

Reforma de la arquitectura monetaria y financiera internacional

José Antonio Ocampo

NOVIEMBRE DE 2014

- La arquitectura monetaria y financiera internacional ha experimentado importantes reformas en años recientes, pero aún subsisten profundas limitaciones. Las principales falencias conciernen a los flujos transfronterizos, el manejo de las crisis de deudas soberanas, la coordinación macroeconómica, la reforma monetaria y las reformas en la gobernabilidad del sistema.
- El Fondo Monetario Internacional (FMI) no se ha superado el “estigma” que tiene para muchos prestatarios, y la subcapitalización del Banco Mundial (BM) implica que en el futuro esta institución probablemente no sea capaz de cumplir un papel tan activo en materia de financiamiento anti-cíclico como el que le cupo durante la crisis financiera del Atlántico Norte.
- El complejo sistema actual de coordinación de la política macroeconómica no ha impedido la generación de nuevos desequilibrios mundiales, entre los cuales los más importantes fueron causados por la acumulación de superávit en la Unión Europea, los crecientes déficits en un nutrido grupo de países emergentes y en desarrollo, la insuficiente regulación de las cuentas de capital y la falta de mecanismos para la solución de las crisis de deudas soberanas.
- La reforma institucional del sistema monetario internacional debe involucrar tres elementos: la creación de una organización cúpula más representativa que el G-20, una participación más amplia de los países en desarrollo en las instituciones de Bretton Woods y en el Consejo de Estabilidad Financiera, y el diseño de una arquitectura financiera de múltiples niveles, con participación activa de instituciones regionales y subregionales.



Índice

■ Introducción	5
■ 1. Regulación financiera	5
■ 2. Resolución de crisis	9
■ 3. Cooperación en la política macroeconómica	15
y reforma monetaria internacional	
■ 4. Reformas de la gobernabilidad	22
■ 5. Conclusiones	24
■ Bibliografía	25

Este ensayo también se publicará como contribución del autor al libro preparado por el Comité de Políticas de Desarrollo (CPD) –órgano subsidiario de ECOSOC– sobre la gobernabilidad mundial y el programa de desarrollo de la ONU para después de 2015. Se basa en trabajos previos del autor sobre el tema, que fueron apoyados por la Fundación Ford.



Introducción

La reciente crisis financiera del Atlántico Norte¹ volvió a colocar en el centro de la agenda de políticas económicas mundiales la necesidad de diseñar una arquitectura monetaria y financiera que resulte apropiada para el nivel actual de interdependencia económica global. Si bien las iniciativas que desencadenó dicha crisis han generado algún progreso, es preciso advertir que resultan sumamente incompletas. Las acciones que se han llevado a cabo pueden clasificarse en cuatro grupos principales. El primero comprende las medidas que apuntan a fortalecer el marco prudencial de regulación y supervisión financiera; el avance en este ámbito contrasta, sin embargo, con el debate aún no saldado sobre regulación de los flujos internacionales de capital. El segundo grupo incluye las acciones dirigidas a mejorar el financiamiento anticíclico que provee el Fondo Monetario Internacional (FMI), pero también los bancos multilaterales de desarrollo (BMD) y algunos esquemas regionales. El tercero abarca las medidas aún incompletas para mejorar la cooperación macroeconómica, así como las aun más limitadas dirigidas a fortalecer el sistema monetario internacional. El cuarto grupo comprende las reformas en la gobernabilidad del sistema, igualmente exiguas.

Estas acciones han repetido un patrón del pasado que consiste en apresurar las reformas frente a las crisis. Sin embargo, se han observado diferencias significativas en relación con la respuesta a la crisis de las economías emergentes que estalló en Asia oriental en 1997 y luego se extendió a Rusia, América Latina y Turquía. La primera diferencia es la mayor escala de las acciones que se adoptaron, sin duda a raíz de que en el epicentro de la reciente turbulencia se encontraban importantes países desarrollados. En segundo lugar, se han tomado medidas más comprehensivas (aunque aún limitadas) en relación con cuestiones de alcance verdaderamente global, tanto financieras como – en grado mucho menor – monetarias. Una tercera diferencia con respecto a la crisis que asoló a los países emergentes a fines de los años 90 y principios del siglo XXI ha sido la ausencia de acciones vinculadas al manejo de las crisis de deudas, situación que contrasta con el intento de crear un

mecanismo para manejar crisis de deudas soberanas que impulsó el FMI entre 2001 y 2003, tras cuyo fracaso proliferaron las cláusulas de acción colectiva en los contratos de endeudamiento. Por último, en esta oportunidad se ha prestado mayor atención a los mecanismos regionales, en contraposición con la fuerte respuesta negativa de EEUU y del entonces director gerente del FMI, Michel Camdessus, ante la iniciativa japonesa de crear un Fondo Monetario Asiático tras el estallido de la crisis financiera en Asia oriental.

En este ensayo se analizan los avances y las limitaciones de la actual oleada de reformas. En la primera sección se describe el panorama de la regulación financiera y el debate inconcluso sobre la regulación de los flujos de capital transfronterizos. En la segunda se examinan los mecanismos de respuesta a la crisis, contrastando la expansión del financiamiento anticíclico con la falta de iniciativas para manejar los problemas de endeudamiento. En la tercera sección se evalúa la coordinación macroeconómica y el exiguo avance de la reforma monetaria internacional. En la cuarta se pasa revista a las reformas en la gobernabilidad del sistema. El ensayo concluye con un breve resumen de los avances realizados y la agenda pendiente.

1. Regulación financiera

Es muy conocida la tendencia de los mercados financieros a experimentar ciclos de auge y colapso (v., por ejemplo, Reinhart y Rogoff). En efecto, de acuerdo con el FMI, la volatilidad del mercado financiero se ha incrementado con el tiempo y se ha extendido a transacciones que en general se consideran menos volátiles, entre las que se destaca en particular la inversión extranjera directa (FMI 2011^a, cap. 4). Este patrón de auge y colapso se asocia a las incertidumbres propias de los contratos sujetos a contingencias futuras, cuyo resultado obviamente se desconoce hoy, así como a las asimetrías de información que caracterizan las

1. Prefiero este término al de “crisis financiera mundial”, porque esta crisis, aun cuando generó efectos de contagio de carácter global, se concentró esencialmente en EEUU y Europa.



transacciones financieras. Su incidencia se agudiza con las deficiencias en la regulación y supervisión prudencial, tal como lo indican los frecuentes derrumbes de los sistemas financieros tras episodios de liberalización del mercado de capitales.² Resulta claro que la reciente crisis financiera del Atlántico Norte sigue patrones históricos conocidos: bruscas oscilaciones cíclicas y significativos efectos de contagio, tanto en los auges como en los colapsos, así como el déficit de regulación y supervisión en las economías desarrolladas, en particular EEUU y la Unión Europea. En contraste con esta tendencia, la crisis registró menor intensidad en las economías emergentes y en desarrollo, que habían reforzado sus propios marcos prudenciales de regulación y supervisión, en gran medida como respuesta a sus previas crisis financieras.

La crisis del Atlántico Norte tuvo orígenes diversos.³ Muchos analistas consideran que eran insuficientes los requisitos de capital para los bancos –incluidos los criterios para la evaluación de riesgos, un elemento esencial en los actuales sistemas que estiman el capital necesario con base en riesgo ponderado de los activos–, así como las reglas de provisión para deudas de dudoso recaudo y los requisitos de liquidez. A ello se agregó el significativo crecimiento de las transacciones fuera de balance, que en varios países sirvieron para eludir las regulaciones. En el caso europeo, la acumulación de deuda soberana teóricamente “libre de riesgo” en poder de los bancos, con una clara segmentación del mercado –ya que los bancos han tendido a mantener una cantidad desproporcionada de los títulos emitidos en su país, patrón que se profundizó como resultado de la crisis del euro–, generó un círculo vicioso de riesgo soberano y bancario que explotó en la periferia europea en 2010 (Pisani-Ferry). Además, los supervisores de la banca no hicieron suficiente hincapié en el cumplimiento de las regulaciones, basados en una filosofía según la cual los mecanismos y los agentes del mercado estaban mejor capacitados que las autoridades para evaluar los riesgos; de ahí que el acuerdo expedido por el Comité de Basilea a mediados de la década de 2000 –conocido como Basilea II– haya adoptado la autoevaluación como principal mecanismo para estimar los riesgos de las grandes instituciones financieras.

A los problemas de regulación y supervisión de la banca se sumó el crecimiento de las instituciones financieras no bancarias –los fondos “de cobertura” o de “inversión alternativa”–,⁴ cuyas instancias de regulación y supervisión eran mucho más limitadas (o incluso inexistentes). Algunas de estas instituciones pasaron a ser conocidas como “banca en la sombra”, a raíz de que suelen involucrarse en la transformación de plazos, que es la esencia de las actividades bancarias. Dado el papel central que desempeñaron en la crisis los activos inmobiliarios titularizados, un problema adicional fue la deficiencia de las reglas que se aplicaban para evaluar los riesgos de la titularización, asociada a la subvaloración del riesgo que presentaban los activos subyacentes. Otros problemas fueron las prácticas empleadas para crear nuevos activos que se vendían como instrumentos de “bajo riesgo” (específicamente, el “empaquetamiento” de deudas titularizadas), así como el carácter incompleto y la exigua regulación de los mercados de derivados, que tienden a volverse más incompletos durante las crisis como resultado de los problemas de información que los caracterizan. Este panorama se agravó aún más por la falta de transparencia de los contratos de derivados que se transan sobre el mostrador.

Bajo el liderazgo del Grupo de los 20 (G-20) y el Consejo de Estabilidad Financiera (CEF)⁵

2. Dentro de la extensa bibliografía sobre el tema, v. los trabajos compilados en Ocampo y Stiglitz (2008), incluido el trabajo introductorio de ese volumen, Ocampo, Spiegel y Stiglitz (2008).

3. V. los trabajos compilados en Griffith-Jones, Ocampo y Stiglitz (2010). Tres comisiones muy conocidas también analizaron el origen de la crisis y la necesidad de responder con nuevas políticas: la Comisión de Larouièrre (2009); la Comisión de Expertos del Presidente de la Asamblea General de la ONU sobre Reformas del Sistema Monetario y Financiero Internacional, más conocida como Comisión Stiglitz (Naciones Unidas 2009), y la Comisión Warwick (2009). El Informe Turner también contiene un incisivo análisis (Autoridad de Servicios Financieros de Gran Bretaña).

4. Fondos “de cobertura” [*hedge*] es el término que se usa generalmente en EEUU. El de fondos “de inversión alternativa” se usa en algunos países europeos y es más apropiado, ya que estas instituciones de ningún modo se limitan a las operaciones “de cobertura”.

5. Este fue una transformación del Foro de Estabilidad Financiera, que había sido creado por la cumbre ministerial del Grupo de los 7 (G-7) tras la crisis de Asia oriental.



—creado por el G-20 en la cumbre londinense de abril de 2009—, se ha fortalecido la regulación y supervisión financiera. Sin embargo, no solo se trata de un trabajo incompleto, sino que además algunas normas se han debilitado con posterioridad bajo la presión de importantes instituciones financieras.⁶ Se fortaleció la regulación bancaria (v. el próximo párrafo) y se expandió el “perímetro regulatorio” para que abarcara agentes y transacciones que antes de la crisis habían estado sujetos a una regulación deficiente (D’Arista y Griffith-Jones); se introdujo el principio de las regulaciones prudenciales anticíclicas —y en términos más generales, las “regulaciones macroprudenciales”— sobre la base de propuestas anteriores a la crisis (Griffith-Jones y Ocampo 2010); se estableció el principio de negociar los contratos de derivados estandarizados en bolsas o mercados organizados con miras a incrementar la transparencia y disminuir los riesgos de contraparte que encierran estas operaciones, aunque con significativas excepciones para transacciones que aún pueden llevarse a cabo por vía extrabursátil; y también se mejoró la protección del consumidor, particularmente en EEUU.

Las principales reformas de la regulación bancaria fueron las que aprobó el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, reunido en septiembre de 2010 y que se conoce como Basilea III (Comité de Basilea; Caruana). En esta oportunidad se incrementaron los requisitos mínimos de capital ordinario o básico y de Nivel 1, de 2% a 4,5% y de 4% a 6%, respectivamente. También se incrementó la calidad de los activos restantes que pueden formar parte del capital total de 8% de los activos ponderados por riesgo. Se agregó un “colchón de conservación del capital” de 2,5%, también constituido por capital ordinario, así como un requisito de capital anticíclico que puede fluctuar entre 0% y 2,5%, según las condiciones nacionales. Estos dos colchones ayudan a absorber los riesgos que se acumulan durante los auge, y en consecuencia pueden usarse durante las crisis para absorber las pérdidas correspondientes. Las nuevas regulaciones de Basilea III también incrementaron los requisitos de capital para la cartera de los bancos en fondos de inversión (títulos bursátiles). Debido a las potenciales deficiencias que entraña la evaluación del riesgo

en el caso de ciertos activos, se agregó un requisito de 3% de capital total sobre los activos sin ponderar, que determina así el coeficiente de apalancamiento máximo de las entidades financieras; en abril de 2014, esta exigencia se elevó en EEUU a 5% para las matrices que controlan los bancos y a 6% para sus bancos que se benefician con el seguro de depósitos.

