



EU 2010.es

Presidencia Española de la Unión Europea

**CONFERENCE ON
DEVELOPMENT COOPERATION
IN TIMES OF CRISIS AND ON
ACHIEVING THE MDGs**

IFEMA Convention Centre (Madrid)
9-10 June 2010

**La arquitectura financiera internacional.
A la luz de la crisis: Algunos logros y
numerosos desafíos**

Stephany Griffith-Jones y José Antonio Ocampo *

Índice

1. DÉFICIT Y GOBERNABILIDAD DE LA REGULACIÓN FINANCIERA.....	1
1.1 Déficit regulatorio	1
1.2 La gobernabilidad de la regulación financiera internacional.	6
1.3 La fragmentación de la regulación: ¿hacia un regulador financiero global?	11
1.4 Las propuestas de un impuesto a las transacciones financieras	13
2. PREVENCIÓN Y MANEJO DE CRISIS EN EL MUNDO EN DESARROLLO.....	17
2.1 El manejo de los problemas de sobreendeudamiento	17
2.2 El financiamiento de emergencia del fmi	19
2.3 Las respuestas preventivas del mundo en desarrollo	22
2.4 Reforma de gobernabilidad del Banco Mundial y del FMI	25
3. LOS DESEQUILIBRIOS MACROECONÓMICOS MUNDIALES Y LA REFORMA DEL SISTEMA MONETARIO INTERNACIONAL	27
3.1 Los desequilibrios macroeconómicos mundiales.....	27
3.2 Los problemas del sistema mundial de reservas	30
3.3 La reforma del sistema.....	33
4. A MANERA DE CONCLUSIÓN: UNA MIRADA DE CONJUNTO A LA REFORMA DE LA ARQUITECTURA FINANCIERA INTERNACIONAL.....	39
BIBLIOGRAFÍA.....	41

0.- Introducción

Este ensayo revisa el proceso de reforma financiera y monetaria internacional desde la crisis asiática hasta comienzos de 2010 a la luz de los objetivos básicos que debe cumplir la arquitectura financiera internacional. Estos objetivos son fundamentalmente cinco: (i) regular los mercados financieros y de capitales de todos los países, así como de las transacciones financieras transfronterizas, para evitar la acumulación excesiva de riesgos, que ha llevado a crisis frecuentes y costosas, tanto en países en desarrollo como desarrollados; (ii) ofrecer financiamiento de emergencia durante las crisis, especialmente con propósitos de liquidez, como complemento de las funciones de los bancos centrales como prestamistas de última instancia a nivel nacional; (iii) proporcionar mecanismos adecuados a nivel internacional para manejar los problemas de sobreendeudamiento; (iv) garantizar la consistencia de las políticas macroeconómicas nacionales con la estabilidad del sistema económico mundial, y evitar los efectos adversos de las políticas macroeconómicas de unos países sobre otros; y (v) garantizar un sistema monetario internacional que contribuya a la estabilidad de la economía internacional y sea visualizado como equitativo por todas las partes. El Consenso de Monterrey, aprobado por la Cumbre de las Naciones Unidas sobre Financiación para el Desarrollo, realizada en 2002, constituye tal vez la mejor aproximación a la definición de estos objetivos, aunque no incluye algunos de ellos (en particular, el último).

Mientras algunos de estos objetivos se refieren a la prevención de las crisis, otros se refieren al manejo de éstas, una vez se desencadenan. Sin embargo, esta división no es nítida, ya que unos buenos instrumentos de manejo de las crisis tienen también efectos preventivos, como lo muestra la historia de la banca central en el mundo entero. Tampoco, cabe agregar, es la distinción entre temas micro y macroeconómicos, ya que, como veremos, la regulación financiera debe tener un componente macroprudencial importante.

