supervisores” propuesto por el G-20. Aparte de una mayor supervisión, algunas propuestas implicarían la exigencia de mayor capital o, eventualmente, reservas o garantías, que sean la contrapartida del riesgo de que estas entidades tengan que ser salvadas por el gobierno durante una crisis (es decir, cubran el costo de la garantía estatal implícita) y, por ende, enfrentan problemas severos del así llamado “riesgo moral” (*moral hazard*).

Un segundo gran principio de acuerdo es que, como ya se señaló, las regulaciones deben tener un marco macroprudencial que incluya, en particular, un importante componente anticíclico. Este es un reconocimiento a un elemento que la literatura macroprudencial había venido resaltando por mucho tiempo, pero que no había recibido suficiente atención por parte de los reguladores. Implica también corregir un importante elemento procíclico de las regulaciones existentes. Las propuestas más comunes en esta materia se refieren a aumentar los requisitos de capital durante los auge y/o establecer límites absolutos a los niveles de apalancamiento (la relación entre los pasivos y el capital) de las entidades (Suiza ha adoptado ya una norma del segundo tipo). No obstante lo anterior, el marco más importante en funcionamiento de este tipo, que España puso en marcha en

2000, concentra su atención sobre las provisiones por cartera de dudoso recaudo, obligando a las entidades a hacer provisiones cuando se desembolsan los créditos y no solo cuando estos no se pagan o se prevé que darán lugar a incumplimientos a las obligaciones. Debe señalarse, sin embargo, que el reconocimiento de la importancia de las regulaciones macroprudenciales no se ha materializado en todos los casos en sugerencias específicas de reforma. Es frustrante, en particular, que, a diferencia de Europa, las recientes propuestas del gobierno de Estados Unidos sobre regulación no incluyeran sugerencias muy específicas en este campo.

Un tercer principio de acuerdo se refiere a la transparencia con la cual deben operar los intermediarios financieros. Uno de los temas esenciales en este campo es la transparencia de las operaciones financieras complejas, que exige que su diseño sea claro y la información relevante esté disponible para los agentes que participan en ambos lados del mercado. Ello debería conducir quizás a un principio de simplicidad, ya que la complejidad en el diseño de ciertas operaciones aumenta las asimetrías de información.

Las normas contables plantean también problemas de transparencia. La valoración a precios de mercado tiene evidentes ventajas desde la perspectiva de la transparencia, pero al mismo tiempo genera efectos procíclicos sobre el sector financiero, ya que las mayores valoraciones (v.gr., las de las hipotecas) alimentan los auge y las menores valoraciones las crisis. La solución no consiste, sin embargo, en eliminar tales criterios de valoración (como ha ocurrido en parte durante la crisis actual en Estados

Unidos, por presión del sector financiero), sino en hacer ajustes que compensen este efecto procíclico.

Entre estos ajustes, se ha propuesto que la relación entre los préstamos y el valor de los activos tenga un comportamiento anticíclico (se reduzca durante el auge, aumente durante las crisis). Otro criterio que ha sido defendido por algunos analistas es tener en cuenta el plazo de los fondos con los que cuentan distintas entidades, e imponer la valoración a precios de mercado a los agentes que tienen fundamentalmente pasivos de corto plazo, en particular los bancos, pero reglas que sigan menos los movimientos de corto plazo a aquéllos que tienen recursos de mayor plazo, como los fondos de pensiones.

Un cuarto criterio en materia regulatoria es la defensa del consumidor. El punto esencial en este campo es que los agentes económicos que no tienen una gran sofisticación financiera deben contar con productos que sean simples y, por ende, fáciles de entender. Siguiendo diversas sugerencias que han estado sobre la mesa, el gobierno de Estados Unidos ha propuesto que se cree una Comisión de Seguridad Financiera (Financial Safety Commission) que se encargue específicamente de supervisar qué productos se ofrecen en el mercado, e incluso de permitir o no su comercialización. Una alternativa para países que tienen una estructura de regulación y supervisión prudencial menos fragmentada, es crear una rama dentro de la autoridad competente (la superintendencia financiera o el banco central) encargada específicamente de la defensa del consumidor.

Cabe señalar, por último, que estas propuestas no sustituyen sino que complementan los criterios microprudenciales que han

sido objeto de atención en la regulación existente, en particular la adecuada diversificación de riesgos. El fuerte proceso de concentración que viene experimentando el sector financiero indica que otro criterio tradicional, el control de posiciones dominantes en el mercado, tendrá una importancia decisiva hacia delante. Este tema se relaciona con los problemas que plantean entidades que, por su tamaño, pueden generar grandes perturbaciones en el mercado. Por uno y otro criterio, puede ser conveniente hacer un uso activo de la potestad de las autoridades antimonopólicas de dividir las entidades financieras más grandes.

Las autoridades suizas han venido sugiriendo medidas de este tipo, aunque no las han llevado a cabo.