También se establecieron requisitos de liquidez, pero las exigencias de provisión sobre deudas de dudoso recaudo y las correspondientes normas contables aún se encuentran en debate. Se estableció el principio de reducir la utilización de agencias calificadoras de crédito para evaluar los riesgos. Los agentes de importancia sistémica (“demasiado grandes para quebrar”) fueron sometidos a reglas más severas que incluyen requisitos más estrictos para el capital, así como la obligación de simplificar la estructura de los conglomerados financieros y redactar “testamentos vivos” para manejar su potencial quiebra. A fin de supervisar mejor los conglomerados financieros internacionales, se estableció el principio de someterlos a un “colegio de supervisores”.

El Comité resolvió introducir las nuevas normas de manera gradual, entre 2013 y 2019. De acuerdo con varios analistas, este periodo de transición es demasiado largo y el apalancamiento permitido por Basilea III es aún demasiado alto. Las evaluaciones regulares del estado de instrumentación indican que la expedición de reglas ha avanzado en general con mayor celeridad que su aplicación en el nivel nacional, dejando lagunas de importancia considerable. Entre los principales problemas que quedaron sin resolver se cuentan las dificultades para reducir la dependencia con respecto a las calificaciones de riesgo de las agencias respectivas, los mecanismos para la resolución de instituciones “demasiado grandes para quebrar”, la aún deficiente regulación de la banca en la sombra, la insuficiente expansión de las bolsas para derivados y la falta de acuerdo en torno de la determinación de normas contables únicas (CEF).

6. Por ejemplo, a principios de 2013 se redujeron significativamente los requisitos de liquidez.



Se adoptaron paralelamente regulaciones nacionales y regionales, sobre todo en EEUU y la UE, que fueron los dos epicentros de la crisis. La Ley Frank-Dodd, de 2010, fortaleció la regulación prudencial en EEUU, aunque lo hizo de acuerdo con principios nacionales. También introdujo la “regla Volcker” (denominada en el nombre de su promotor, el ex-presidente de la Reserva Federal, Paul Volcker), que se instrumentó a fines de 2013, mediante la cual se limita a 3% el capital ordinario máximo que los bancos pueden colocar en fondos de inversión; esta fue una alternativa a la rotunda separación entre bancos comerciales y de inversión que se impuso durante la Gran Depresión de los años 30 del siglo pasado y se desmanteló en 1999.⁷ La UE también ha fortalecido sus regulaciones y ha mantenido la supervisión de la mayoría de los agentes bajo responsabilidad de las autoridades nacionales, con el Banco Central Europeo (BCE) a cargo de supervisar las instituciones de mayor tamaño. Sin embargo, no se han dado pasos decisivos en dos áreas cruciales para la “unión bancaria” propuesta para la Eurozona: el seguro de depósitos y la resolución de quiebras de los bancos, dos aspectos cuyos riesgos fiscales han generado la oposición de Alemania y otros países fiscalmente ortodoxos a la creación de mecanismos verdaderamente colectivos. EEUU y Europa también han establecido marcos macroprudenciales mediante la creación del Consejo de Vigilancia de la Estabilidad Financiera y la Junta Europea de Riesgo Sistémico, respectivamente; la primera de estas instituciones es, además, responsable de coordinar los múltiples organismos de regulación y supervisión característicos del sistema financiero estadounidense. En todo caso, el desarrollo de marcos paralelos en EEUU y Europa podría redundar en importantes diferencias regulatorias. Entre ellas cabe destacar la mayor solidez de las bases de capital que ya han alcanzado los bancos estadounidenses en comparación con sus homólogos europeos como resultado de las nuevas regulaciones.

Las iniciativas del CEF hicieron caso omiso de los riesgos asociados a los flujos internacionales de capital... ¡casi como si las finanzas transfronterizas no formaran parte de las finanzas! En este contexto, se prestó escasa atención a la regulación de transacciones en divisas dentro de los mercados nacionales, así como a la regulación

de los flujos de capital propiamente dichos, que suelen llamarse “controles de capital” pero cuya denominación más apropiada es “regulación de la cuenta de capitales”. La omisión de medidas para supervisar estos movimientos fue una laguna mayúscula en los esfuerzos por fortalecer la regulación financiera general, y es especialmente problemática para los países emergentes y en desarrollo, ya que la volatilidad de la cuenta de capitales es un factor clave en la determinación de los ciclos de auge y colapso y, por ende, en la generación de fluctuaciones y riesgos macroeconómicos. No obstante, el FMI abordó el problema en 2011 y 2012, en el marco de un debate más amplio sobre regulaciones macroprudenciales.

Los documentos oficiales del FMI sobre este tema ponen de relieve el papel positivo que pueden cumplir las regulaciones a los ingresos de capitales, pero adoptan una posición más crítica en lo que concierne a regular los flujos de salida (FMI 2011b y 2012). En el primer caso, la institución considera que las regulaciones son eficaces para cambiar la composición de los capitales que ingresan a los países hacia fuentes de financiación menos volátiles, que a su vez afianzan la estabilidad macroeconómica. En lo referente a los efectos macroeconómicos, el FMI sostiene que hay pruebas bastante contundentes sobre la capacidad de las regulaciones para incrementar el margen de maniobra de políticas monetarias anticíclicas, pero una evidencia más limitada de que su aplicación reduce la cantidad total de ingreso de capitales o afecta el tipo de cambio. En cuanto a la regulación de los egresos de capitales, el FMI la considera ineficaz en general. Recomienda favorecer un marco regulatorio que no haga distinciones basadas en la residencia de los agentes, sino más bien en la moneda que estos utilizan. Los documentos oficiales están respaldados por el significativo trabajo técnico de la institución, en cuyo seno algunos funcionarios se muestran escépticos con respecto a las regulaciones de la cuenta de capitales (v, por

7. La separación se introdujo con la Ley Glass-Steagall en 1933 y se eliminó con la Ley Gramm-Leach-Bliley en 1999, que fue una iniciativa del gobierno del presidente Bill Clinton. Sin embargo, algunos analistas consideran que la separación ya había desaparecido de hecho antes de que se aprobara la nueva ley.



ejemplo, Habermeier, Kokenyne y Baba) mientras que otros mantienen una posición más favorable (Ostry et al. 2010 y 2011). Los segundos argumentan que este tipo de medidas logró disminuir la vulnerabilidad de las economías emergentes frente a la crisis financiera del Atlántico Norte.

Sobre la base de este análisis, el FMI propuso algunas pautas (FMI 2011b) y más tarde emitió una “visión institucional” acerca del uso de dichas regulaciones (FMI 2012). En ambos documentos se acepta que las regulaciones de la cuenta de capitales tienen que formar parte del conjunto de instrumentos macroprudenciales, subrayando con razón que no deben sustituir sino complementar una adecuada política macroeconómica. Sin embargo, las pautas iniciales tendieron a visualizar dichas regulaciones como una suerte de “intervenciones de última instancia” que debían ponerse en práctica una vez que los países hubiesen agotado todas las otras alternativas para manejar los auges: permitir que se aprecien los tipos de cambio, acumular reservas internacionales y adoptar políticas monetarias y fiscales restrictivas. Si bien la “visión institucional” final adoptó una opinión más favorable sobre las regulaciones de la cuenta de capitales, no dispuso del todo esta concepción de intervenciones de última instancia (Gallagher y Ocampo 2013).

Otros analistas han argumentado que las intervenciones en la cuenta de capitales deben usarse de manera simultánea con otras políticas macroeconómicas para evitar el potencial sobre calentamiento de la economía interna y una sobrevaluación del tipo de cambio generada por el exceso de entrada de capitales (v., por ejemplo, las contribuciones a Gallagher, Griffith-Jones y Ocampo 2012a). Desde este punto de vista, tales medidas deben concebirse como parte de un continuo normativo que abarca desde las regulaciones a las transacciones financieras en moneda nacional hasta las transacciones internas en moneda extranjera y los flujos transfronterizos; este conjunto de normas debe ajustarse, por lo demás, a las características de los distintos sistemas financieros y los objetivos normativos de las autoridades macroeconómicas (Ocampo 2011; Ostry et al. 2011).

Bajo la iniciativa de Brasil, el G-20 aprobó en 2011 un conjunto alternativo de pautas con una visión

más pragmática del uso de estas regulaciones, aunque también dejó en claro que no corresponde utilizarlas como sustituto de políticas macroeconómicas apropiadas (G-20 2011c). Gallagher, Griffith-Jones y Ocampo (2012b, cuadro 2) han propuesto, a su vez, un tercer conjunto de pautas, también subrayando su carácter complementario de otras políticas macroeconómicas y la necesidad de ajustarlas dinámicamente para evitar su elusión. Sin embargo, estos autores señalan que no hay razón para dejar de regular los egresos de capital ni para preferir las regulaciones basadas en el precio (impuestos o encajes no remunerados) a las de tipo cuantitativo o administrativo (limitación o prohibición de ciertas transacciones), que pueden ser más efectivas en la práctica. Estos conjuntos alternativos de propuestas responden al hecho de que el Convenio Constitutivo del FMI reconoce la libertad de cada país para regular los flujos de capital, un debate saldado en 1997, cuando el entonces director gerente Michel Camdessus propuso introducir la convertibilidad de la cuenta de capitales como obligación sujeta al Convenio del FMI, pero la iniciativa no obtuvo suficiente consenso en plena crisis asiática.

2. Resolución de crisis

La crisis financiera del Atlántico Norte generó la respuesta más ambiciosa de la historia en materia de medidas oficiales anticíclicas, que se caracterizó por la fuerte expansión del financiamiento, tanto por parte del FMI como de los bancos multilaterales de desarrollo (BMD). Ambas instancias institucionales beneficiaron a los países en desarrollo, pero el financiamiento del FMI también ayudó a algunos países desarrollados. En este contexto se produjo igualmente la mayor emisión de Derechos Especiales de Giro (DEG) de la historia, un tema que se considera en la próxima sección.

En el nivel regional, se consolidaron viejos y nuevos mecanismos europeos, y se amplió la Iniciativa de Chiang Mai en ASEAN + 3 (China, República de Corea y Japón). En el primer caso se recurrió a mecanismos financieros para miembros de la UE (el ya existente Apoyo a la Balanza de Pagos y el nuevo Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera), pero en particular a nuevos mecanismos para miembros de la Eurozona (el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera, una entidad



temporal creada en 2010, y el Mecanismo Europeo de Estabilidad, un organismo permanente inaugurado en octubre de 2012). En el segundo caso, la Iniciativa de Chiang Mai se expandió a 240.000 millones de dólares (estadounidenses), se multilateralizó y se creó una oficina de monitoría localizada en Singapur, pero hasta ahora este financiamiento no ha sido utilizado. En América Latina ya existía una institución similar, pequeña y muy exitosa: el Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR), integrado por países andinos, Costa Rica, Uruguay y Paraguay. En otras partes del mundo funcionan o se han creado otros mecanismos (FMI 2013).

También se produjo una expansión del financiamiento suministrado por los principales bancos centrales, así como el uso en cantidades sin precedentes de las líneas de canje de monedas (*swaps*) entre bancos centrales. Las líneas de la Reserva Federal de EEUU beneficiaron a bancos centrales de países desarrollados, pero también –aunque solo de manera temporal– a algunas economías emergentes (Brasil, República de Corea, México y Singapur). China también creó servicios de canje de monedas para otros países emergentes, y además su banco de desarrollo ha facilitado el financiamiento en gran escala a otros países emergentes y en desarrollo. De todos modos, esta expansión del financiamiento oficial fue más pequeña que la contracción inicial del financiamiento privado. También resulta notorio que la respuesta más débil haya sido la de la asistencia oficial para el desarrollo, que experimentó un incremento modesto durante la primera fase de la crisis, para declinar después de haber alcanzado el pico en 2010 (Naciones Unidas 2013), víctima de los programas de austeridad que se pusieron en marcha en los países desarrollados. El resultado neto de todas estas iniciativas fue una respuesta a la crisis que benefició más a los países de ingreso alto y medio que a los de bajos ingresos (Griffith-Jones y Ocampo 2012).