El ensayo está dividido en cuatro partes. Dada la importancia del debate en curso sobre regulación financiera como el mecanismo central para prevenir las crisis, la primera sección ahonda sobre este tema, así como sobre la institucionalidad correspondiente. La última sección de esta parte analiza un tema parcialmente interrelacionado con los anteriores, que ha emergido con fuerza en los debates recientes: el papel de un impuesto internacional a algunas transacciones financieras. La segunda parte considera algunos de los principales problemas asociados a la prevención y manejo de crisis en el mundo en desarrollo. Concentra, por lo tanto, su atención sobre el segundo y tercer objetivos y han respondido los países en desarrollo a las falencias de la arquitectura financiera internacional; esta sección aborda también el tema interrelacionado de la demanda de mayor participación de los países en desarrollo en los organismos financieros internacionales. La tercera parte analiza el cuarto y quinto objetivos mencionados, que se encuentran, como veremos, interrelacionados. Después de considerar brevemente algunos de los problemas asociados a cómo garantizar la consistencia de las políticas macroeconómicas nacionales, se adentra en la reforma del sistema monetario internacional, y propone una reforma basada en una expansión significativa en el uso de los DEG (Derechos Especiales de Giro) del FMI (Fondo Monetario Internacional). A manera de conclusión, la última parte presenta una mirada de conjunto a la reforma del sistema financiero internacional a partir de la crisis asiática; allí ahondamos también sobre algunas características de la gobernabilidad económica global.

Cabe resaltar que el ensayo centra su atención sobre la arquitectura monetaria y financiera y deja, por lo tanto, de lado lo que ha acontecido en materia de financiamiento del desarrollo, que muestra un panorama igualmente complejo, pero donde sobresalen dos elementos positivos: la clara recuperación de la asistencia oficial para el desarrollo a partir de la Cumbre de Monterrey y la agresiva respuesta de los bancos multilaterales de desarrollo para proveer financiamiento durante la crisis reciente. Es posible, sin embargo, que la crisis global haya frenado el primero de estos procesos, pero no existen todavía cifras agregadas que lo corroboren.

1. Déficit y gobernabilidad de la regulación financiera

1.1 DÉFICIT REGULATORIO

La gravedad de la crisis financiera global hizo evidente la magnitud del déficit regulatorio existente. Este problema era particularmente notorio en los países desarrollados, ya que muchos países en desarrollo respondieron a la secuencia de crisis financieras que enfrentaron desde los años ochenta fortaleciendo sus marcos de regulación y supervisión prudencial. Este déficit regulatorio tiene dos dimensiones diferentes. Por una parte, aunque el sistema bancario estaba bastante regulado, tales regulaciones eran deficientes en aspectos claves y no fueron objeto de adecuado cumplimiento debido a deficiencias en los sistemas de supervisión prudencial. Por otra, importantes actividades financieras y agentes financieros (el llamado “sistema bancario en la sombra”) carecían enteramente de regulación.

El principal esfuerzo a nivel internacional realizado antes de la crisis fue la negociación de un nuevo Acuerdo de Basilea en materia de regulación bancaria (Basilea II). Aunque este acuerdo tiene varios elementos positivos, tiene también una serie de falencias importantes. Una de sus características más preocupantes, resaltada por unos pocos desde comienzos de los 2000 (Griffith-Jones, Segoviano y Spratt 2002; Goodhart 2002), pero claramente reconocidas después de la crisis global, es que refuerza el comportamiento naturalmente procíclico de los préstamos bancarios. En efecto, la principal falla de los mercados financieros es la tendencia, tanto de prestamistas como de prestatarios, a asumir riesgos excesivos durante los períodos de bonanza. Dichos riesgos conducen más tarde, cuando el crecimiento se desacelera, a importantes pérdidas en las carteras bancarias y de otro tipo, que pueden desencadenar crisis financieras. Basilea II acentuó este comportamiento procíclico, al dar un peso creciente en la determinación del nivel de capital a los modelos de estimación de riesgo de los propios bancos, que reproduce el patrón procíclico inherente al comportamiento de dichos agentes.

La necesidad de introducir mecanismos anticíclicos específicos en la regulación bancaria había sido reconocida por algunos analistas desde fines de los años noventa, especialmente por las Naciones Unidas y el Banco de Pagos Internacionales (Ocampo, 2003; Griffith-Jones y Ocampo, 2009). En esta materia, una de las innovaciones más importantes había sido, además, el sistema español de provisiones bancarias prospectivas, introducido inicialmente en el 2000. Sin embargo, ni estos análisis ni la práctica española fueron objeto de atención adecuada y fueron ignoradas por Basilea II.