El diseño institucional del sistema regulatorio ha sido también objeto de mucho debate, tanto en el ámbito nacional como internacional. Por tradición, Estados Unidos está inclinado a mantener un conjunto amplio de reguladores y supervisores financieros, que además abarcan autoridades de los estados federados. La propuesta del gobierno de dicho país no es reducir el número de reguladores y, menos aún, unificarlos (como en el sistema británico), sino crear un Consejo de reguladores presidido por el Secretario del Tesoro, aunque dejar en manos de la Reserva Federal (que sería uno de los miembros del Consejo) la competencia para supervisar las entidades sistémicamente importantes. Este hecho ha generado una reacción negativa de algunos parlamentarios, que consideran que la Reserva Federal no sólo fue incapaz de evaluar los riesgos que se venían acumulando sino que carece de mecanismos de rendición de cuentas apropiados. Este hecho resalta la importancia de la adecuada rendi-

*El fuerte proceso de concentración que viene experimentando el sector financiero indica que otro criterio tradicional, el control de posiciones dominantes en el mercado, tendrá una importancia decisiva hacia delante.*

ción de cuentas de las entidades encargadas de la regulación y supervisión prudencial. Plantea, además, importantes problemas de coordinación entre los gobiernos y los bancos centrales cuando comparten estas tareas, así como problemas asociados a los límites de la autonomía de los segundos.

Un tema relacionado se plantea en aquellos países donde la regulación y supervisión prudencial no están a cargo de los bancos centrales, como acontece en varios de los latinoamericanos. En ese caso, los bancos centrales parecerían ser, de todas maneras, las autoridades apropiadas para tomar el liderazgo en materia de expedición de normas macroprudenciales. Esto es aún más claro en la medida en que estas normas son complementarias de la política monetaria y, de hecho, podrían ser más efectivas en regular el ciclo crediticio, una tarea para la cual la política monetaria puede tener efectos limitados. Sin embargo, la división de funciones entre el banco central y el gobierno en materia regulatoria pone nuevamente sobre la mesa los problemas de coordinación y autonomía ya mencionados.

En el campo internacional, la Unión Europea está en proceso de redefinir la compleja división de competencias entre las autoridades de la Unión (el Parlamento y la Comisión) y las nacionales. En el ámbito global, los mecanismos de cooperación propuestos son todavía muy débiles. Aparte del ya mencionado Colegio de Supervisores, el G-20 ha propuesto que el Foro (ahora Junta) de Estabilidad Financiera (Financial Stability Board) asuma la tarea de coordinar la regulación prudencial en el campo internacional (es decir, de la expedición de estándares básicos), en colaboración con

las entidades especializadas, la más importante de las cuales es el Comité de Basilea de Supervisión Bancaria. Para ello también aprobó la ampliación de su membrecía, para incorporar a todos los países en desarrollo que hacen parte del G-20.

Sin embargo, esta Junta carece de una secretaría fuerte y tendrá, en cualquier caso, una membrecía limitada. Por este motivo, una alternativa que se ha sugerido es que el Banco de Pagos Internacionales, que de hecho ha venido apoyando al Foro, se transforme en dicha secretaría. Esto exigiría, sin embargo, ampliar la membrecía del Banco de Pagos Internacionales y aumentar su responsabilidad política. Un elemento implícito en estas propuestas es el reconocimiento de que, si bien el FMI debe incluir, e incluso reforzar la vigilancia de los sistemas financieros de los países miembros, como parte de sus tareas de supervisión macroeconómica (en particular, las que realiza en el marco del Artículo IV del acuerdo constitutivo del Fondo), no debe estar a cargo de diseñar los estándares internacionales de regulación y supervisión prudencial.

### **Los problemas específicos de los países en desarrollo**

Uno de los consensos que se difundió al inicio de la crisis es que los países en desarrollo deberían ser también parte de la solución y, por ello, al igual que los industrializados, deberían adoptar políticas macroeconómicas anticíclicas. El hecho de que muchos de ellos habían acumulado cuantiosas reservas internacionales y tenían niveles de endeudamiento público y externo menores que en las crisis precedentes, indica que tenían mayor margen

de acción para hacerlo que en el pasado. Al mismo tiempo, la crisis hizo evidente, sin embargo, un problema que ha sido una característica notoria de la globalización en las últimas décadas (como lo fue, por lo demás, en la primera globalización, la de finales del siglo XIX y comienzos del XX): que los flujos de capital hacia los países en desarrollo son excesivamente procíclicos, es decir se elevan desproporcionadamente durante los auge y están sujetos a interrupciones bruscas durante las crisis. Ese comportamiento procíclico es, de hecho, la restricción más importante para la adopción de políticas macroeconómicas anticíclicas.

La salida de capitales del mundo en desarrollo que se comenzó a insinuar a mediados de 2008 y se desató abiertamente en septiembre, hizo evidente, por tanto, que muchos países en desarrollo no podrían adoptar políticas anticíclicas sin contar con apoyo multilateral (del FMI y los bancos multilaterales) o bilateral (asistencia oficial para el desarrollo). Este apoyo es particularmente importante para aquellos países que tienen un margen de acción reducido, ya sea porque acumularon desequilibrios durante el auge precedente o porque han experimentado un colapso de los términos de intercambio o salidas masivas de capitales.

El problema principal en este campo es, sin embargo, la escala de dicho financiamiento. A comienzos de 2009, el Instituto de Finanzas Internacionales calculó, por ejemplo, que los países “emergentes” enfrentarán una salida neta de capitales de 30.000 millones de dólares en 2009, que se compara con una entrada neta de 632.000 millones en 2007. Las instituciones financieras multilaterales aumentarán su financiamiento neto

entre ambos años, pero solo en el equivalente a 28.000 millones de dólares, es decir al 4% del faltante.