Tal como lo indica el gráfico 1, el financiamiento anticíclico del FMI aumentó significativamente desde principios de la década de 1980 hasta principios de la década de 2000, como respuesta a la secuencia de crisis que asoló al mundo emer-

gente y en desarrollo: la crisis de deuda de los años 80 (primordialmente en América Latina), la más breve turbulencia mexicana de diciembre de 1994 y la sucesión de crisis de las economías emergentes que partió de Asia oriental en 1997. Después, con la exuberancia que caracterizó a los mercados de capitales privados a mediados de la década de 2000, el financiamiento del FMI cayó de manera tan brusca que incluso obligó a una reducción del personal. Más tarde, los efectos directos y de contagio ocasionados por la crisis del Atlántico Norte condujeron a un incremento sin precedentes en el financiamiento, que pronto sobrepasó el pico previo de 2003. Resulta interesante señalar que algunos países europeos occidentales de altos ingresos recurrieron a estos servicios por primera vez desde los años 70: Islandia en 2009, Grecia e Irlanda en 2010, Portugal en 2011, Grecia otra vez en 2012 y Chipre en 2013. También lo hicieron varios países de Europa oriental y central, con Hungría, Rumania y Ucrania –clasificados como países de ingreso medio– a la cabeza de los prestatarios. Además del financiamiento registrado en el gráfico 1, que se refiere a desembolsos, durante la crisis se crearon servicios de crédito preventivo que no se han desembolsado.

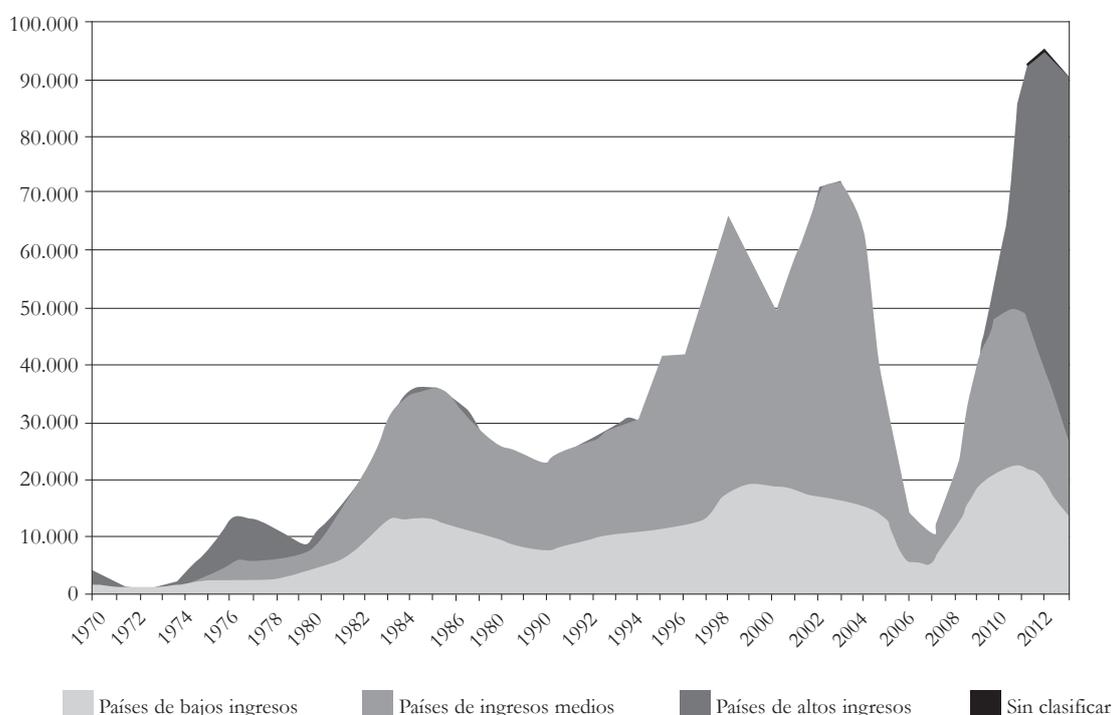
Este proceso fue el resultado de un importante rediseño de las líneas de crédito, que se adoptó en 2009 y 2010. Estos servicios ya se habían expandido durante las crisis de las economías emergentes de fines del siglo XX y principios del XXI, en primer lugar para responder a las grandes necesidades financieras creadas por el freno abrupto del financiamiento privado durante las crisis. La principal novedad fue el Servicio de Complementación de Reservas, establecido en 1997. También hubo un intento de crear una línea de crédito contingente, que de todos modos se eliminó en 2003 porque ningún país la utilizó. Un intento temprano de crear una nueva línea de este tipo ante los acontecimientos de 2008 tampoco logró atraer prestatarios.

La reforma adoptada en marzo de 2009 –probablemente la más ambiciosa de la historia– fue reajustada más tarde con el propósito de mejorar sus elementos más novedosos (FMI 2009b). En-



Gráfico 1

Préstamos del FMI por nivel de desarrollo (en millones de DEG)



Fuente: Base de datos del FMI. La clasificación de países se ajusta a los criterios del BM para 2000, año que se considera más representativo de los niveles de desarrollo de los países para el período completo incluido en este gráfico.

tre ellos se contó un nuevo servicio preventivo: la Línea de Crédito Flexible (LCF) para países con fundamentos sólidos pero expuestos al riesgo de contagio, que pronto fue solicitada por tres economías emergentes (Colombia, México y Polonia). Este servicio se amplió en agosto de 2009, tanto en su magnitud como en su periodo de utilización (de uno a dos años). Además se duplicó el tamaño de las restantes líneas de crédito y se aprobó el uso preventivo de los créditos *stand-by*. En el marco de esta reforma, también se eliminaron algunas líneas preexistentes.⁸

La siguiente novedad, en diciembre de 2009, fue una reforma de los créditos concesionales para países de bajos ingresos que reemplazó el diseño único original por un menú de opciones basado en dos factores: el nivel de endeudamiento y la capacidad para la gestión macroeconómica y de finanzas públicas. Dentro de este marco, los países con alta vulnerabilidad por problemas de endeudamiento

siempre obtienen créditos concesionales, pero aquellos con deudas bajas y alta capacidad pueden acceder a servicios no concesionales.

Continuando con la tarea de mejorar los servicios preventivos, en agosto de 2010 se creó una nueva herramienta —la Línea de Crédito Precautorio— para países que aplican políticas adecuadas pero no reúnen los requisitos para la LCF. Este servicio se transformó en la Línea de Precaución y Liquidez, con el fin de permitir que los países la usen para obtener fondos de desembolso rápido, en el marco de un acuerdo semestral.

8. Entre ellas, el Servicio de Financiamiento Compensatorio, creado en 1963 como instrumento de baja condicionalidad para financiar a países que sufrían un deterioro en sus términos de intercambio. Fue un instrumento muy importante en los años 70, pero después languideció debido al incremento de la condicionalidad y dejó de usarse en torno al año 2000.



Cabe señalar que, a raíz de las fuertes críticas que recibió durante la crisis asiática, el FMI emprendió un esfuerzo de largo plazo con miras a reformar la condicionalidad asociada a sus programas, cuyo incremento durante las décadas de 1980 y 1990 había suscitado una encendida polémica. En 2002, el Directorio del FMI aprobó el principio según el cual las condiciones estructurales debían ser “macro-relevantes”, es decir, las necesarias para alcanzar los objetivos del ajuste macroeconómico. También acordó que la institución tenía que mostrarse flexible y receptiva a la adopción de políticas alternativas propuestas por los países. Se crearon, además, las líneas de crédito preventivo ya mencionadas, que no incluían condicionalidad *ex post* (aunque sí *ex ante*), y en 2009 se eliminó la ligazón entre el desembolso de los créditos y el cumplimiento de condiciones estructurales.

La Oficina de Evaluación Independiente (OEI) del FMI realizó en 2007 un análisis exhaustivo de esta nueva política sobre la base de los préstamos otorgados entre 1995 y 2004 (FMI-OEI 2007). De acuerdo con sus conclusiones, la reforma de 2002 no había ocasionado una reducción significativa en la cantidad de condiciones estructurales, sino que más bien había desplazado la condicionalidad desde las áreas que eran objeto de acaloradas controversias (privatización de empresas estatales y reformas comerciales) hacia las áreas “relevantes desde el punto de vista macroeconómico” (la administración tributaria y sus correspondientes políticas, la gestión del gasto público y la reforma del sector financiero). Un análisis posterior de los programas *stand-by* aprobados en 2008-2009 indicó que las condiciones habían disminuido significativamente en cantidad con respecto a las estimaciones de la OEI-FMI (habían pasado en promedio de 19 a 12) y continuaban enfocándose en áreas macro-relevantes, pero también que estos avances habían sido más limitados en los programas para países de bajos ingresos (Griffith-Jones y Ocampo 2012).

El problema de la condicionalidad ocupa un lugar central en el “estigma” asociado al financiamiento del FMI. De ahí la importancia de los préstamos otorgados por los BMD, que no cargan con estigmas similares, así como el diseño de

esquemas en los cuales se combina financiamiento regional con el del FMI. En este último caso, el otorgamiento de fondos europeos se llevó a cabo en gran medida en asociación con créditos del FMI, en la esperanza de capitalizar su experiencia en préstamos de emergencia para la balanza de pagos. Sin embargo, esto generó fricciones entre las instituciones europeas y el FMI, sobre todo en lo que concierne al tratamiento de deudas insostenibles. También se ha generalizado la percepción de que la renuencia a utilizar los servicios de Chiang Mai se debe al estigma del FMI en Asia oriental, ya que estos servicios requieren aplicar un programa con dicha entidad cuando se sobrepasa cierto nivel (30% de los montos acordados para el canje de monedas).

En lo que respecta a los BMD, la crisis colocó en el centro de la agenda mundial su función anticíclica —un aspecto que la mayoría de estas instituciones no había reconocido anteriormente—, junto a las metas ya conocidas de reducción de la pobreza y provisión de bienes públicos internacionales. La expansión del financiamiento que suministran los BMD durante las crisis no debe considerarse de liquidez, ya que su meta principal son los programas fiscales anticíclicos y los programas dirigidos a facilitar la recuperación de las inversiones privadas, aunque su desembolso obviamente incrementa las divisas disponibles para los países. Resulta interesante señalar que este reconocimiento de las funciones anticíclicas también se destacó en relación con el Banco Europeo de Inversiones, así como los bancos nacionales de desarrollo, que desempeñaron un papel crucial en la recuperación temprana de varias economías emergentes (en particular Brasil, China e India) durante la crisis del Atlántico Norte. La administración Obama ha llegado incluso a proponer la creación de un banco de desarrollo para infraestructura en EEUU.

Tal como lo indica el cuadro 1, los BMD que prestan servicios a los países emergentes y en desarrollo incrementaron sus compromisos en 124% durante el periodo 2009-2010, en comparación con el nivel promedio de préstamos que habían alcanzado en 2004-2007. El incremento en los desembolsos llegó con demora, pese a que en todos los casos se usaron o crearon servicios por vía rápida. Todas las instituciones de mayor envergadura



Cuadro 1

Préstamos de los Bancos Multilaterales de Desarrollo, 2004-2012 (en millones de dólares)

COMPROMISOS	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Banco Mundial/BIRF	11.045	13.611	14.135	12.829	13.468	32.911	44.197	26.737	20.582
Banco Mundial/AIF	9.035	8.696	9.506	11.867	11.235	14.041	14.550	16.269	14.753
Corporación Financiera Internacional (CFI)	4.753	5.373	6.703	8.220	11.399	10.547	12.664	12.186	15.462
Subtotal Grupo Banco Mundial	24.833	27.680	30.344	32.915	36.101	57.499	71.411	55.192	50.797
Banco Africano de Desarrollo	4.326	3.277	3.904	4.895	5.435	12.643	6.314	8.782	6.536
Banco Asiático de Desarrollo	5.039	5.761	7.389	10.770	12.174	20.389	18.935	21.717	21.571
Banco Europeo para la Reconstrucción y el Desarrollo	5.093	5.346	6.149	7.664	7.464	10.987	11.924	12.659	11.437
Banco Interamericano de Desarrollo	5.468	6.738	5.774	8.812	11.085	15.278	12.136	10.400	10.799
Subtotal bancos regionales	19.926	21.122	23.216	32.141	36.158	59.296	49.309	53.558	50.344
TOTAL	44.759	48.802	53.560	65.056	72.259	116.795	120.720	108.750	101.140
DESEMBOLSOS	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Banco Mundial/BIRF	10.109	9.722	11.833	11.055	10.490	18.564	28.855	21.879	19.777
Banco Mundial/AIF	6.936	8.950	8.910	8.579	9.160	9.219	11.460	10.282	11.061
Corporación Financiera Internacional (CFI)	3.152	3.456	4.428	5.841	7.539	5.640	6.793	6.715	7.981
Subtotal Grupo Banco Mundial	20.197	22.128	25.171	25.475	27.189	33.423	47.108	38.876	38.819
Banco Africano de Desarrollo	2.042	1.842	1.863	2.553	2.866	6.402	3.867	4.873	5.193
Banco Asiático de Desarrollo	3.559	4.745	5.758	6.852	8.515	10.581	7.976	8.266	8.592
Banco Europeo para la Reconstrucción y el Desarrollo	4.596	2.859	4.768	5.611	7.317	7.649	7.950	9.320	7.711
Banco Interamericano de Desarrollo	3.768	4.899	6.088	6.725	7.149	11.424	10.341	7.898	6.883
Subtotal bancos regionales	13.965	14.345	18.477	21.741	25.848	36.056	30.133	30.357	28.379
TOTAL	34.162	36.473	43.648	47.216	53.037	69.479	77.241	69.233	67.198