Otro problema de Basilea II era que sobreestimaba el riesgo de préstamos bancarios otorgados a los países en desarrollo, en la medida en que no tiene en cuenta los beneficios de la diversificación de la cartera internacional en términos de reducción del riesgo. Como consecuencia de esta falla, Basilea II puede resultar en requerimientos excesivos de capital para los préstamos a países en desarrollo, llevando a una reducción de dichos préstamos y/o un aumento de sus costos. Por ello, sería altamente deseable que Basilea II incorporara un factor que tome en cuenta tales beneficios de diversificación, como de hecho se hizo para los préstamos a la pequeña y mediana empresa (Griffith-Jones, Segoviano y Spratt, 2002).

Las áreas que carecían de regulación incluían, en primer término, las transacciones bancarias fuera de balance, que han sido de hecho una de las fuentes más importantes a través de las cuales la crisis global en los mercados de bonos hipotecarios y otros activos titularizados se extendió a los bancos. Igual acontecía con los riesgos que implican los préstamos contingentes de los bancos a otros agentes del mercado. Los riesgos inherentes a la titularización han sido también objeto de mucha atención en los debates recientes, sobretodo la tendencia a evaluar con menor rigor préstamos que se espera sean posteriormente titularizados y vendidos y que contribuyeron fuertemente a la crisis.

Otra área con fuerte déficit regulatorio son el mercado de derivados y los fondos alternativos de inversión (denominados generalmente *hedge funds* en el mundo anglosajón, aunque sus operaciones van más allá de las operaciones de cobertura), que son particularmente activos en dichos mercados. Dadas las múltiples fallas que caracterizan estos mercados (muy incompletos y muy imperfectos, particularmente durante las crisis), es clave avanzar en completar la regulación.¹ Por último, la falta de regulación de las calificadoras de riesgo ha sido objeto de mucho debate, así como los posibles conflictos de interés entre sus actividades de calificación y su asesoría a agentes activos en el mercado (Goodhart, 2010).

Uno de los mayores avances en el debate internacional en los dos últimos años ha sido el reconocimiento de que la crisis financiera internacional estuvo claramente asociada a la regulación y supervisión inadecuadas e insuficientes de las actividades financieras. Éste es precisamente el ámbito en el que el G-20 ha sido más útil, especialmente al ponerse de acuerdo sobre ciertos principios, cuya instrumentación práctica sigue siendo, sin embargo, objeto de debate y de progreso lento en Estados Unidos y en Europa, así como en los organismos regulatorios internacionales. El Comité de Basilea de Supervisión Bancaria (por brevedad, Comité de Basilea) puso ya algunas prácticas a discusión entre sus miembros como complemento a las regulaciones que introdujo Basilea II (Comité de Basilea, 2009a y 2009b).

Las propuestas del Comité de Basilea, que deberán ser refinadas en julio del 2010 y aprobadas en noviembre del 2010, plantean importantes aumentos de requisitos de capital, especialmente en su nivel 1, así como una definición más estricta de este capital, para fortalecer por ambas vías la solvencia de los bancos. Las propuestas también implicarían aumentar el capital para las operaciones de los bancos en el mercado de capitales (el llamado "*trading book*") e introducir colchones de capital anticíclicos, un tema que discutiremos con atención más adelante. Finalmente se hacen más estrictos y explícitos los requisitos de liquidez y se propone un nuevo requisito de apalancamiento máximo, para restringir el total de los activos de los bancos en relación a su capital de nivel 1. Al momento de escribir no esta totalmente clara la magnitud y rapidez con que serán aprobadas estas medidas, ya que hay algunas diferencias entre los países miembros del Comité de Basilea, así como presiones fuertes de los bancos para limitar los aumentos de requisitos de capital; sin embargo, el jefe del Comité de Basilea ha manifestado el claro compromiso del Comité de adoptar reformas significativas, que fortalezcan en forma importante a los bancos.

Estas propuestas nacionales e internacionales han seguido dos principios básicos, que vale la pena analizar con detenimiento: los de garantizar una regulación comprensiva y anticíclica. Pero también se han referido a otros temas, entre ellos la protección a los consumidores y los efectos desfavorables de una alta concentración de la industria financiera.

¹ Véanse, al respecto, los ensayos recogidos en el reciente libro de Griffith-Jones *et al.* (2010).