La necesidad de acrecentar el financiamiento de emergencia a los países en desarrollo durante las crisis no es, por supuesto, un problema nuevo. Durante la crisis latinoamericana de la deuda, ello se reconoció en el Plan Baker, de mediados de los años 1980, que antecedió al ya mencionado Plan Brady. A su vez, la crisis mexicana de 1994-1995 puso en marcha, con un fuerte respaldo de Estados Unidos, de un paquete de apoyo a México en cantidades que no tenían precedentes. A su vez, a partir de la crisis asiática, el FMI creó dos nuevas facilidades crediticias: el Servicio de Complementación de Reservas, que se puso en marcha en 1997, y la Línea de Crédito Contingente, con propósitos preventivos. La primera sirvió de marco para los grandes créditos otorgados a las economías emergentes durante la crisis de 1998-2002. La crítica fundamental a este mecanismo de financiamiento es que estuvo acompañado de excesivas condicionalidades, que incluso obligaban a los países en desarrollo a adoptar políticas macroeconómicas recesivas, es decir, lo opuesto a las políticas anticíclicas que se deseaba ahora poner en marcha.

La segunda línea no fue utilizada, por temor a que ello sería percibido como un indicador de vulnerabilidad, y fue suspendida en 2003; en 2006 el FMI propuso crear una línea alternativa, denominada Línea de Aumento de Reservas, que tampoco fue usada.

La crisis actual ha sido la más ambiciosa en todos estos campos, ya que ha combinado el uso activo de los mecanismos de canje de monedas de los bancos centrales con un

impulso en gran escala a la capacidad crediticia del FMI. Ya vimos en una sección anterior la importancia del primero de estos mecanismos. La reunión de Londres del G-20 aprobó, a su vez, una gran inyección de recursos para este organismo: 750.000 millones de dólares en endeudamiento del Fondo con los países y, eventualmente, en el mercado, y 250.000 millones adicionales en emisiones de Derechos Especiales de Giro (DEGs), de los cuales poco menos del 40% serían asignados a países en desarrollo de acuerdo con el sistema vigente de cuotas. Los 750.000 millones seguramente sobreestiman los recursos que estarán efectivamente disponibles. Una parte de los préstamos seguramente será sustituida con aportes de cuotas, una vez termine la discusión de este tema en 2011, de acuerdo con el cronograma vigente.

Las decisiones del G-20 fueron precedidas en marzo de 2009 por una importante reforma de las líneas de crédito del FMI, que incluyó:

- La creación de la Línea de Crédito Flexible, ya utilizada por tres países (Colombia, México y Polonia), que permite que países con políticas macroeconómicas sólidas puedan acceder a recursos en gran escala con propósitos preventivos y sin condicionalidad ex post.
- La duplicación del tamaño de otras líneas de crédito.
- La decisión de desembolsar los créditos independientemente de si los países cumplen o no los requisitos de condicionalidad estructural. Las metas fiscales se han hecho también menos exigentes en los programas actuales del FMI en comparación con lo que era típico en el pasado.

Sin embargo, existe el temor de que la nueva estrategia de financiamiento del

Fondo sólo facilitará recursos a países con políticas macroeconómicas fuertes o aquellos con necesidades considerables de recursos, dejando a la mayoría de los países en desarrollo sin apoyo de ningún tipo. La nueva línea de crédito de liquidez creada por el Fondo en octubre de 2008 es un paso positivo, pero es esencial que no termine por dividir a estos países en dos categorías, los que tienen buenas y malas políticas, pues esto aumentaría significativamente los riesgos del segundo grupo. Los críticos del Fondo han señalado, además, que los programas del FMI siguen adoptando políticas macroeconómicas procíclicas.

Estas iniciativas han sido complementadas con otras orientadas a aumentar el financiamiento de los bancos multilaterales de desarrollo. La utilización al máximo de su capacidad de crédito es la opción que se ha adoptado en todos los casos, pero también es necesario contar con capitalizaciones adicionales de los bancos regionales y subregionales de desarrollo (como la que fue aprobada en agosto para la CAF). Una implicación de ello es que el papel anticíclico ha sido reconocido explícitamente como una de las funciones principales de los bancos multilaterales de desarrollo, al lado de la provisión de bienes públicos mundiales o regionales—de los cuales, el combate al cambio climático figura ahora en el centro de la agenda mundial— y el apoyo a aquellos países, especialmente lo más pobres, que no tienen acceso a los mercados privados.

Uno de los problemas más importantes que enfrentan los países en desarrollo durante las crisis es el recorte de las líneas comerciales disponibles para los exportadores.

Esto no solo agudiza los efectos recesivos de la contracción del comercio sino que

destruye un mecanismo esencial de recuperación de los países con déficit externo. De ahí se deriva la importancia de contar con programas de financiamiento comercial de los bancos multilaterales en gran escala. Estas instituciones pueden jugar también un papel esencial como “creadores de mercados” para instrumentos innovadores, tales como los bonos atados al PIB y a los precios de productos básicos, y aumentar el financiamiento a los países en desarrollo en sus propias monedas.

Una sorpresa ha sido, sin embargo, la ausencia de una iniciativa importante del G-20 para aumentar la Asistencia Oficial para el Desarrollo, que más bien parece estar enfrentando recortes importantes debido a las dificultades fiscales de la mayoría de los países industrializados. Este tema también brilló por su ausencia en la reunión del G-7/8 en Roma, donde sólo se aprobó un programa para promover la oferta de alimentos en los países más pobres.