Fuente: informes de los diferentes bancos. Los datos de BIRF, AIF y CFI se refieren a años fiscales que terminan en junio.

tuvieron una actuación importante, en cuyo marco se destacó en particular el Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento (BIRF) del BM. Los bancos regionales de desarrollo también expandieron rápidamente sus préstamos, en especial el asiático y el africano. La entidad menos dinámica fue la Asociación Internacional de Fomento (AIF) del BM, confirmando una vez más la menor prioridad otorgada a los países de bajos ingresos en el marco del apoyo financiero anticíclico. Entre los bancos regionales de desarrollo, el que evidenció menor dinamismo fue el Banco Europeo para la Reconstrucción y el Desarrollo,

que presta servicios a las economías de transición. Otra de las respuestas interesantes de los BMD frente a la crisis fue la celeridad con que estas instituciones afrontaron la parálisis del financiamiento comercial. Para tal propósito, comprometieron recursos por valor de 9.100 millones de dólares, sumados a los 3.200 millones de dólares que ya suministraban. En vista de la alta rotación que caracteriza a los créditos comerciales, estos recursos brindaron financiamiento en cantidades mucho más grandes. De acuerdo con una evaluación realizada por la Cámara de Comercio Internacional (ICC, por sus siglas en inglés) en plena



crisis, 55% de los bancos analizados se valían de recursos provistos por los BMD en el verano de 2009 (ICC 2009).

El incremento de los préstamos requirió una capitalización de todas las instituciones. En abril de 2009, el G-20 acordó respaldar la capitalización de los BMD. El Banco Asiático de Desarrollo y su homólogo africano acordaron en 2009 un incremento de su capital en un 200%. Aunque las expectativas de los países latinoamericanos y caribeños no se vieron satisfechas, el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) también accedió a una capitalización de 70.000 millones de dólares en marzo de 2010, que representó un aumento cercano a 70% en el capital no desembolsado. A ello le siguió un incremento de 50% en el capital del Banco Europeo para la Reconstrucción y el Desarrollo, que fue acordado en mayo de 2010. En un primer momento, el presidente del BM argumentó que el BIRF no requería capital adicional debido a las reservas de capital con que contaba la institución. Sin embargo, en abril de 2010, la entidad acordó una capitalización de 83.200 millones de dólares, que incluyó un incremento general de 58.400 millones de dólares y uno selectivo de 27.500 millones de dólares para permitir que los países emergentes y en desarrollo acrecentaran su porción de capital en la institución. La clara insuficiencia de esta capitalización sugiere que el BM probablemente no pueda responder en el futuro a un nuevo freno súbito del financiamiento externo para países en desarrollo de la manera en que lo hizo durante la crisis del Atlántico Norte. De hecho, como lo indica el cuadro 1, el financiamiento del BIRF cayó abruptamente desde que alcanzó su punto máximo, aunque hasta ahora se ha mantenido por encima del nivel previo a la crisis. No puede decirse lo mismo de la AIF y la CFI, que han sido más resistentes; la CFI incluso siguió expandiéndose con bastante dinamismo. Los bancos regionales de desarrollo también han resistido bien, aunque algunos —entre los que se destaca el BID— redujeron el financiamiento en años recientes.

No obstante, el volumen de financiamiento provisto por los BMD fue mucho menor que la contracción inicial del financiamiento privado externo, y lo mismo puede decirse del FMI.⁹

Puesto que los mercados de capitales privados se recuperaron con relativa celeridad (desde mediados de 2009), cabe concluir que el papel de las mencionadas instituciones en la tarea de mitigar el freno abrupto del financiamiento externo fue a lo sumo moderado. Puede decirse entonces que el financiamiento oficial apenas alcanza a suavizar moderadamente el impacto de los ciclos de auge y colapso en el financiamiento privado. Esto indica que el instrumento más importante para reducir la volatilidad del financiamiento externo es la regulación de la cuenta de capitales, en particular la regulación de los ingresos de capital durante la fase de auge del ciclo.

Por otra parte, la respuesta a la crisis no puede apoyarse exclusivamente en el financiamiento de emergencia, ya que la disponibilidad de estos fondos puede suscitar conductas irresponsables por parte de los prestamistas privados y/o los prestatarios del sector público. El financiamiento de emergencia sirve para corregir los problemas de acceso a la liquidez durante las crisis a fin de evitar la caída en la insolvencia, pero no es una herramienta adecuada para lidiar con problemas de sobreendeudamiento. De ahí la necesidad de crear un marco institucional regular para manejar en el nivel internacional los problemas de sobreendeudamiento: un mecanismo para la solución de deudas soberanas, similar a los que rigen la administración de las bancarrotas en el nivel nacional.

El único mecanismo institucional regular de este tipo es el Club de París, que se ocupa exclusivamente del financiamiento oficial. Además han existido dos iniciativas ad hoc: la Iniciativa para Países Pobres Muy Endeudados (PPME), lanzada a mediados de los años noventa, y su sucesora,

9. Sobre la base de los datos provistos por el BM, puede estimarse que la contracción de los flujos financieros externos privados (es decir, excluyendo la inversión extranjera directa) hacia los países emergentes y en desarrollo fue de 534.000 millones de dólares entre 2007 y 2008, o de 249.000 millones de dólares si se compara con 2006, para eliminar el pico de 2007. Esto se compara con un incremento máximo de aproximadamente 30.000 millones de dólares en el desembolso de los BMD. El financiamiento del FMI se incrementó en 90.000 millones de DEG o cerca de 140.000 millones de dólares, pero una gran cantidad se dirigió a la Europa periférica.



la Iniciativa Multilateral de Alivio de la Deuda, creada en 2005. En cuanto a las obligaciones privadas, el sistema también recurrió en el pasado a mecanismos ad hoc, como el Plan Brady de 1989, pero en esencia ha dependido de traumáticas re-negociaciones de deudas individuales, incluidas las de los países con bancos privados en el marco del denominado Club (o más correctamente, los Clubes) de Londres. Todos estos mecanismos presentan la desventaja de que sus soluciones llegan en general (o siempre) demasiado tarde, cuando el sobreendeudamiento ya ha provocado efectos devastadores en los países. También se caracterizan por su inequidad horizontal, porque no tratan a todos los deudores ni a todos los acreedores con reglas uniformes.¹⁰

Luego de colocar la lupa sobre este problema tras la crisis de los países emergentes a fines del siglo XX, el FMI propuso crear un Mecanismo de Reestructuración de la Deuda Soberana (MRDS), opción que fue objeto de encendidos debates entre 2001 y 2003. Sin embargo, las negociaciones fracasaron debido a la oposición de importantes economías, tanto desarrolladas como emergentes. La única iniciativa que puso entonces en práctica la Cumbre de Ministros de Economía del G-20 fue la incorporación de cláusulas de acción colectiva (CAC) en los contratos relativos a bonos. En cuanto a la crisis actual, en general se acepta que la única reducción de deuda acordada en la periferia europea –la de Grecia– llegó demasiado tarde, luego de que algunos miembros de la UE ya hubieran rescatado a muchos acreedores privados; el FMI también ha señalado que la excepción otorgada a Grecia con respecto a los criterios de sostenibilidad de la deuda requeridos para los préstamos de la entidad fue una respuesta inadecuada.

El mecanismo para la solución de deudas soberanas debe incluir una instancia de mediación y, en caso de que esta fracase, un proceso de arbitraje que abarque los pasivos tanto del sector público como del privado (Naciones Unidas 2009, cap. 5). Los mecanismos de reestructuración de mercado con bancos –en el marco del Club de Londres– y la utilización activa de CAC en negociaciones con poseedores de bonos son a todas luces insuficientes porque: a) es posible que los deudores aplacen el uso de estos mecanismos para no

contrariar a los acreedores; b) pueden suministrar reducciones de la deuda que resultan insuficientes para garantizar un “nuevo arranque”, y c) no generan un tratamiento uniforme de los acreedores ni tratan los préstamos oficiales y privados con un mismo conjunto de reglas, de modo tal que mantienen las inequidades horizontales del “no sistema” actual. En el caso de las CAC, también se suscitan problemas de agregación. Las re-negociaciones individuales de deuda –incluso las exitosas– continúan generando significativas incertidumbres legales, tal como lo indica el litigio exitoso que iniciaron ciertos tenedores de bonos contra el Estado argentino en los tribunales estadounidenses entre 2013 y 2014.

3. Cooperación en la política macroeconómica y reforma monetaria internacional

Tal vez pueda decirse que la macroeconomía es uno de los ámbitos donde se generan grandes tensiones entre el proceso de globalización y la persistencia de políticas que continúan siendo nacionales (o en parte regionales, como en el caso de la Eurozona).¹¹ El resultado neto es que el mundo carece de un mecanismo para garantizar la consistencia de las políticas macroeconómicas adoptadas por las principales economías, incluida la que emite la divisa global protagonista.

El principal instrumento multilateral de diálogo y cooperación en materia de política macroeconómica es el FMI. Según el Artículo I de su Convenio Constitutivo, el primer propósito de la entidad consiste en “fomentar la cooperación monetaria internacional por medio de una institución permanente que sirva de mecanismo de consulta y colaboración en cuestiones monetarias internacionales”. Sin embargo, la mayoría de las formas de cooperación macroeconómica han

10. V. las contribuciones a la compilación de Herman, Ocampo y Spiegel con respecto a este tema.

11. Esto se aplica a la política monetaria, ya que la política fiscal continúa siendo nacional en esencia, aun cuando esté sujeta a reglas y supervisiones regionales. La política financiera se encuentra en transición hacia un marco regional de acuerdo con las propuestas de formar una “unión bancaria” (incompleta, como vimos en la sección 1).



tenido lugar en acuerdos ad hoc sellados por fuera del FMI.

El acuerdo monetario internacional original de Bretton Woods se derrumbó a principios de los años 70 del siglo pasado y no fue reemplazado por un sistema coherente; o bien, más exactamente, fue reemplazado por un “no sistema”. Los principales esfuerzos de reforma fueron la creación de los DEG del FMI en 1969 y el intento de concertar un nuevo sistema monetario internacional, posiblemente basado en los DEG, después de que EEUU abandonara la convertibilidad del dólar por oro en agosto de 1971. Sin embargo, las conversaciones que se desarrollaron con este propósito en el denominado “Comité de los 20” no condujeron a un acuerdo de fondo (Williamson). El “no sistema” que evolucionó desde entonces se caracteriza por la centralidad de la moneda fiduciaria nacional de EEUU y permite que los países adopten el sistema cambiario que prefieran con la condición de que garanticen un sistema estable (en lugar de tipos de cambio estables) y eviten “manipular” los tipos de cambio, aunque no hay acuerdo sobre qué se entiende por manipulación.

Este sistema ha enfrentado varios problemas. En primer lugar, el país que emite la principal divisa de reserva adopta políticas monetarias sin tomar en cuenta sus repercusiones sobre el resto del mundo. En segundo lugar, puesto que la mayoría de los países avanzados eligieron un tipo de cambio flexible, hubo una decisión implícita de permitir que los tipos flexibles regularan las discrepancias en las políticas de esas economías (Padoa-Schioppa). Sin embargo, cabe aseverar que la flexibilidad de los tipos de cambio no funciona como un mecanismo eficaz para reducir los desequilibrios mundiales, en tanto que la volatilidad propia de los principales tipos de cambio bilaterales también tiende a incrementarse durante las crisis sin surtir efecto en la corrección de esos desequilibrios. En tercer lugar, la principal economía emergente —China— continúa con su flexibilidad limitada y la mayoría de los grandes exportadores petroleros conservan su paridad con el dólar. Los países europeos también optaron por mantener una flexibilidad cambiaria limitada entre ellos, y la mayoría terminó por converger en una unión monetaria. Por todas estas razones, puede decirse que este “no sistema” carece

de mecanismos de ajuste incluso en mayor medida que el sistema de Bretton Woods.