El primer principio mencionado señala que las regulaciones deben ser comprensivas, o al menos tener un alcance mucho más amplio en términos de instrumentos, instituciones y mercados (D'Arista y Griffith-Jones, 2010), para evitar, como señalábamos, las enormes evasiones a través de la intermediación no bancaria (o intermediación bancaria escasamente regulada), que contribuyeron a la crisis. Esto debe estar acompañado, además, de un incremento de la base de capital, que sea de mayor calidad, consistencia, transparencia y cubra todos los riesgos que enfrentan las instituciones financieras (incluidas aquéllas asociadas a la titularización, a las inversiones en acciones, bonos y otros títulos que hacen parte del “*trading book*”, y el riesgo de contraparte asociados a las operaciones de derivados y el financiamiento de operaciones en el mercado de capitales), como se ha reconocido en las propuestas mencionadas del Comité de Basilea. Para muchos analistas, un elemento esencial es la obligación de que todos los mercados sean abiertos y transparentes y limitar, por lo tanto, las operaciones sobre el mostrador. La iniciativa (aún no aprobada) de algunos legisladores norteamericanos de requerir que todos los derivados estandarizados pasen por cámaras de compensación sería un paso positivo para mejorar la transparencia y reducir el riesgo de contraparte, que se debería aplicar a todas las transacciones de derivados. Se puede esperar que las regulaciones europeas sigan estas reformas estadounidenses de transparencia en los mercados de derivados. En el caso de los fondos alternativos de inversión, especialmente los fondos de cobertura, la Unión Europea es quien ha tomado iniciativas para mejorar su transparencia, al requerir su registro, así como proponiendo algunas medidas de regulación prudencial; sin embargo dichas propuestas aún no han sido aprobadas, por oposición de los actores financieros y reservas de algunos países.

También se ha reconocido que los intermediarios financieros sistémicamente importantes deben estar sujetos a una supervisión especialmente rigurosa, e incluso, a normas regulatorias más estrictas, y que las formas de compensación de los ejecutivos del sector financiero deben ser objeto de regulación. Este primer tema ha sido objeto de énfasis especial en Estados Unidos, donde el Departamento del Tesoro anunció ya en el 2009 que los requisitos de capital serían proporcionalmente más elevados para dichas instituciones. En 2010, el Presidente Obama anunció adicionalmente límites al tamaño de los bancos. Desde 1994, existían límites a la proporción de depósitos totales (10%) en una institución bancaria; la nueva regla se aplicaría también a otros pasivos. Otra propuesta importante anunciada por el Presidente Obama prohibiría el uso de recursos de los bancos en negocios propios (el llamado “*proprietary trading*”). Dicha regla también afectaría a un grupo de grandes instituciones financieras, aquellas que se dedicaban en importante escala a hacer negocios con recursos propios y de los depositantes. La Junta de Estabilidad Financiera ha dado la bienvenida a esta iniciativa, pero ha destacado que esta es una de varias opciones destinadas a abordar el tema de las entidades demasiado grande para quebrar (“*too big to fail*”). Dichas opciones incluyen, por ejemplo, requisitos de capital, apalancamiento y liquidez diferenciados según tamaño y simplificación de estructuras de los conglomerados financieros.

Similarmente el tema de regulación de la compensación de los ejecutivos y operadores de instituciones financieras ha sido materia de fuertes debates nacionales e internacionales. El problema clave ha sido que las remuneraciones no sólo son excesivas sino que están estructuradas de una forma que incentiva actividades sumamente rentables en el corto plazo pero que son excesivamente riesgosas en el mediano plazo, lo que implican peligros tanto para la institución financiera individual como para el sistema financiero como un todo. Dichas remuneraciones son, además, asimétricas, ya que son elevadas cuando las utilidades de corto

plazo son altas pero nunca negativas (e incluso continúan siendo elevadas) cuando hay grandes pérdidas. La Junta de Estabilidad Financiera ha manifestado su intención de aumentar requisitos de capital a instituciones con sistemas de remuneración que aumentan el riesgo futuro. Varios países han tomado medidas parciales en este aspecto, aún muy insuficientes.

El segundo principio que hemos subrayado, y que representa un avance importante en las discusiones recientes, ha sido el reconocimiento de que las normas prudenciales deben tener un claro enfoque anticíclico. La crisis generó, en efecto, un gran consenso sobre la necesidad de adoptar regulaciones anticíclicas, tanto a nivel del G-20 (2009a y 2009b) como de diversos informes internacionales sobre temas regulatorios (por ejemplo, Naciones Unidas, 2009 y Comisión Warwick, 2009). Como resultado de ello, el Comité de Basilea incluyó en sus propuestas de diciembre de 2009 algunas sugerencias en este campo (Comisión de Basilea, 2009b). En esta materia hay, además, un creciente consenso en torno a que no resulta suficiente la reducción del carácter procíclico de las regulaciones existentes (Basilea II) sino que es esencial, además, contrarrestar la tendencia natural de la banca y de los mercados financieros a generar auges que resultan a la postre insostenibles y dan lugar, por lo tanto, a fuertes caídas e incluso al colapso en los mercados.