Dos temas que también han estado ausentes en el debate son los referentes a las regulaciones a los flujos internacionales de capital y a los mecanismos institucionales para manejar los problemas de sobreendeudamiento. En el primer caso, cabe anotar que las regulaciones a los flujos de capital pueden jugar un papel similar o complementario a los marcos macroprudenciales, dado que el comportamiento procíclico de los flujos de capital es una de las principales fuentes (e incluso la principal fuente) del comportamiento procíclico del crédito en los países en desarrollo y genera otros problemas, entre los que se destacan los descalces de moneda (la diferencia entre la moneda en que se denominan los activos y los pasivos de un agente económico).

Este último problema ha sido uno de los más importantes en innumerables crisis y ha estado presente en varios de los casos más complejos durante la actual, en especial en países de Europa central y oriental. Las regulaciones sobre los flujos de capital pueden jugar un papel equivalente a las regulaciones macroprudenciales o incluso desempeñar mejor esa función.

Es importante destacar, en este contexto, que el acuerdo constitutivo del FMI deja a los países en libertad para imponer restricciones a la entrada o salida de capitales. Por este motivo, podría decirse incluso que el Fondo no sólo debería tolerar sino también asesorar a los países sobre qué tipo de regulaciones a los flujos de capital se deben adoptar bajo determinadas circunstancias. Más aún, sería conveniente acordar algunos principios internacionales sobre qué tipo de regulaciones de este tipo se presumen convenientes. Entre ellas se podrían incluir al menos tres: la posibilidad de establecer encajes a las entradas de capitales, requisitos de estadía mínimos en los países receptores (como de hecho lo aplican los fondos mutuos a los inversionistas) y la prohibición de prestar en monedas extranjeras a agentes económicos que no tienen ingresos en dichas monedas.

Por su parte, la crisis de la deuda de los años ochenta hizo evidente por primera vez que el mundo no cuenta con instituciones para manejar los problemas de sobreendeudamiento externo de los países en desarrollo. La única excepción en este sentido es el Club de París, que maneja exclusivamente deudas oficiales bilaterales. De ahí la dependencia de iniciativas ad hoc en este campo, como el ya mencionado Plan Brady y las iniciativas para los países pobres. A ellas se

*Es importante destacar, que el acuerdo constitutivo del FMI deja a los países en libertad para imponer restricciones a la entrada o salida de capitales.*

agregan las renegociaciones individuales, generalmente traumáticas. El problema de todos estos mecanismos es que llegan generalmente tarde, cuando los altos niveles de endeudamiento han tenido efectos devastadores sobre los países. Por otra parte, este sistema es inequitativo horizontalmente, ya que ni los deudores ni los acreedores son tratados de la misma manera.

La crisis mexicana de 1994-1995 generó propuestas más articuladas para crear un mecanismo institucional en este campo. Después de la crisis asiática, el propio FMI tomó este tema bajo sus riendas en 2001-2003 al proponer la creación de un Mecanismo de Reestructuración de Deudas Soberanas (*Sovereign Debt Restructuring Mechanism*).

Aunque esta iniciativa falló, produjo dos respuestas parciales: la aceptación de los acreedores privados de incluir cláusulas de acción colectiva en los contratos de emisión de bonos en Estados Unidos, que definen las mayorías necesarias para reestructurar dicha deuda—un mecanismo que ya era utilizado en otros mercados, especialmente el inglés—y la aprobación de algunos “códigos de conducta”, entre los que se destacan los “Principios para flujos de capital estables y reestructuración justa de las deudas en mercados emergentes” adoptados en el 2005 por el Instituto de Finanzas Internacionales.

Aunque durante la crisis actual se han escuchado de nuevo voces en este sentido, este tema ha estado fuera de la agenda de los países industrializados. La reciente Conferencia de las Naciones Unidas sobre la crisis financiera y económica mundial y sus efectos sobre el desarrollo (junio 24 a 26) hizo un llamado, pero sólo para “explorar” un marco más estructurado de coope-

ración en este campo, aunque reconoció la posibilidad de que los países en desarrollo con grave escasez de reservas acudan al congelamiento temporal del servicio de la deuda.

La Comisión de expertos sobre reformas del sistema monetario y financiero internacional convocada por el Presidente de la Asamblea General de las Naciones Unidas (la Comisión Stiglitz) ha retomado este tema, al plantear que la nueva arquitectura financiera debe incluir una Corte Internacional para la Reestructuración de las Deudas Soberanas, que debe servir como mediadora y eventualmente árbitro de renegociaciones de deudas internacionales públicas y privadas (en este último caso cuando el problema involucra una crisis de balanza de pagos de un país). Esquemas exclusivamente privados, como aquellos que se basan en las cláusulas de acción colectiva, son insuficientes, en la medida en que los países deudores tienden a no utilizar dichos instrumentos para evitar antagonizar a los acreedores.

Un mecanismo de este tipo comenzaría con la declaratoria de moratoria por parte del país deudor, que desencadenaría las renegociaciones. El sistema debe estar basado en el principio de que la solución debe ser definitiva y darle, por tanto, al país deudor no solo la posibilidad de superar su sobreendeudamiento, sino también de retornar al mercado. Los bancos multilaterales pueden diseñar mecanismos en los que, a través de la concesión de garantías, facilitan dicho retorno. El sistema debe finalmente, propender por la equidad horizontal, dando igual tratamiento a distintos deudores y a distintos acreedores, públicos o privados.