Ello se refleja en la generación de grandes desequilibrios mundiales, que ya eran masivos antes de que estallara la crisis financiera del Atlántico Norte en 2007-2008. El gran déficit estadounidense tuvo como contrapartida los superávits de los países exportadores de petróleo, China, Japón y las nuevas economías industrializadas (NEI) de Asia oriental (gráfico 2). EEUU pasó de una posición de relativo equilibrio en su cuenta corriente a un déficit que rondó el 6% en 2005-2006. La depreciación del dólar estadounidense desde 2003 ayudó a reducir este desequilibrio, pero solo de manera moderada y con considerable demora. La principal corrección se produjo durante la crisis del Atlántico Norte y contribuyó a propagar la recesión de EEUU hacia el resto del mundo, como ya había ocurrido en reducciones previas de los desequilibrios estadounidenses —alrededor de 1980 y de 1990— que también trajeron aparejadas fuertes desaceleraciones mundiales.

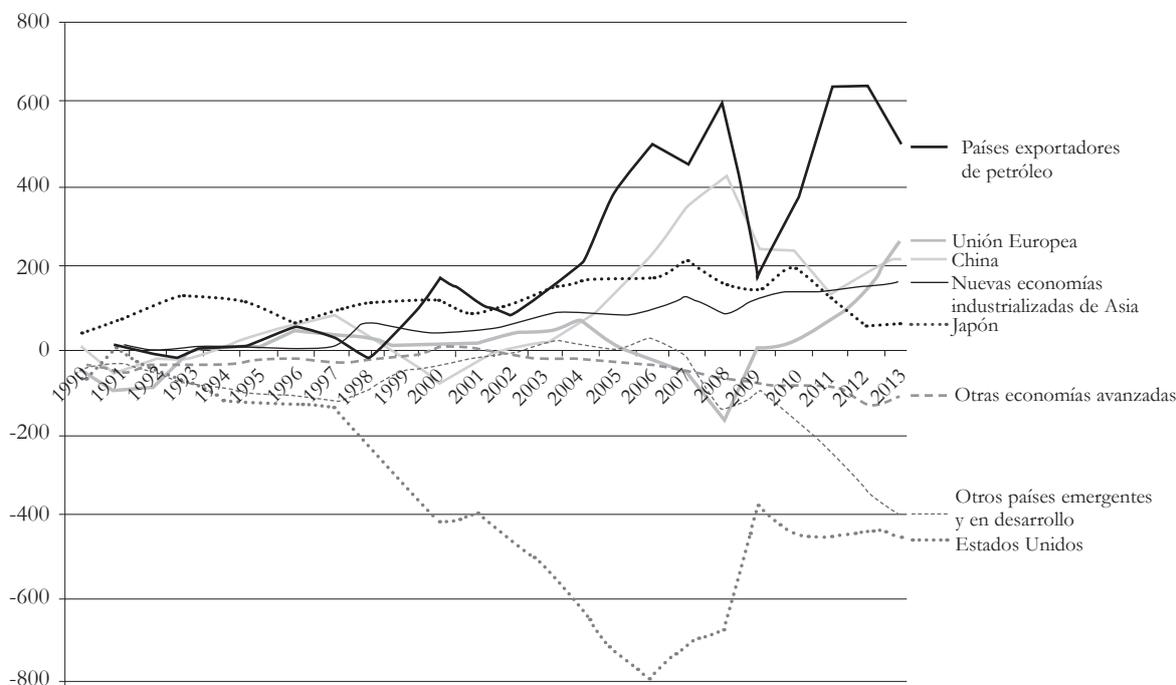
Los desequilibrios amainaron en un primer momento al estallar la crisis. La fuerte reducción inicial del déficit estadounidense tuvo como contrapartida la caída de los superávits en China y en los países exportadores de petróleo. Sin embargo, pronto sobrevinieron nuevos desequilibrios, entre los cuales los más importantes fueron los renovados superávits de los países exportadores de petróleo y la transición de la UE de un déficit moderado a un considerable superávit en cuenta corriente. La principal contrapartida de estos movimientos fue la transformación de un déficit moderado en uno masivo de los países emergentes y en desarrollo diferentes a los petroleros y a las economías industrializadas del este asiático (“otros países emergentes y en desarrollo” en el gráfico 2). Como el superávit chino disminuyó, esto implica que el ajuste de la UE se hizo a costa de estos países. De todos modos, estas políticas han resultado ineficaces para contribuir a la recuperación europea, ya que las estrategias orientadas a la exportación pueden surtir buen efecto en economías pequeñas pero no inciden de la misma manera en las grandes.

Dentro de la UE, este panorama refleja, a su vez, el masivo ajuste que experimentaron los países



Gráfico 2

Balanzas en cuenta corriente (en miles de millones de dólares)



Países exportadores de petróleo: Angola, Bahréin, Irán, Iraq, Jordán, Kuwait, Libia, Omar, Qatar, Rusia, Arabia Saudí, Emiratos Árabes Unidos y Venezuela. Nuevas economías industrializadas de Asia: Hong Kong, República de Corea, Singapur y Taiwán.

periféricos –en orden de magnitud, España, Grecia, Portugal e Irlanda–, aparejado al mantenimiento o aumento del superávit en otros países, en particular Alemania y Holanda. A este tipo de situaciones se refería John Maynard Keynes cuando decía que el mayor problema del sistema monetario internacional es la asimetría entre la necesidad de que los países deficitarios se ajusten durante las crisis y la falta de presión para que los países superavitarios hagan lo propio, circunstancia que genera un sesgo deflacionario (o bien, más precisamente, recesivo) de la economía mundial (Keynes). Esto también ha dirigido la atención hacia los problemas asociados a las relaciones entre los sistemas monetarios internacionales y los desequilibrios de pagos, y más generalmente entre los primeros y la estabilidad macroeconómica mundial.

A lo largo de décadas, los mecanismos para coordinar la política macroeconómica han tendido a

funcionar por fuera del FMI y no han sido particularmente eficaces. En la década de 1980, incluyeron acuerdos ad hoc entre grandes economías –los Acuerdos del Plaza (1985) y del Louvre (1987)–, que principalmente apuntaron a reducir el superávit japonés. De hecho, puede decirse que estos acuerdos explican en parte la enorme apreciación del yen y la burbuja en el precio de los activos japoneses durante la segunda mitad de los años 80, que en última instancia provocaron en Japón una crisis financiera y una década perdida. La cooperación se trasladó luego al G-7 y, desde el estallido de la crisis financiera del Atlántico Norte, al G-20.

La cooperación macroeconómica del G-20 funcionó relativamente bien en los primeros estadios de la crisis, cuando adoptó la forma de un “consenso keynesiano”. El máximo nivel de cooperación se alcanzó en el encuentro de Londres, en abril de 2009, y continuó en Pittsburgh en sep-



tiembre del mismo año, cuando el Grupo se auto-proclamó como el “foro principal de nuestra cooperación económica internacional” (G-20 2009). El lanzamiento de los mecanismos financieros anticíclicos mencionados en la sección previa se correspondió con un acuerdo provisional para adoptar políticas expansivas en el ámbito monetario y, en menor medida, también en el fiscal. Los bancos centrales de los países desarrollados líderes ya habían establecido una coordinación informal, que resultó de crucial importancia al estallar la crisis con las hipotecas de baja calidad (*subprime*) en EEUU a mediados de 2007 y durante el masivo contagio mundial asociado a la quiebra del banco de inversión Lehman Brothers en septiembre de 2008. Pittsburgh también marcó el lanzamiento del Proceso de Evaluación Mutua (PEM) como instrumento de cooperación entre grandes economías. La cumbre del G-20 en Toronto, celebrada en junio de 2010, representó el fin del “consenso keynesiano”, ya que varios países desarrollados decidieron priorizar la sostenibilidad de la deuda pública por sobre su apoyo a la recuperación. Aún más, el BCE cometió el error de avanzar hacia políticas menos expansionistas en 2011, aunque retomó otra vez a la senda expansionista a fines de ese año.

En febrero y abril de 2011, los ministros de Economía y gobernadores de Bancos Centrales del G-20 acordaron que la cooperación macroeconómica se enfocaría en “los desequilibrios de persistente magnitud que requieren acción política”, de acuerdo con la siguiente definición: “(i) deuda pública y déficits fiscales; ahorro privado y deuda privada; (ii) y los desequilibrios externos compuestos por los flujos y transferencias de ingresos netos devengados por inversiones y la balanza comercial, tomando debida consideración de las políticas cambiarias, fiscales, monetarias y de otros tipos” (G-20 2011a). En los meses siguientes se concertaron los parámetros para evaluar cada indicador, sobre la base de modelos económicos y de las tendencias históricas de cada país (G-20 2011b). El principal apoyo técnico quedó a cargo del FMI, al que se le ha solicitado “evaluar la coherencia, la consistencia y la mutua compatibilidad de los marcos de política adoptados por los miembros del G-20” (FMI 2011c). Tal actividad, que se define como “asistencia técnica a los

miembros del G-20”, genera una obvia tensión entre el carácter verdaderamente multilateral del FMI y la pertenencia específica de los PEM al G-20, o incluso a un subgrupo de sus miembros.

Esta colaboración con el G-20 se combina con una actividad más adecuada para el FMI: el refuerzo de la supervisión, tanto multilateral como bilateral. En el nivel multilateral, la tarea comprende los estudios bianuales regulares del FMI sobre la economía mundial, los informes sobre la estabilidad financiera mundial y las actualizaciones del monitor fiscal. También incluye un “informe consolidado sobre la supervisión multilateral”, lanzado en 2009; los “informes sobre efectos de contagio” para los “cinco sistémicos” (EEUU, Eurozona, Reino Unido, Japón y China); y más recientemente, a partir de julio de 2012, los “informes piloto sobre el sector externo” para la evaluación de los desequilibrios mundiales. Por otra parte, el instrumento más importante de supervisión bilateral continúa radicando en las Consultas del Artículo IV. Entre sus principales cambios, cabe mencionar la consideración más profunda de cuestiones financieras y el compromiso de realizar evaluaciones más “cándidas” de las principales economías. En 2010 también se decidió que todas las jurisdicciones con sectores financieros de importancia sistémica deben someterse a Programas de Evaluación del Sector Financiero (PESF).

Este complejo sistema internacional de supervisión y cooperación en materia de política macroeconómica no tiene precedentes en el mundo, pero en esencia no deja de ser una combinación de vigilancia reforzada y presión entre pares, que son fuerzas con probada debilidad. Ello se refleja particularmente en la escasa atención a los efectos colaterales generados por las políticas monetarias expansionistas de los países desarrollados en los mercados emergentes, con la consecuente “guerra de divisas” (para usar el término acuñado por el ministro de Hacienda de Brasil), así como en la ya mencionada incapacidad para evitar que la austeridad de la Eurozona cause nuevos desequilibrios en el mundo. Como ya se ha señalado, y en coincidencia con el diagnóstico de Keynes, el ajuste asimétrico de Europa también ha generado un sesgo recesivo global.



Al sesgo recesivo del ajuste asimétrico se suman otras dos deficiencias del sistema monetario internacional, cuya mención es importante en este contexto (Ocampo 2010 y 2011). Una es lo que en la bibliografía sobre el tema suele denominarse “dilema de Triffin”: los perjuicios que suscita el que el sistema internacional de reservas dependa de una moneda nacional —o de un número limitado de monedas nacionales o regionales (Triffin 1961 y 1968; Padoa-Schioppa). Dado el carácter fiduciario de la moneda que ocupa el centro del sistema desde principios de los años 70, las principales manifestaciones de este problema durante las últimas décadas han sido los fuertes ciclos del valor del dólar y de la cuenta corriente estadounidense, que se transmiten a la economía mundial.