Las normas más importantes serían aquéllas que obligarían a las instituciones financieras a acumular mayor capital (o reservas no distribuibles) y/o provisiones para deudas de dudoso recaudo durante los períodos de auge para ampliar su capacidad de acción durante las crisis. Una alternativa, que es la que introdujo el sistema español, sería realizar las provisiones cuando los préstamos son desembolsados, basadas en las pérdidas esperadas (“latentes”), estimadas sobre la base de un ciclo económico completo. La ventaja de este sistema es que permite que se acumulen provisiones contra pérdidas durante las fases de rápida expansión del crédito, que proporcionan un “colchón” para absorber las pérdidas durante las crisis y pueden contribuir a frenar el auge crediticio –aunque, en esta materia, la evidencia española no ha sido tan favorable (Saurina, 2009). Hay, además, cierto acuerdo sobre la necesidad de establecer límites absolutos al apalancamiento (la relación entre el valor de los activos totales y el capital de las instituciones). Algunos analistas han propuesto incluso restricciones directas al crecimiento del crédito durante los auges. Las reglas contables, así como los requisitos de capital y provisiones, deben también tener en cuenta la naturaleza del financiamiento que usan las instituciones financieras (corto vs. largo plazo, como señala la Comisión Warwick, 2009).

Otra dimensión de la regulación anticíclica igualmente importante son las normas que eviten que el comportamiento fuertemente procíclico de los precios de los activos financieros y de la finca raíz se multiplique durante los auges a través de un valor artificialmente alto de las garantías de los créditos. Las normas deben restringir, por lo tanto, el valor de las garantías aceptadas durante los períodos de inflación de activos u obligar a hacer provisiones adicionales para los créditos garantizados con activos que se han valorizado rápidamente, o aumentar los requisitos de capital en estos casos. Cualquier sistema de este tipo habría ayudado a evitar o amortiguar la costosa crisis de las hipotecas de baja calidad, en Estados Unidos, y también en países europeos como España, Gran Bretaña e Irlanda.

En el caso de los países en desarrollo, los problemas de descalces de moneda son también muy importantes, en particular por la tendencia de los tipos de cambio a apreciarse durante los auges y depreciarse durante las crisis. En ausencia de normas anticíclicas apropiadas –o, mejor aún, de restricciones o prohibiciones a estos descalces—, los riesgos asumidos durante

los auges se tienden a reflejar en grandes pérdidas de capital durante las crisis, como lo han aprendido los países en desarrollo durante distintas crisis –en la más reciente, varios países de Europa central y oriental.

Entre los debates que subsisten en este campo, uno importante se relaciona con la decisión de optar por reglas o expedir normas en una forma discrecional durante los auges. Parece haber una preferencia global por reglas preestablecidas, que reducirán el riesgo de captura regulatoria, sea por intereses financieros o por el exceso de entusiasmo que caracteriza a las autoridades económicas durante los períodos de auge. Las reglas podrían hacerse más estrictas, pero nunca más laxas durante los períodos de auge. Indicadores apropiados (tal como el crecimiento de crédito y/o precios de activos) necesitan ser seleccionados para asegurarse que el colchón de capital contra cíclico varíe efectivamente con el ciclo.

Un tema que ha recibido menor atención relativa en el campo de las regulaciones anticíclicas es el de la liquidez de las entidades, si se exceptúan las propuestas ya mencionadas del Comité de Basilea sobre los bancos, que son en cualquier caso limitadas. Como solvencia y liquidez son complementarias, podría haber razones para tener requerimientos en forma conjunta, lo que implicaría requerir más capital a instituciones con grandes desajustes de plazos de vencimiento. Sin embargo, dado que el capital nunca será suficiente para lidiar con serios problemas de liquidez, hay una clara justificación para establecer requisitos específicos de liquidez, basados, por ejemplo, en el vencimiento residual de las obligaciones de las instituciones financieras.