### La reforma del sistema monetario internacional

El FMI fue creado sobre un sistema monetario internacional dual, basado en un paridad fija entre el oro y el dólar. Este sistema colapsó a comienzos de los años 1970 y fue reemplazado por uno basado, en lo fundamental, en una moneda fiduciaria nacional, el dólar de Estados Unidos. Es también, debe decirse, un sistema en el que diversas monedas de reserva compiten entre sí, pero esta ha sido hasta ahora una característica subsidiaria.

Este sistema es inestable e inequitativo. Es inestable por dos razones básicas. En primer término, porque, al igual que todos los sistemas que le antecedieron, tiene un sesgo en contra de los países deficitarios: los ajustes que estos países necesitan adoptar para equilibrar sus cuentas externas son más severos que aquéllos que enfrentan los superavitarios para hacerlo. Esto genera un efecto recesivo (o, como se dice más corrientemente en estos debates, deflacionario), ya que reduce la demanda agregada mundial. Este es un hecho que se hace particularmente evidente durante las crisis, cuando el financiamiento del déficit se torna más difícil. La única excepción, cabe agregar, es la de Estados Unidos, que es capaz de financiar parte de sus déficit con la demanda de reservas del resto del mundo. Esto implica, por lo demás, que el sistema no impone disciplina macroeconómica al país que emite la principal moneda de reserva internacional y le permite, por tanto, financiar sus déficit inundando al mundo de activos en dólares.

Esta característica agrega, sin embargo, el segundo elemento de inestabilidad, ya que lo sujeta a ciclos de confianza en el

dólar como moneda de reserva. La única manera como el resto del mundo puede acumular activos netos en dólares es si los Estados Unidos incurre en un déficit en cuenta corriente. Sin embargo, el déficit estadounidense tiende a minar la confianza en el dólar como moneda de reserva. Tal pérdida de confianza puede conducir a ajustes orientados a restaurar su credibilidad, pero esto genera un efecto recesivo mundial —es decir, nuevamente un sesgo deflacionario—.

Este problema se conoce en la literatura económica como el “dilema de Triffin”, en honor a quien lo formuló por primera vez en los años 1950. Su reflejo principal desde mediados de la década de los setenta han sido los ciclos cada vez más intensos de aumento y corrección del déficit en cuenta corriente de Estados Unidos. Como estos ciclos han estado caracterizados, además, por fuertes variaciones en la tasa de cambio del dólar, esta moneda ha perdido el atributo principal que debe tener un activo internacional de reservas: un valor estable.

El sistema es inequitativo porque obliga a los países en desarrollo a transferir recursos hacia la nación que provee la moneda de reserva. Esta transferencia se ha acrecentado, además, con el tiempo a medida que estos países han reconocido que la única manera de manejar la inestabilidad de los mercados financieros internacionales es acumulando grandes cuantías de reservas internacionales. En efecto, la demanda de reservas de los países en desarrollo aumentó drásticamente después de la crisis de la deuda de los años 1980 y, especialmente, de la crisis asiática. En promedio, los países de renta media, excluida China, pasaron de tener niveles de reservas equivalentes a un 3% del PIB en los

*Una solución es permitir o incluso incentivar a que el sistema evolucione hacia uno basado claramente en una multiplicidad de monedas de reserva, es decir acentuando la característica subsidiaria del sistema actual.*

años 1980, al 21% en 2007 (47% en el caso de China) y los de renta baja al 16%. El hecho de que este proceso tuvo lugar después de los dos grandes crisis del mundo en desarrollo y el adicional de que ha sido generalizado, indican que este motivo de “autoaseguramiento” contra las crisis y no el “mercantilismo” es el que explica esa monumental acumulación de reservas. Cabe agregar que, en la medida en que la acumulación de reservas del mundo en desarrollo genera superávit o mejores saldos en cuenta corriente, contribuye a los efectos recesivos del sistema monetario internacional mencionados anteriormente.

Una solución es permitir o incluso incentivar a que el sistema evolucione hacia uno basado claramente en una multiplicidad de monedas de reserva, es decir acentuando la característica subsidiaria del sistema actual. Sin embargo, ello no resolvería los problemas de equidad del sistema vigente y podría acentuar su inestabilidad, al agregar el impacto de la volatilidad de los tipos de cambio de dichas monedas. De hecho, en un sistema de esa naturaleza, ninguna de las monedas de reserva cumpliría el requisito fundamental de tener un valor estable. Además, no es claro que el sistema actual provea suficientes alternativas al dólar, como se hizo evidente durante la crisis reciente. Los activos en euros probaron ser un sustituto imperfecto, debido a la ausencia de un mercado integrado de bonos en Europa y a la propia debilidad que mostró la zona euro.