La otra deficiencia, que afecta en particular a los países emergentes y en desarrollo, es la necesidad de acumular reservas internacionales en grandes cantidades a modo de “autoseguro”, ante la ausencia de una regulación internacional adecuada de la cuenta de capitales y de un instrumento para asegurarse contra su volatilidad. En efecto, el fuerte patrón procíclico de los flujos de capitales, así como la falta de una arquitectura internacional apropiada para manejar las crisis de balanza de pagos que se originan en la cuenta de capitales, han llevado a estos países a acumular abundantes reservas, en particular tras la crisis que asoló a las economías emergentes a fines del siglo XX. Tal como se ve en el gráfico 3, hasta fines de los años 80, el nivel de reservas de los países en desarrollo —con la excepción de China y los exportadores petroleros— fue similar al de los países desarrollados: alrededor de 3% del PIB. Las tendencias comenzaron a divergir en la década de 1990, pero especialmente a principios del siglo XXI. Hacia 2007, los países de ingreso medio, con la excepción de China, acumulaban reservas equivalentes a 20% del PIB, mientras que los países de bajos ingresos habían incrementado las suyas hasta 9% de su PIB. Las reservas de China ya ascendían a 40%, e incluso se había alcanzado una proporción más alta en los países del Golfo Pérsico. En contraste con este panorama, las reservas de los países de altos ingresos, con la excepción de Japón, continuaron oscilando entre 2% y 3% del PIB. Tras una breve interrupción durante la crisis del Atlántico Norte, la acumulación de reservas

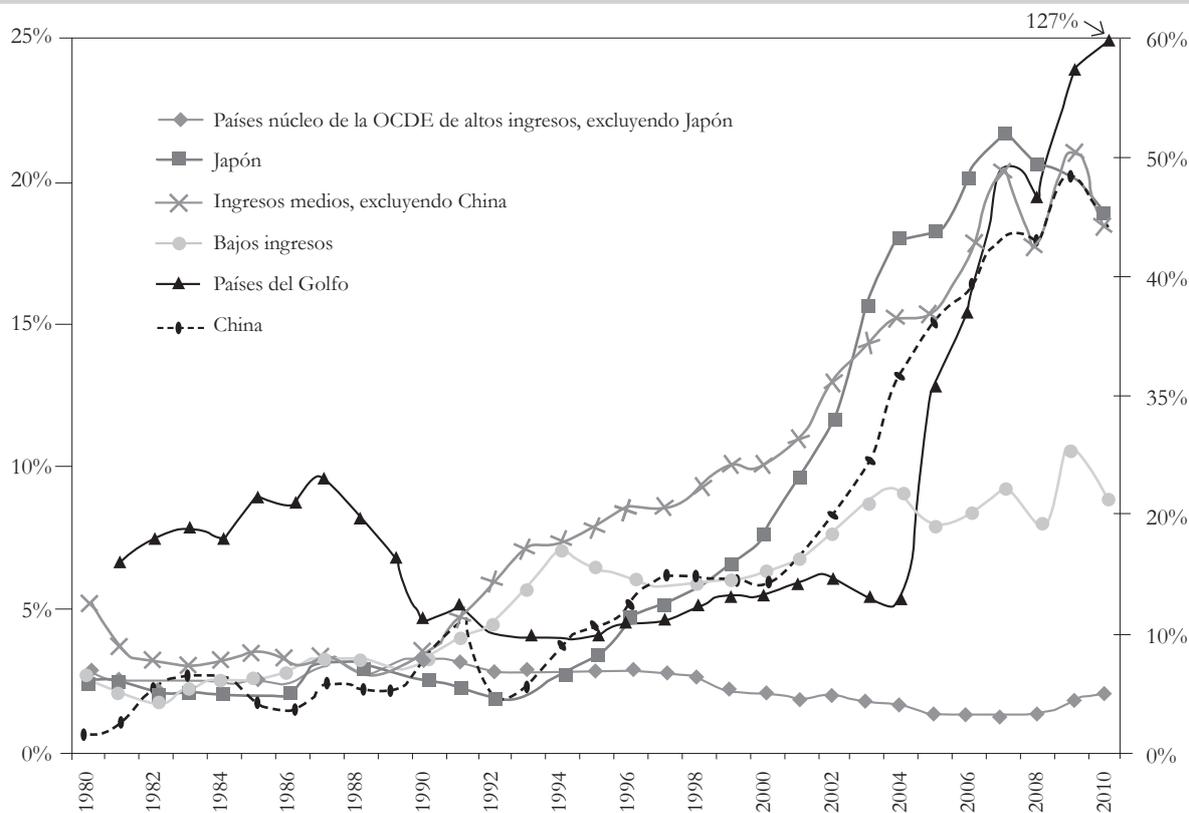
se reanudó a medida que los flujos de capitales hacia las economías emergentes experimentaban una temprana recuperación.

La acumulación de reservas proporcionó a los países emergentes y en desarrollo un nivel excepcional de aseguramiento, así como un margen para adoptar políticas monetarias expansionistas durante la crisis financiera del Atlántico Norte, en marcado contraste con las crisis anteriores. Sin embargo, esta situación también ha generado inequidades, ya que la acumulación de reservas tiene costos, y es posible que haya contribuido a la creación de nuevos desequilibrios mundiales. En primer lugar, la demanda de “activos seguros” incrementó sus precios y aminoró su rendimiento, posiblemente coadyuvando a las burbujas de activos que caracterizaron los años de auge. En la medida en que la acumulación de reservas refleja una cuenta corriente superavitaria, también fomenta la generación de un sesgo recesivo en el mundo, que antes de la crisis fue atenuado por los déficits de EEUU y la periferia europea. En términos más generales, aunque resulta obvio que la acumulación de reservas surte efectos positivos en los países, también genera una “falacia de composición” que alimenta los desequilibrios mundiales.

Las tres deficiencias del sistema monetario internacional —el sesgo recesivo asociado a los ajustes asimétricos, el dilema de Triffin y la necesidad que experimentan los países emergentes/en desarrollo de acumular cuantiosas reservas a modo de “autoseguro”— se encuentran de diversas maneras en el centro de las propuestas de reforma elaboradas al inicio de la crisis. Entre ellas se cuenta la idea de eliminar gradualmente el papel protagónico del dólar en el sistema, formulada por el gobernador del Banco Central de China (Zhou). Por otra parte, la Comisión de Expertos convocada por el Presidente de la Asamblea de Naciones Unidas sobre Reformas del Sistema Monetario y Financiero Internacional (Comisión Stiglitz) considera que las reformas del sistema internacional de reservas deben ocupar el centro de la agenda de reforma global (Naciones Unidas 2009). La Iniciativa del Palais Royal, convocada por Michel Camdessus, Alexandre Lamfalussy y Tommaso Padoa-Schioppa, también presentó



Gráfico 3

**Reservas en divisas por nivel de desarrollo (en % del PIB)
(Escala izquierda, excepto para China y los países del Golfo)**

Fuente: Reservas totales menos serie oro, BM, Indicadores del desarrollo mundial, sobre la base de información del FMI.

una serie de propuestas de reforma en febrero de 2011 (Boorman e Icard). Sin embargo, aún no se han llevado a cabo acciones exhaustivas ni se ha incluido plenamente la reforma del sistema monetario internacional en los debates del G-20 o del FMI.

La acción más importante fue la mayor emisión de DEG en la historia, acordada en 2009, por un valor equivalente a 250.000 millones de dólares. Cabe recordar que, desde la primera emisión de DEG en 1970-1972, las nuevas asignaciones se asociaron a las crisis: 1979-1981, 1997 y 2009. La asignación de 1997 no se hizo efectiva hasta mediados de 2009, cuando el Congreso de EEUU aprobó las enmiendas al Convenio Constitutivo del FMI de las que hacía parte (ya que involucraba la asignación a miembros que habían ingresado en la década de 1990). Pero este instrumento de cooperación aún

surte efectos limitados, en primer lugar debido a la porción relativamente pequeña que se otorga a los países en desarrollo –menos de un tercio (v. cuadro 2)–, que son sus usuarios más activos. Su uso también es limitado, porque los DEG funcionan más como un servicio de sobregiro incondicional que como un activo de reserva en un sentido pleno (Erten y Ocampo).

De todos modos, la emisión de DEG dio lugar a un debate sobre la necesidad de hacer asignaciones regulares y cuantiosas. Las propuestas existentes comprenden una mezcla variable de diversas recomendaciones: a) la transformación de los DEG en un pleno activo de reserva; b) un uso más dinámico de este instrumento, destinándolo en particular a financiar préstamos del FMI; c) la inclusión de una “dimensión de desarrollo” en las asignaciones, mediante el incremento de la



Cuadro 2

Asignaciones de DEG por nivel de desarrollo (en millones de DEG)

	Asignaciones: en millones de DEG			Asignación a cada grupo por porcentaje de asignaciones totales		
	1970-72	1979-81	2009	1970-72	1979-81	2009
Altos ingresos de la OCDE	6.796	7.906	109.095	73,6%	65,8%	59,7%
Estados Unidos	2.294	2.606	30.416	24,8%	21,7%	16,7%
Japón	377	514	11.393	4,1%	4,3%	6,2%
Otros	4.125	4.786	67.286	44,7%	39,8%	36,8%
Altos ingresos: no OCDE	17	127	3.372	0,2%	1,1%	1,8%
Países del Golfo	0	78	2.057	0,0%	0,7%	1,1%
Excluyendo a los países del Golfo	17	49	1.315	0,2%	0,4%	0,7%
Ingresos medios	1.507	2.758	55.062	16,3%	22,9%	30,1%
China	0	237	6.753	0,0%	2,0%	3,7%
Excluyendo a China	1.507	2.521	48.309	16,3%	21,0%	26,4%
Bajos ingresos	913	1.226	15.125	9,9%	10,2%	8,3%
Asignaciones totales	9.234	12.016	182.653	100,0%	100,0%	100,0%

Fuente: Base de datos del FMI.

porción correspondiente a los países emergentes y en desarrollo, o de un criterio de demanda de reservas; d) el uso de los DEG para programas de desarrollo, o bien para ayudar a financiar la provisión de bienes públicos mundiales, en particular con miras a combatir el cambio climático; e) la creación de una “cuenta de sustitución” para manejar los cambios en la composición de divisas de las reservas a fin de evitar sus efectos en el mercado cambiario, de acuerdo con propuestas que se remontan a la década de 1970 y que adquieren relevancia creciente en un mundo donde la composición de las reservas está diversificada; y f) permitir el uso privado de este instrumento para transformarlo en una divisa verdaderamente global. La mayoría de estas reformas exigiría modificar el Convenio Constitutivo del FMI.¹²

Después de lanzar en 2009 la propuesta de reducir la centralidad del dólar, China se enfocó en la internacionalización de su moneda, el renminbi. Esta iniciativa incluyó una participación creciente de su Banco Central en acuerdos de canje de monedas; el otorgamiento de préstamos a través de su banco de desarrollo (que a su vez está asociado en gran medida a la financiación de las exportaciones chinas); la venia para que Hong Kong creara de manera gradual un mercado de transacciones financieras denominadas en renminbi; y, más re-

cientemente, la designación de Londres como centro de transacciones cambiarias en esa moneda. Estas acciones posicionarán la moneda china en un sistema que permite la competencia entre diferentes divisas. Sin embargo, sus posibilidades de éxito son parciales, debido a las ventajas que el dólar continuará teniendo en el sistema, incluida la oferta del mercado más líquido del mundo para los títulos denominados en dólares, beneficio al que China difícilmente pueda acceder en un plazo previsible. El renminbi chino requeriría incrementar en gran medida la liberalización financiera de China, paso que el gobierno de dicho país debe evaluar con gran cuidado en función de sus metas de política interna, teniendo en cuenta en particular las inestabilidades financieras que se asociarían a un mercado de capitales más abierto.¹³

12. V. un análisis más extenso en Erten y Ocampo (2014), así como las contribuciones al debate sobre las reformas del sistema mundial de reservas publicadas en el *Journal of Globalization and Development* vol. 1 N° 2, 2010. Algunas de las propuestas más interesantes se remontan a los años 70: la del economista del FMI Jacques Polak (1979) y la del Comité de los 20 (Williamson 1979). Entre los trabajos recientes, Ocampo (2011) ofrece una apreciación positiva sobre el papel de los DEG, en tanto que Eichengreen (2011) presenta una perspectiva escéptica.

13. V. un análisis de la internacionalización del renminbi en Yu (2012).



4. Reformas de la gobernabilidad

Las reformas de la gobernabilidad en la arquitectura monetaria y financiera internacional deben involucrar tres elementos interrelacionados. El primero es el diseño de una institución internacional más representativa en la cúspide del sistema, que reemplazaría al G-20 pero también podría evolucionar a partir de él. El segundo es la necesidad de ampliar y fortalecer la participación de los países emergentes y en desarrollo en “el proceso de adopción de decisiones y el establecimiento de normas sobre cuestiones económicas a nivel internacional”, tal como se acordó en el Consenso de Monterrey (Naciones Unidas 2002, párr. 62). El tercero es el diseño de una arquitectura “densa” y de múltiples niveles, en cuyo marco las instituciones globales, regionales y subregionales puedan llevar adelante una interacción constructiva.

Con respecto al primer elemento, el G-20 se autoproclamó en 2009 como el principal foro para la cooperación económica y financiera de las economías más importantes. Si bien no cabe duda de que el G-20 ha constituido un avance con respecto al G-7 en materia de representación de los países en desarrollo en la toma de decisiones económicas, también es cierto que la preferencia por los “grupos” sobre las instituciones internacionales representativas —el “multilateralismo de elite”, tal como lo he denominado en otro ensayo (Ocampo 2011)— ha constituido un sesgo histórico impuesto por los principales países desarrollados, que prefieren los mecanismos sobre los que ellos puedan ejercer control directo. Esta situación es muy problemática, ya que una arquitectura institucional bien estructurada no puede dejar margen para que los órganos ad hoc autoproclamados reemplacen a las instituciones representativas.