Respecto a las reglas contables, otro tema que sigue siendo objeto de mucho debate, éstas deberían satisfacer tanto la necesidad de transparencia como las de la estabilidad financiera. Una alternativa interesante que ha sido sugerida es la estimación de dos estados contables: uno en el cual las ganancias y pérdidas actuales se reportan, siguiendo la valoración o precios de mercado, y otro en el que se deducen de las ganancias corrientes las provisiones prospectivas o se realiza una “Reserva de ciclo económico” no distribuible, que sólo podría utilizarse para cubrir pérdidas en el futuro.

Con la finalidad de evitar arbitraje regulatorio, es importante que la regulación contracíclica se aplique a todas las instituciones, instrumentos y mercados, y tanto nacional como internacionalmente. Sin embargo, como los ciclos económicos no coinciden completamente, dichas regulaciones deben ser aplicadas por los países receptores, aunque de acuerdo a principios acordados internacionalmente. Un tema esencial de coordinación está asociado al contagio. Así, una crisis en un país importante (especialmente si es un importante acreedor, deudor o socio de comercio) puede afectar seriamente la estabilidad financiera o la economía de otros países, aún si estos últimos no acumularon riesgo sistémico. Por lo tanto, en una economía globalizada, todos los países tienen una legítima preocupación por evitar el exceso procíclico en otros países.

Dos temas comunes al carácter comprensivo y anticíclico de las regulaciones se relacionan con el momento apropiado para introducir las nuevas normas y con el efecto sobre el acceso al crédito. En el primer caso, es evidente que es importante acordar las regulaciones durante las crisis, cuando el apetito político de reformas regulatorias es elevado y las nuevas normas ayudan, además, a restaurar la confianza al sistema financiero. La ampliación de la cobertura de la regulación debe también aplicarse de inmediato. Sin embargo, aquellas reglas que implican mayores capitales, provisiones y liquidez deben empezar a operar gradualmente y

con plenitud sólo después que la economía se recupere, y las instituciones financieras se hayan fortalecido.

Cabe anotar que los bancos han comenzado a resistir un aumento de los requisitos de capital, así como su carácter anticíclico con el argumento de que reducirían a nivel agregado el nivel de crédito y por ende el crecimiento económico. Este argumento refuerza la importancia de introducir gradualmente las regulaciones, pero no de frenar el proceso. Por el contrario, la defensa fundamental de la reforma es que requisitos regulatorios más altos y anticíclicos contribuirán a crear un sistema bancario mucho más estable, que tendrá un impacto positivo sobre el crecimiento en el largo plazo.

En términos de acceso, conviene resaltar que las regulaciones más fuertes deben resultar en márgenes más elevados de intermediación, así como en la exclusión del crédito de algunos agentes que se consideran particularmente riesgosos. Esto podría generar menor financiamiento para pequeñas y medianas empresas o para los hogares más pobres. Por lo tanto, puede ser necesario introducir instrumentos adicionales para garantizar el acceso al crédito. Los mayores márgenes, también podrían implicar que empresas con acceso directo a mercados de capital internacional, tengan un incentivo a pedir prestado al exterior, incrementando así la probabilidad de descalces de monedas en las carteras de esos agentes. De ahí la importancia de normas orientadas a manejar los descalces de monedas, como se señaló previamente.

Entre otros temas de atención en el proceso de fortalecimiento de la regulación conviene resaltar el de protección de los consumidores, que ha sido particularmente importante en los debates norteamericanos. Debido a la cantidad de hipotecas tóxicas y de vehículos de inversión de alto riesgo que se ofrecieron en años recientes a hogares que carecen de gran sofisticación financiera, esta función debe reforzarse, al igual que el principio de que los instrumentos financieros deben ser lo más simples posible, ya que toda complejidad conlleva problemas de información y dificultades para que los mercados puedan valorar los instrumentos correspondientes.

Es probable también que la crisis en curso termine generando una mayor concentración en la industria financiera. Por ello, la restricción del poder monopólico e incluso la posibilidad de dividir a las instituciones más grandes debería también figurar en la nueva normativa. Esto incluye el tratamiento diferencial a las entidades más grandes, que se mencionó anteriormente. Por último, y muy importante, es esencial que las normas prudenciales se apliquen con rigor y que la supervisión se ejerza con los estándares más altos. Algunos de los errores más serios que condujeron a la crisis actual fueron el resultado de la falta de supervisión y aplicación estricta de las normas existentes.