Por este motivo, la mejor alternativa sería evolucionar hacia un sistema basado en una moneda fiduciaria respaldada por

todos los bancos centrales del mundo. El mejor candidato en tal sentido son los Derechos Especiales de Giro del FMI, creados en los años sesenta precisamente con la expectativa de que se convirtieran en la principal moneda mundial de reserva. Esto permitiría, además, completar la evolución de los sistemas monetarios nacionales e internacionales desde el siglo XIX hacia monedas fiduciarias<sup>1</sup>. La revitalización de la emisión de DEGs promovida por el G-20 es un paso en esa dirección. A la aprobación de una emisión equivalente a 250.000 millones de dólares se agregaría a la de otros 21.400 millones de DEGs (unos 33.000 millones de dólares) que fue aprobada en 1997 pero no se había llevado a cabo por la falta de aprobación del Congreso de los Estados Unidos, que se hizo efectiva el pasado mes de junio. Aún así, esas dos emisiones sólo llevarían al total de activos de DEGs al equivalente al 5% de las reservas mundiales.

Las propuestas más ambiciosas en esta dirección han sido las de China y la Comisión Stiglitz. El Gobernador del banco central de China, Zhou Xiaochuan, hizo en marzo un llamado a crear un nuevo sistema monetario internacional basado en tres pilares:

una moneda internacional de reservas que debe tener, en primer término, un punto de referencia estable y debe ser emitida de acuerdo con una serie de reglas claras que garanticen su oferta ordenada; segundo, la oferta debe ser suficientemente flexible para garantizar que se ajuste a tiempo a los cambios en la demanda; tercer, dicho ajuste debe estar desconectado de las condiciones eco-

1. Algunas voces, afortunadamente aisladas, han propuesto volver a cimentar el sistema monetario mundial sobre aquella “reliquia de los bárbaros”, como caracterizó Keynes al oro, pero eso sería incompatible con el manejo monetario anticíclico de los bancos centrales modernos.

nómicas y los intereses soberanos de cualquier país individual<sup>2</sup>.

A su vez, la Comisión Stiglitz planteó al mismo tiempo una reforma orientada a poner una moneda realmente internacional en el centro del sistema, que podrían ser los DEGs. La Conferencia de las Naciones Unidas realizada en junio “reconoció” estos llamados de reforma.

Una reforma basada en los DEGs debería tener dos características destacadas. La primera sería una emisión de DEGs equivalente a la demanda mundial adicional de reservas, que la Comisión Stiglitz estimó entre 150.000 y 300.000 millones de dólares al año. Esta emisión podría hacerse en forma regular, pero sería mejor concentrarla en los períodos de crisis, para así evitar alimentar los auges y, por el contrario, introducir un elemento anticíclico en el manejo macroeconómico mundial. Para corregir la asimetría que el sistema actual genera a favor de los países superavitarios, que además produce efectos recesivos en el ámbito mundial, la emisión de DEGs podría eventualmente excluir a los países que muestren superávit “excesivos” o “estructurales” –términos que habría que definir, por supuesto, con precisión.

Estas emisiones estarían acompañadas, en segundo lugar, con un financiamiento anticíclico en gran escala, para apoyar a los países que enfrenten dificultades durante las crisis para financiar sus déficit. Para ello existen dos alternativas complementarias:

- Considerar los DEGs emitidos pero no utilizados como depósitos en el FMI, que

se usen para financiar los préstamos de dicho organismo.

- Otorgar préstamos durante las crisis emitiendo nuevos DEGs (de manera similar a como lo hacen hoy los bancos centrales nacionales); estas emisiones se destruirían automáticamente a medida que se paguen los préstamos.

Un financiamiento en gran escala del FMI durante las crisis, sin las excesivas condicionalidades que han caracterizado en el pasado su financiamiento, crearía un mejor “seguro colectivo” y reduciría tanto la asimetría que enfrentan los países deficitarios durante las crisis, como la necesidad de acumular reservas como medida de “autoaseguramiento”.

Una alternativa para mejorar el aseguramiento colectivo sería también introducir, al menos parcialmente, la reforma que propuso Keynes en las discusiones que precedieron a la creación del FMI: un sobregiro automático, disponible por lo tanto sin condicionalidad alguna, al menos por cuantías y períodos limitados.

Además, para corregir la asimetría que enfrentan los países en desarrollo en el sistema financiero internacional, que se deriva de la excesiva volatilidad financiera que enfrentan, las emisiones de DEGs podrían estar atadas, al menos en parte, a la demanda de reservas de los distintos países. Otra alternativa es introducirle una “dimensión de desarrollo” a dichas emisiones, como lo propuso un grupo de expertos convocados por la UNCTAD en los años 1970. Tal vez la mejor alternativa sería permitir que los DEGs no utilizados por los países industrializados y

2. Traducción propia del texto en inglés. Véase Zhou Xiaochuan, “Reform the international monetary system”, <http://www.pbc.gov.cn/english/detail.asp?col=6500&ID=178>.

“depositados” en el FMI, pudiesen ser utilizados por este organismo para comprar bonos emitidos por los bancos multilaterales de desarrollo. Otros analistas, incluidos George Soros y Joseph Stiglitz han propuesto simplemente que sean transferidos a instituciones internacionales que financien la asistencia oficial para el desarrollo (en este caso, de carácter multilateral) y la provisión de bienes públicos mundiales (como la lucha contra el cambio climático).