La defensa de tal estructura se basa en la idea de que el carácter inclusivo se sacrifica en aras de la efectividad (Bradford y Lim). Sin embargo, la trayectoria exitosa del G-20 en estas lides es poco clara. El análisis expuesto en las secciones anteriores indica que la entidad ha ejercido el liderazgo en el ámbito de la regulación financiera y ha creado nuevas formas de cooperación macroeconómica, pero su efectividad declinó tras un buen comienzo, y en general el gru-

po no ha logrado cumplir con su compromiso de suscitar “un fuerte crecimiento global, sostenible y equilibrado” (G-20 2009, párr. 13). Tampoco se ha destacado en materia de representación ni ha aportado coherencia al sistema de gobernabilidad mundial. Por último, el G-20 carece de un secretariado eficaz que sostenga la continuidad de sus acciones (Ocampo y Stiglitz 2011).

Lo más idóneo sería entonces optar por la transición hacia un mecanismo de cooperación internacional más representativo y, por ende, más legítimo. La mejor propuesta reciente en este sentido provino de la Comisión Stiglitz, que instó a crear un consejo de coordinación económica mundial (Naciones Unidas 2009, cap. 4). Este consejo dirigiría, coordinaría y mejoraría la cooperación entre todas las instituciones que integran el sistema de la ONU, incluyendo las instituciones de Bretton Woods (IBW) y la Organización Mundial del Comercio (OMC), que pasarían a formar parte del sistema. También identificaría y eliminaría las lagunas que aquejan al actual sistema de cooperación (como la ausencia de un mecanismo para reestructurar deudas soberanas), además de reforzar las sinergias de diferentes organizaciones en áreas que requieren atención mancomunada: por ejemplo, los efectos ambientales de las políticas comerciales y los efectos del conflicto sobre el desarrollo, entre muchos otros. El consejo propuesto se organizaría sobre la base de circunscripciones, usando un sistema de votación ponderada que combinaría el peso económico de los países con un voto básico idéntico para todos. Esta estructura de votación sería entonces similar a la de las IBW, pero corregiría los actuales problemas de los votos ponderados en esas organizaciones. La Iniciativa del Palais Royal también ha propuesto crear una organización basada en el sistema de circunscripciones, que funcione como cúpula del sistema monetario internacional en reemplazo del G-20 (Boorman e Icard, p. 24).

Como señalé antes, la segunda de estas reformas —aumentar la voz y la participación de los países en desarrollo en la toma de decisiones económicas— se lanzó en la Conferencia de la ONU sobre Financiación para el Desarrollo, celebrada en Monterrey en 2002. Aunque dicha propuesta antecede a la creación del foro de líderes del G-20, el respaldo de este



último fue crucial para las reformas adoptadas en 2010, que a su vez se erigieron sobre los modestos acuerdos sellados en 2006 y 2007.¹⁴ Estas reformas incluyeron la duplicación de las cuotas, el incremento de los votos básicos, la revisión de la fórmula para asignar cuotas, la reducción en dos miembros de la representación europea en el Directorio del FMI y la designación de todos sus miembros por medio de elecciones. Respecto de la situación anterior a la reunión anual de 2006 en Singapur—en cuyo marco se adoptaron las primeras reformas—, las economías en desarrollo y en transición incrementaron sus cuotas en 3,9 puntos porcentuales y su poder de voto en 5,3 puntos. El incremento de las cuotas se concentró en gran medida en un puñado de economías emergentes—China, República de Corea, Brasil, India, México y Turquía, en ese orden—, que se beneficiaron en parte a expensas de otros países emergentes y en desarrollo. No ocurrió lo mismo con el poder de voto, gracias al incremento de los votos básicos (Ocampo 2011). De todos modos, esta reforma debe considerarse parte de un proceso aún inconcluso, ya que no corrigió la sobrerrepresentación de Europa occidental ni la subrepresentación de algunas economías emergentes—particularmente las de Asia— en el FMI. Además, el Congreso de EEUU no ha aprobado las contribuciones adicionales de capital (a la fecha en que se terminó este ensayo), por lo cual no son todavía efectivas, ya que ese país tiene poder de veto en las decisiones más trascendentes del FMI.

La Comisión para la Reforma de la Gobernabilidad del FMI encabezada por Trevor Manuel en 2009 (FMI 2009a) y la Oficina de Evaluación Independiente del FMI (FMI-OEI 2008) plantearon otros problemas en materia de gobernabilidad. Una cuestión crucial es la necesidad de seleccionar a las cabezas de las instituciones y a los miembros de la alta gerencia mediante procesos abiertos y transparentes, sobre la base del mérito que exhiban los candidatos y sin preferencias de nacionalidad. Aunque estos principios fueron refrendados por el G-20, la elección del Director Gerente del FMI en 2011 no cambió la práctica preexistente y condujo a la selección de una candidata europea; la selección del Presidente del BM en 2012 exhibió deficiencias similares y redundó una vez más en la designación de un ciudadano estadounidense.

El tercer elemento importante para estas reformas indica que una red de instituciones nacionales, regionales y mundiales puede proveer un mejor sistema de gobernabilidad en una comunidad internacional heterogénea, porque de esa manera se otorga una voz más fuerte y un sentido de pertenencia a los países de menor tamaño.¹⁵ El mejor argumento al respecto es el sistema de BMD, donde el BM coexiste con varios bancos regionales y subregionales, además de una entidad interregional (el Banco Islámico de Desarrollo), a la cual se agregará ahora el banco de los BRICS. En el caso del sistema monetario internacional, esto equivale a concebir al FMI del futuro como la cúspide de una red de fondos regionales de reserva. Una estructura similar debería adoptarse para la regulación y supervisión de las finanzas mundiales.

Los ordenamientos regionales de índole monetaria han adoptado diferentes formas—acuerdos de pago, líneas de crédito *swap*, reservas mancomunadas, bancos centrales comunes—, pero hoy exhiben una arquitectura bastante hueca.¹⁶ Como vimos en la sección 2, la creación de un Fondo Europeo de Estabilidad Financiera y del subsiguiente Mecanismo Europeo de Estabilidad fueron los principales avances en este sentido durante la crisis reciente. La Iniciativa Chiang Mai es la más ambiciosa entre las que involucran economías emergentes, pero hasta ahora no se ha utilizado. El Fondo Latinoamericano de Reservas es una pequeña institución, muy exitosa, formada por ocho países latinoamericanos pequeños y medianos. Los miembros del BRICS también han anunciado la creación de un Acuerdo de Reservas de Contingencia para suministrar liquidez a través de operaciones de canje de monedas.

Por último, es preciso someter los vínculos entre el FMI y los ordenamientos regionales a una “geometría variable”. Durante la crisis reciente, los europeos optaron por paquetes de rescate

14. Estas reformas de gobierno tuvieron su correlato en las del Banco Mundial, que no analizo en el presente ensayo.

15. V. las contribuciones a la compilación de Ocampo (2006).

16. V. con respecto a este tema las contribuciones de Volz y Caliarì (2010) y la evaluación que hace el FMI de sus relaciones con instituciones financieras regionales (FMI 2013).



en los que el FMI era un socio (tal vez de menor jerarquía) de las instituciones europeas y que involucraban programas con condicionalidades amplias. En contraste con esta situación, el fuerte “estigma” que generaron los programas del FMI en Asia oriental explica por qué los países que podrían haberse beneficiado con la Iniciativa Chiang Mai durante la crisis reciente (como Indonesia y la República de Corea) prefirieron no recurrir a ella: he aquí un caso en el que resulta esencial eliminar el vínculo con el FMI, que en la actualidad se exige al sobrepasar cierto límite. Por otra parte, el Fondo Latinoamericano de Reservas se caracteriza por no estar ligado a programas del FMI, e incluso por la ausencia de condicionalidades de sus préstamos.

5. Conclusiones

La arquitectura monetaria y financiera internacional ha experimentado importantes reformas en los últimos años: un fortalecimiento del marco prudencial de regulación y supervisión bajo la égida del Consejo de Estabilidad Financiera, incluido el reconocimiento del papel que cumple la regulación macroprudencial; el incremento y la mejor estructuración del financiamiento anticíclico, provisto por un revitalizado FMI; la creación de nuevos acuerdos financieros regionales; la capitalización de los BMD y el reconocimiento de su papel como instrumento de políticas anticíclicas; la mayor emisión de DEG en la historia y la creación de un complejo sistema de cooperación macroeconómica entre las principales economías del mundo.

Estas acciones han resultado limitadas en muchos sentidos. El marco regulatorio aún contiene lagunas considerables, incluida la limitada o nula regulación de la banca en las sombras y la expansión todavía incompleta de las bolsas para derivados. El FMI continúa cargando con un “estigma” para muchos prestatarios, en tanto que la Iniciativa Chiang Mai —el sistema más elaborado de cooperación en materia de balanza de pagos a disposición de los países emergentes y en desarrollo— no se ha utilizado hasta ahora. La subcapitalización del BM implica que esta institución probablemente no pueda cumplir en el futuro el papel activo que desempeñó durante la crisis fi-

nanciera del Atlántico Norte en la provisión de financiamiento anticíclico. Y tal vez lo más importante: el complejo sistema de coordinación de la política macroeconómica no ha impedido la creación de nuevos desequilibrios mundiales, entre los cuales se destaca el creciente superávit de la UE aparejado con crecientes déficits en un nutrido grupo de países emergentes y en desarrollo. Ello implica que el ajuste europeo ha tendido a “empobrecer al vecino” y ha tenido efectos recesivos globales que afectaron en particular a países emergentes y en desarrollo.

Otros elementos de esta arquitectura siguen siendo débiles o continúan ausentes. El primero es el debate aún no zanjado sobre el papel de las regulaciones de la cuenta de capitales, un aspecto crucial que puede brindar a los países emergentes y en desarrollo un margen más amplio para la aplicación de políticas públicas frente a la volatilidad de la cuenta de capitales. La reforma monetaria internacional no ha ido más allá de la abultada emisión de DEG en 2009, y en particular no ha avanzado hacia el fortalecimiento de la función que cumplen los DEG en el sistema monetario mundial. Ello implica que el sistema continúa marginando a los países emergentes y en desarrollo de la posibilidad de crear reservas, excepto a través de una participación minoritaria en la asignación de DEG y la perspectiva de que el renminbi se convierta gradualmente en una de las divisas secundarias de reserva. Y el mundo todavía carece de un mecanismo para la solución de problemas de sobreendeudamiento soberano. Las mejoras en el margen para aplicar políticas públicas anticíclicas que han experimentado los países emergentes y en desarrollo han dependido principalmente del “autoseguro” que brinda la acumulación de reservas internacionales. Pero este método es costoso, ya que implica una transferencia de recursos a los países que emiten divisas y podría contribuir a la creación de desequilibrios mundiales, así como al sesgo recesivo del sistema.

En consecuencia, el margen para la aplicación de políticas públicas mejoraría si se hace un uso más pleno de las regulaciones para la cuenta de capitales, incluso con algunas características internacionales; si se perfeccionan los mecanismos financieros anticíclicos que no imponen condi-



cionalidades —incluida la expansión de las redes regionales de financiamiento de balanza de pagos—; si se pone en marcha un mejor sistema de cooperación macroeconómica que evite políticas proteccionistas perjudiciales para los demás; y si se crea un mecanismo efectivo para solucionar los problemas asociados a las deudas soberanas.

Por último, las reformas en curso no han contado con el correlato de cambios equivalentes en la gobernabilidad del sistema. Es preciso que las

reformas en este ámbito incluyan tres elementos: la creación de una organización cúpula más representativa que el G-20; un mayor avance en la reforma de la “voz y participación” con que cuentan los países en desarrollo en las instituciones de Bretton Woods y el Consejo de Estabilidad Financiera; y el diseño de una arquitectura en múltiples niveles, con participación activa de las instituciones regionales y subregionales. Hasta ahora solo se han aplicado reformas en la segunda de estas áreas, con efectos aún muy limitados.

Bibliografía

Autoridad de Servicios Financieros de Gran Bretaña (2009): *The Turner Review: A Regulatory Response to the Global Banking Crisis*.

Boorman, Jack T. y André Icard (eds.) (2011): *Reform of the International Monetary System: The Palais Royal Initiative*, Nueva Delhi, SAGE Publications.

Bradford, Colin I. y Wonhyuk, Lim (2011): “Introduction: Toward the Consolidation of the G-20: From Crisis Committee to Global Steering Committee” en Colin I. Bradford y Wonhyuk Lim (eds.): *Global Leadership in Transition: Making the G-20 More Effective and Responsive*, Seúl y Washington, DC, Instituto de Desarrollo de Corea y Brookings Institution Press, pp. 1-10.

Cámara de Comercio Internacional, Comisión de Técnicas y Prácticas Bancarias (ICC) (2009): “ICC Trade Finance Survey: An Interim Report”, verano de 2009.

Caruana, Jaime (2010), “Basilea III: hacia un sistema financiero más seguro”, Banco de Pagos Internacionales (BIS), disponible en <http://www.bis.org/speeches/sp100921_es.pdf>.