1.2 LA GOBERNABILIDAD DE LA REGULACIÓN FINANCIERA INTERNACIONAL.

A pesar de su creciente importancia, asociada a la integración de los mercados financieros, las Instituciones regulatorias financieras globales han sido –y continúan siendo percibidas– como poco democráticas y de reducida efectividad. Un problema central en este campo es la representación de los países en desarrollo, como lo han señalado el Consenso de Monterrey, así como diversos académicos y organizaciones no gubernamentales alrededor del mundo y,

por supuesto, los propios países en desarrollo. No obstante, mientras el Banco de Pagos Internacionales ha ampliado en forma selectiva sus miembros,² instituciones tales como el Foro de Estabilidad Financiera (FEF) y el Comité de Basilea continuaron excluyendo a los países en desarrollo. Una excepción a esta regla fue la Organización Internacional de Comisiones de Valores (OICV) (International Organization Securities Commission IOSCO), el regulador de las bolsas, que contaba con una amplia representación de países en desarrollo. Sin embargo, su Comité Técnico –del cual provienen las iniciativas regulatorias—sólo tenía como miembros a países de la OCDE.

Dada su importancia y autoridad en el establecimiento de los estándares bancarios internacionales, el Comité de Basilea ha sido el objeto de la mayoría de las críticas. La exclusión de países en desarrollo del Comité sin duda distorsionó y sesgó las políticas diseñadas, que resultaron inefectivas para garantizar la estabilidad financiera y contrarias a los intereses del mundo en desarrollo (Griffith-Jones y Persaud, 2008). No obstante, a pesar de toda esta crítica, no fue sino hasta la crisis global y la subsecuente declaración de noviembre del 2008 del G-20 que se registraron algunos cambios significativos de la gobernabilidad de las entidades regulatorias a nivel internacional.

Como es obvio, la representación de los diferentes miembros en la gobernabilidad de una institución, se traduce en la toma de decisiones. Ello ha sido ampliamente discutido en lo que respecta al caso del FMI, en el cual los derechos a voto en la Junta Directiva influyen, en forma determinante, en las decisiones de dicha institución (Rustomjee, 2004; Woods y Lombardi, 2006). Un efecto similar se observa en los organismos regulatorios, cuyo apoyo a la estabilidad financiera global, resultó menos efectivo debido a sus muy sesgadas estructuras de gobernabilidad.

De haberse introducido cambios en la composición de países que conforman los organismos regulatorios, se pudo haber diluido los muy concentrados intereses de los grandes actores financieros privados. Muchos de los enfoques, asumidos e impulsados por los grandes bancos, tales como los orientados hacia lo cuantitativo y los modelos de riesgo microeconómico, reflejaron confianza en que los grandes bancos podrían, ellos mismos, medir parámetros de riesgo. Varios países en desarrollo eran escépticos, de la viabilidad y efectividad de estos enfoques, y estaban temerosos de las dimensiones procíclicas de las regulaciones desarrolladas. Los países en desarrollo habían experimentado una serie de crisis financieras en el pasado inmediato y, al ser más conscientes de sus costos, daban una mayor prioridad a la prevención de crisis. Su falta de participación en el Comité de Basilea pudo haber sesgado, por lo tanto, las decisiones a favor de los grandes bancos internacionales y en contra de la prevención de crisis.

² También incluyó los Presidentes de Bancos Centrales de los países en desarrollo (México y China) en su Directorio. Además, en la actualidad, el Presidente del Directorio del Banco de Pagos Internacionales es el Presidente del Banco Central de México.

Cuadro 1

COMPOSICIÓN DE LOS MIEMBROS DE LOS ORGANISMOS REGULATORIOS
 Miembros por países en julio del 2009 (N: nuevos países desde septiembre de 2008;
 miembros anteriores a septiembre de 2008).