Un sistema de esta naturaleza corregiría, por tanto, gran parte de los problemas del actual. La negociación política de una reforma de este tipo no es, obviamente, una tarea fácil. Vale la pena agregar, sin embargo, que para Estados Unidos un sistema de este tipo tendría algunas ventajas, especialmente la de poder manejar su política macroeconómica con base en criterios estrictamente nacionales. Además, en la medida en que la moneda mundial se utilice únicamente como moneda de reserva y, por ende, exclusivamente en transacciones entre bancos centrales, el dólar seguiría siendo utilizado como la principal moneda para los intercambios comerciales y financieros en el ámbito internacional. Obviamente, con el tiempo podría permitirse que los DEGs se utilizaran en algunas transacciones financieras privadas.

Esta reforma podría –y, de hecho, debería– ser apoyada con fondos de reservas u otros acuerdos monetarios de carácter regional. Es más, la mejor alternativa sería visualizar el FMI del futuro como la cúspide de una red de fondos regionales de reservas, más que como un fondo mundial único –es decir, con una estructura más parecida al Banco Central Europeo o a la propia

Reserva Federal de los Estados Unidos que a la institución monolítica que es hoy–.

El acuerdo monetario regional más significativo es, por supuesto, el del área euro.

Existen, además, algunos bancos centrales comunes en el mundo en desarrollo, en África

Occidental y en el Caribe Oriental. En materia de fondos de reservas, el más importante es el Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR) que, pese a su nombre, sigue siendo en lo fundamental una institución andina con dos socios extrarregionales (Costa Rica y Uruguay). Hay, además, acuerdos de vieja data de canjes de monedas entre bancos centrales (el de ASEAN, por ejemplo) y sistema de pagos regionales, como el Convenio de Pagos y Créditos Recíprocos de la ALADI.

La iniciativa más importante de la década actual es la de Chiang Mai, lanzada en 2000 por los países de la ASEAN, China, Japón y la República de Corea (ASEAN +3). Dicha iniciativa fue concebida como un mecanismo basado en líneas de crédito bilaterales entre bancos centrales. En mayo de 2009 se dio un paso adicional, al aumentar sus recursos a 120.000 millones de dólares y acordar que a fines del presente año deberían ponerse definitivamente en marcha la multilateralización de las líneas de crédito aprobadas, acordada desde 2005, y el mecanismo de supervisión macroeconómica que empleará.

Por su parte, China ha dado pasos para posicionar el renminbi como moneda internacional, al otorgar líneas de crédito en dicha moneda y aumentar canjes de moneda con otros bancos centrales.

En América Latina hay también algunas iniciativas interesantes. Argentina y Brasil

han acordado un mecanismo para permitir pagos recíprocos en sus propias monedas. Se ha venido discutiendo, además, la creación de un instrumento de pagos y créditos recíprocos en el marco del ALBA (la iniciativa del Sucre), que tiene similitudes con el “peso andino” creado en los años ochenta en el marco del FLAR, pero que nunca ha sido utilizado. Estos esquemas podrían generalizarse a todos los miembros del Acuerdo de Pagos y Créditos Recíprocos de la ALADI.

Los países en desarrollo están en una posición excepcional para contribuir a la creación de instituciones monetarias regionales, gracias a las cuantiosas reservas internacionales que han acumulado. El uso más activo de dichas reservas, ya sea a través de canjes entre bancos centrales o fondos de reserva, podrían multiplicar los efectos favorables que tienen en términos de ampliar los grados de autonomía de las políticas macroeconómicas. A ello cabría agregar que las reservas o los recursos de los fondos soberanos de riqueza pueden utilizarse para capitalizar los bancos multilaterales de desarrollo de propiedad de los países en desarrollo o para invertir en bonos emitidos por dichas instituciones. La multiplicación de este tipo de instituciones financieras es, de hecho, un campo fértil para la cooperación Sur-Sur, que hasta ahora ha tendido a ser subexplotado.

### **Las reformas y el marco institucional necesario**

Todas las crisis financieras de alcance internacional de las últimas décadas han hecho evidente que es necesario reformar la arquitectura financiera internacional, que es inadecuada para el mundo de hoy. Sin embargo, estos esfuerzos se han abandonado tan pronto se tiende a normalizar

la situación. Además, cada crisis plantea problemas diferentes y centra, por lo tanto, la atención de las propuestas en determinadas direcciones. El resultado ha sido que no ha habido ningún esfuerzo consistente de reforma. Por otra parte, una constante ha sido la preferencia de los principales países industrializados por mecanismos de membresía limitada y carentes de institucionalidad formal. Esto les permite controlar los procesos de reforma, pero a costa de generar un notorio déficit democrático en la gobernabilidad mundial y de los problemas que se derivan de la falta de una institucionalidad formal (la falta de continuidad y, por ende, la ineficacia de las distintas iniciativas, un problema que ha sido endémico en el G-7). La actual coyuntura no parece una excepción a estas reglas, ya que las iniciativas de reformas son parciales y siguen el modelo institucional mencionado.

Como hemos visto a lo largo de este ensayo, las principales propuestas se han orientado a mejorar la coordinación de las políticas macroeconómicas, fortalecer la regulación prudencial y ampliar el financiamiento multilateral disponible para los países en desarrollo. Se han escuchado, además, propuestas ambiciosas de reforma del sistema mundial de reservas —una de cuyas dimensiones, las emisiones de Derechos Especiales de Giro (DEGs), ha tenido acogida parcial dentro del G-20— y se han fortalecido o puesto en marcha algunas iniciativas de corte regional. Por el contrario, dos temas que estuvieron en el centro de las crisis anteriores, centradas en el mundo en desarrollo, la regulación de los flujos internacionales de capital y la creación de un mecanismo internacional para manejar sus eventuales problemas de

*Como hemos visto a lo largo de este ensayo, las principales propuestas se han orientado a mejorar la coordinación de las políticas macroeconómicas, fortalecer la regulación prudencial y ampliar el financiamiento multilateral disponible para los países en desarrollo.*

sobreendeudamiento, han estado ahora relativamente ausentes en las discusiones.