Comisión De Larousière (2009): *The High-Level Group on Financial Supervision in the EU*, Bruselas.

Comisión Warwick (2009): *International Financial Reform*, disponible en <warwick.ac.uk/research/warwickcommission/>.

Comité de Basilea (2010): Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, “La respuesta del Comité de Basilea a la crisis financiera: informe al G-20”, disponible en <http://www.bis.org/publ/bcbs179_es.pdf>.

Consejo de Estabilidad Financiera (CEF) (2013): “Progress in Implementing the G-20 Recommendations on Financial Regulatory Reform” en *Status Report by the FSB Secretariat*.

D’Arista, Jane y Stephany Griffith-Jones (2010): “Agenda and Criteria for Financial Regulatory Reform” en Stephany Griffith-Jones, José Antonio Ocampo y Joseph E. Stiglitz (eds.): *Time for a Visible Hand: Lessons from the 2008 World Financial Crisis*, Nueva York, Oxford University Press.

Eichengreen, Barry (2011): *Exorbitant Privilege: The Rise and Fall of the Dollar and the Future of the International Monetary System*, Nueva York, Oxford University Press.

Erten, Bilge y José Antonio Ocampo (2014): “Building a Stable and Equitable Global Monetary System” en José Antonio Alonso, Giovanni Andrea Cornia y Rob Vos (eds.): *Alternative Development Strategies for the Post-2015 Era*, Nueva York, Bloomsbury, Serie de Naciones Unidas sobre el Desarrollo.

Fondo Monetario Internacional (FMI) (2009a): *Committee on IMF Global Governance Reform: Final Report*, Washington, DC.

— (2009b): “El FMI reestructura sus mecanismos de crédito para ayudar a los países a afrontar la crisis”,



disponible en <<http://www.imf.org/external/spanish/pubs/ft/survey/so/2009/new032409as.pdf>>.

— (2011a): *Perspectivas de la economía mundial*.

— (2011b): “Recent Experiences in Managing Capital Inflows: Crosscutting Themes and Possible Policy Framework”.

— (2011c): “Review of the Fund’s Involvement in the G-20 Mutual Assessment Process”.

— (2012): “La liberalización y el manejo de los flujos de capital: una visión institucional”.

— (2013): “Stocktaking the Fund’s Engagement with Regional Financing Arrangements”.

Fondo Monetario Internacional, Oficina de Evaluación Independiente (2007): *Evaluación de la OEI sobre la condicionalidad estructural de los programas respaldados por el FMI*, disponible en <<http://www.ieso-imf.org/ieo/files/completedevaluations/01032008SC%20Main%20Report-SPA.pdf>>.

— (2008): “El gobierno corporativo del FMI: Una evaluación”, disponible en <http://www.ieso-imf.org/ieo/files/completedevaluations/05212008CG_SPA.pdf>.

G-20 (2009): “Cumbre de Pittsburgh: Declaración de los líderes del G-20”, disponible en <http://www.ituc-csi.org/IMG/pdf/No_59_-_La_economia_mundial_en_crisis_AnexoII.pdf>.

— (2011a): Communiqué, Meeting of Finance Ministers and Central Bank Governors; (18–19.2.2014), París.

— (2011b): Communiqué, Meeting of Finance Ministers and Central Bank Governors; (14–15.4.2014), Washington, DC.

— (2011c): “Coherent Conclusions for the Management of Capital Flows Drawing on Country Experiences”.

Gallagher, Kevin P., Stephany Griffith-Jones y José Antonio Ocampo (eds.) (2012a): *Regulating Global Capital Flows for Long-Run Development*, Boston, Boston University, Pardee Center Task Force Report. [Hay edición en español: *Regulación de los flujos mundiales de capital para el desarrollo*, Boston, Universidad de Boston, Centro Pardee, Informe del Grupo de Trabajo].

— (2012b): “Capital Account Regulations for Stability and Development: A New Approach” en Kevin P. Gallagher,

Stephany Griffith-Jones, José Antonio Ocampo (eds.): *Regulating Global Capital Flows for Long-Run Development*. Boston, Boston University, Pardee Center Task Force Report, resumen ejecutivo. [Hay edición en español: “Regulaciones de la cuenta de capitales para la estabilidad y el desarrollo: un nuevo enfoque” en Kevin P. Gallagher, Stephany Griffith-Jones y José Antonio Ocampo (eds.): *Regulación de los flujos mundiales de capital para el desarrollo*, Boston, Universidad de Boston, Centro Pardee, Informe del Grupo de Trabajo].

Gallagher, Kevin P. y José Antonio Ocampo (2013): “IMF’s New View on Capital Controls” en *Economic and Political Weekly* vol. XLVIII N° 12, pp. 10-13.

Griffith-Jones, Stephany y José Antonio Ocampo (2010): “Building on the Counter-Cyclical Consensus: A Policy Agenda”, documento preparado para el Grupo de los 24, disponible en <<http://173.254.126.101/~gtwofouo/wp-content/uploads/2014/03/Griffith-Jones-5.pdf>>.

Griffith-Jones, Stephany y José Antonio Ocampo (2012): “The International Financial Architecture Seen through the Lens of the Crisis: Some Achievements and Numerous Challenges” en: José Antonio Alonso y José Antonio Ocampo (eds.): *Development Cooperation in Times of Crisis*, Nueva York, Columbia University Press.

Griffith-Jones, José Antonio Ocampo y Joseph E. Stiglitz (eds.) (2010): *Time for a Visible Hand: Lessons from the 2008 World Financial Crisis*, Nueva York, Oxford University Press.

Habermeier, Karl, Annamaria Kokenyne y Chikako Baba (2011): “The Effectiveness of Capital Controls and Prudential Policies in Managing Large Capital Inflows” en *IMF Staff Discussion Note SDN/11/14*, FMI.

Herman, Barry, José Antonio Ocampo y Shari Spiegel (eds.) (2010): *Overcoming Developing Country Debt Crises*, Nueva York, Oxford University Press.

Keynes, John M. (1943): “The Keynes Plan”, reproducido en J. Keith Horsefield (ed.): *The International Monetary Fund 1945-1965: Twenty Years of International Monetary Cooperation*, Vol. III: Documents, Washington, DC, FMI, 1969, pp. 3-36.

Naciones Unidas (2002): *Informe de la Conferencia Internacional sobre la Financiación para el Desarrollo*, disponible en <http://unctad.org/es/docs/acnf198d11_sp.pdf>.

— (2009): *Report of the Commission of Experts convened of the President of the UN General Assembly on Reforms of the*



- International Monetary and Financial System* (Comisión Stiglitz), Naciones Unidas, Nueva York, disponible en <http://www.un.org/ga/econcrisissummit/docs/FinalReport_CoE.pdf>.
- (2013): *The Global Partnership for Development: The Challenge We Face*, MDG Gaps Task Force Report 2013, Nueva York, Naciones Unidas.
- Ocampo, José Antonio (ed.) (2006): *Regional Financial Cooperation*, Washington, DC, Brookings Institution y CEPAL. [Hay edición en español: *Cooperación financiera regional*, Cepal, Santiago de Chile, 2006].
- (2010): “Reforming the Global Reserve System” en Stephany Griffith-Jones, José Antonio Ocampo y Joseph E. Stiglitz (eds.): *Time for a Visible Hand: Lessons from the 2008 World Financial Crisis*, Nueva York, Oxford University Press.
- (2011): *Reforming the International Monetary System*, 14ª Conferencia Anual del WIDER, Helsinki, Instituto Mundial de Investigaciones de Economía del Desarrollo (ONU/WIDER).
- Ocampo, José Antonio y Joseph E. Stiglitz (2008): “From the G-20 to a Global Economic Coordination Council”, en *Journal of Globalization and Development* vol. 2 N° 2.
- Ocampo, José Antonio y Joseph E. Stiglitz (eds.) (2008): *Capital Market Liberalization and Development*, Nueva York, Oxford University Press.
- Ocampo, José Antonio, Shari Spiegel y Joseph E. Stiglitz (2008): “Capital Market Liberalization and Development” en José Antonio Ocampo y Joseph E. Stiglitz (eds.): *Capital Market Liberalization and Development*, Nueva York, Oxford University Press.
- Ostry, Jonathan D. et al. (2010): “Capital Inflows: The Role of Controls” en *IMF Staff Position Note* SPN/10/04. Washington, DC, FMI. [Hay edición en español: “Entradas de capital: el papel de los controles”, disponible en <<http://www.economiaainstitucional.com/pdf/No23/jostry23.pdf>>].
- Ostry, Jonathan D. et al. (2011): “Managing Capital Inflows: What Tools to Use?” en *IMF Staff Discussion Note* SDN/11/06, Washington, DC, FMI.
- Padoa-Schioppa, Tommaso (2011): “The Ghost of Bancor: The Economic Crisis and Global Monetary Disorder” en Jack T. Boorman y André Icard (eds.): *Reform of the International Monetary System: The Palais Royal Initiative*, Nueva Delhi, SAGE Publications.
- Pisani-Ferry, Jean (2012): “The Euro Crisis and the New Impossible Trinity” en *Bruegel Policy Contribution*.
- Polak, Jacques J. (1979): “Thoughts on an International Monetary Fund based fully on SDR”, Pamphlet Series N° 28, Washington, DC, FMI.
- Reinhart, Carmen and Kenneth Rogoff (2009): *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton, Princeton University Press. [Hay edición en español: *Esta vez es distinto: ocho siglos de necesidad financiera*, Madrid, Fondo de Cultura Económica, 2011].
- Triffin, Robert (1961): *Gold and the Dollar Crisis (revised edition)*, New Haven, Yale University Press.
- (1968): *Our International Monetary System: Yesterday, Today and Tomorrow*, Nueva York, Random House.
- Volz, Ulrich y Aldo Caliarì (eds.) (2010): *Regional and Global Liquidity Arrangements*, Bonn, Instituto Alemán de Desarrollo y Center of Concern.
- Williamson, John (1977): *The Failure of World Monetary Reform, 1971–1974*, Nueva York, New York University Press.
- Yu, Yongding (2012): “Revisiting the Internationalization of the Yuan”, Instituto del Banco Asiático de Desarrollo, Working Paper N° 336.
- Zhou, Xiaochuan (2009): “Reforma del sistema monetario internacional”, Banco Popular de China, Beijing, disponible en inglés en <http://news.xinhuanet.com/english/200903/26/content_11074507.htm>.



Acerca del autor

José Antonio Ocampo es profesor universitario, miembro del Comité sobre Pensamiento Global, Copresidente de la Iniciativa para el Diálogo sobre Políticas de la Universidad de Columbia y Presidente del Comité de Políticas de Desarrollo de ECOSOC. Fue Secretario General Adjunto del Departamento de Asuntos Económicos y Sociales de la ONU, Secretario Ejecutivo de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe y Ministro de Hacienda de Colombia.

Traducción: Lilia Mosconi

Friedrich-Ebert-Stiftung | Política Global y Desarrollo
Hiroshimastr. 28 | 10785 Berlín | Alemania

Responsible:

Hubert René Schillinger | Coordinador,
Dialogue on Globalization
Michèle Auga | Directora Ejecutiva,
FES Nueva York
Teléfono: +49-30-269-35-7415 |
Fax: +49-30-269-35-9246
<<http://www.fes.de/GPol/en>>

Para solicitar publicaciones:
<Sandra.Richter@fes.de>

Política Global y Desarrollo

El departamento de Política Global y Desarrollo de la Friedrich-Ebert-Stiftung fomenta el diálogo entre el Norte y el Sur y promueve el debate público y político sobre asuntos internacionales en Alemania y Europa. Por medio de esta plataforma de discusiones y consultas, queremos llamar la atención sobre las interdependencias globales, desarrollando escenarios para tendencias futuras y formulando recomendaciones de políticas.

Dialogue on Globalization

Como parte del trabajo internacional de la Friedrich-Ebert-Stiftung (FES), Dialogue on Globalization enriquece el debate sobre globalización y gobernanza global. El programa se basa en la premisa de que –a través de un enfoque político inclusivo y sensible– la globalización puede ser conducida hacia una dirección que promueva la paz, la democracia y la justicia social. El programa se apoya intensamente en la red internacional de la FES, una institución alemana sin fines de lucro que está comprometida con los principios de la democracia social y que cuenta con oficinas, proyectos y socios en más de 100 países. Dialogue on Globalization se dirige a los activistas y líderes que actúan tanto en los países en desarrollo como en las partes industrializadas del mundo. El programa es coordinado por la oficina central de la Fundación Friedrich Ebert en Berlín y por las oficinas de la FES en Nueva York y en Ginebra. Más información en <<http://www.fes-globalization.org>>.

No está permitido ningún uso comercial de los medios editados por la Fundación Friedrich Ebert (FES) sin consentimiento de la FES por escrito.

Las opiniones vertidas en esta publicación no necesariamente son las de la Fundación Friedrich Ebert.