Como un todo, estas iniciativas han resultado en el fortalecimiento considerable del FMI y de la cooperación entre bancos centrales y, en menor medida, de los bancos multilaterales de desarrollo. En otro terreno donde también ha habido avance, el de la coordinación de las políticas macroeconómicas de las principales economías, la predilección ha sido claramente por mantenerla en un marco informal (el G-7 o, a lo sumo, el G-20) en vez de emplear activamente al FMI con ese propósito, como sería deseable. En cualquier caso, los esfuerzos de coordinación han sido muy parciales, como se refleja en las muy dispares políticas monetarias y fiscales que han puesto en marcha las principales economías.

En materia institucional, la iniciativa más importante ha sido el uso del G-20 como mecanismo de cooperación de amplio alcance. Sin embargo, este Grupo parece estar todavía dominado en su funcionamiento por el G-7 (e incluso por unos pocos miembros del G-7) y refleja, en cualquier caso, la preferencia revelada de los principales países desarrollados de utilizar mecanismos informales en vez de instituciones multilaterales representativas como marco cúpula de la cooperación internacional. Es importante, por supuesto, que países claves dentro del sistema internacional muestren liderazgo, pero una institucionalidad mundial apropiada debe dar igual voz a los países en desarrollo y a los industrializados, y tanto a los países pequeños como a los grandes. Esto implica que dicho proceso no consiste en cambiar el G-7 por otra institución de su género, ya que todos los Gs enfrentan problemas de legitimidad (salvo

que sean parte de marcos formales de negociación). En esta materia, pese al avance que representa, el G-20 no es más que un acuerdo ad hoc, del cual no hacen parte algunos países en desarrollo importantes (Nigeria, por ejemplo) ni algunos de los principales actores importantes en ciertos campos (los países escandinavos, líderes, entre otras cosas, de la cooperación internacional para el desarrollo) y, en particular, excluye a países pequeños y medianos.

Lo que esto implica es que el sistema de gobierno que se diseñe para la nueva arquitectura debe conducir al diseño de instituciones representativas. Por ese mismo motivo, es necesario involucrar a las Naciones Unidas, la institucional mundial más representativa, a través de la creación definitiva de un Consejo Mundial de Desarrollo Económico y Social de la ONU, con poderes de coordinación efectivos sobre el sistema de gobierno mundial en los ámbitos económico, social y ambiental. La Comisión Stiglitz ha hecho un llamado para la creación de un Consejo de este tipo, una especie de G-20 institucionalizado. Esta es una reformulación de una vieja idea, la del Consejo de Seguridad Económica, pero con la característica novedosa de que sugiere como cabeza del sistema de las Naciones Unidas (que incluye los organismos de Bretton Woods y, de acuerdo con la propuesta, debería incluir a la OMC) y no de la ONU en el sentido más restringido. Además, ha propuesto un mecanismo de representación basado en un sistema de circunscripciones, que tendrían en cuenta el peso económico de los distintos países, más parecido a aquél bajo el cual funcionan los organismos de Bretton Woods que al sistema de

“un país, un voto” bajo el cual funcionan las Naciones Unidas.

Fuera de ello, continúan los esfuerzos que se han venido llevando a cabo durante varios años para ampliar la “voz y representación” de los países en desarrollo en los procesos decisorios internacionales en materia económica, tal como lo manda el Consenso de Monterrey. Esto abarca al FMI, el único organismo donde se han adoptado reformas en este campo (aunque muy modestas), y al Banco Mundial, donde estas discusiones están en curso, pero también a otras donde no ha tenido todavía lugar: el Banco Internacional de Pagos, la Junta de Estabilidad Financiera, el Comité de Basilea de Supervisión Bancaria y otros órganos regulatorios de carácter mundial. En algunos de estos organismos se dio el paso de ampliar su membresía a todos los miembros del G-20.

Finalmente, en todas las áreas de reforma, la arquitectura mundial debe hacer un uso más activo de instituciones regionales. En efecto, en una comunidad

internacional heterogénea, un sistema basado en redes de instituciones mundiales, regionales y nacionales es preferible a uno basado en instituciones mundiales únicas. Esta visión se apoya en viejos principios federalistas: las instituciones regionales y sub-regionales otorgan más voz y sentido de pertenencia a los países pequeños. Por ese motivo, esas instituciones serán más propensas a responder a sus demandas. Estos principios se reconocen hoy en el área del financiamiento para el desarrollo, que cuenta no sólo con el Banco Mundial sino también con una red de bancos regionales de desarrollo y, en algunas parte del mundo, con bancos sub-regionales (América Latina y el Caribe es el caso más importante) e interregionales (el Banco Islámico de Desarrollo). Las propuestas mencionadas en este ensayo extenderían esta estructura al sistema monetario internacional, donde ya hay algunas semillas, y podría hacerse extensivas a la regulación prudencial y al manejo de los problemas de sobreendeudamiento.