A:

	DEF	Comité de Basilea	OICV (Comité Técnico)	CSPL
Argentina	N (1)	N		
Australia	A (2)	N	A	N
Bélgica		A		A
Brasil	N (3)	N	N	N
Canadá	A (3)	A	A (2)	A
China	N (3)	N	N	N
Francia	A (3)	A	A	A
Alemania	A (3)	A	A	A
Hong Kong	A (1)	N	A	A
India	N (3)	N	N	N
Indonesia	N (1)	N		
Italia	A (3)	A	A	A
Japón	A (3)	A	A	A
Luxemburgo		A		
México	N (2)	N	A	N
Países Bajos	A (2)	A	A	A
Rusia	N (3)	N		N
Arabia Saudita	N (1)	N		N
Singapur	A (1)	N		A
Sudáfrica	N (1)	N		N
Corea del Sur	N (2)	N		N
España	N (2)	A	A	
Suecia		A		A
Suiza	A (2)	A	A	A
Turquía	N (1)	N		
Gran Bretaña	A (3)	A	A	A
Estados Unidos	A (3)	A	A(2)	A

Nota: Los números en paréntesis muestran los miembros por país.

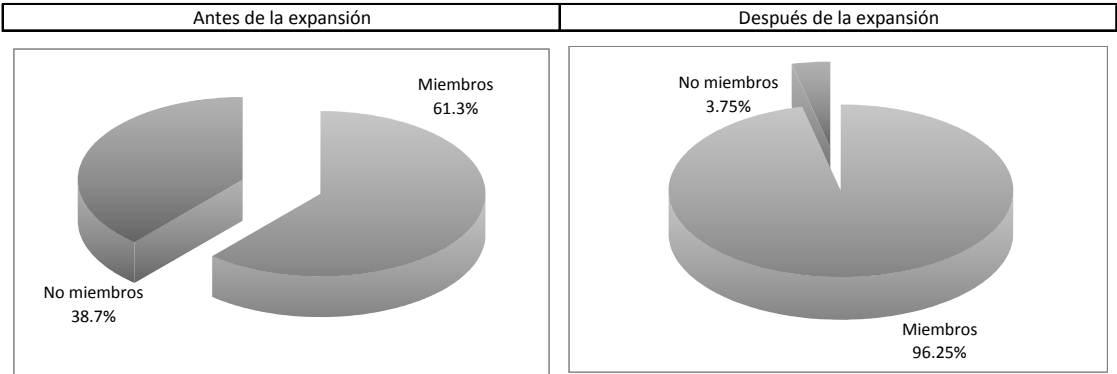
Fuente: Helleiner y Pagliari (2009)

En el medio de la crisis financiera global, e impulsados, como hemos visto, por la decisión del G-20 de noviembre de 2008, un número importante de dichas instituciones ampliaron sus miembros, particularmente a las llamadas economías emergentes. El Cuadro 1 resume los cambios en los organismos regulatorios. A inicios del 2009 el Comité Técnico de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (OICV), el cual, aparte de México no había incorporado anteriormente ningún otro país en desarrollo incluyó entre sus miembros a Brasil, China e India.³ En marzo de 2009, el Comité de Basilea incorporó, por primera vez, a varios países en desarrollo (Brasil, China, República de Corea, India y México), además de Australia y Rusia. En junio del 2009, se amplió aún más, al incorporar a todos los G-20 que no fuesen miembros todavía (Argentina, Indonesia, Arabia Saudita, Sudáfrica y Turquía) así como Hong Kong y Singapur. Como lo ilustra el Gráfico 1, esto cerró una gran brecha, en el grado de representación en el Comité de Basilea, en términos de los países que supervisan a los más grandes cincuenta bancos en el mundo. Como países con bancos relativamente menores no están adecuadamente representados, la regulación bancaria continuaba

³ Organismos privados que establecen estándares, tales como el Directorio de Estándares Intencionales de Contabilidad también ampliaron sus miembros, de 14 a 16, y se comprometieron con una mayor diversidad geográfica en su Directorio. Con el fin de garantizar la representación de los países en desarrollo, ello requirió que cuatro miembros fuesen de Asia/Oceanía, cuatro de Europa, cuatro de Estados Unidos, uno de África, uno de Sudamérica y dos más. A pesar de sus limitaciones, esta representación regional es un enfoque interesante, como discutiremos más adelante.

respondiendo excesivamente a los intereses de los grandes bancos de los principales países industrializados. A su vez, el Comité de Sistema de Pagos y Liquidación (CSPL) invitó a los miembros siguientes: Australia, Brasil, China, India, México, Rusia, Arabia Saudita, Sudáfrica y República de Corea. Este es otro organismo basado en Basilea que sirve como foro a los Bancos Centrales, para monitorear los sistemas nacionales de pagos, así como los esquemas de acuerdos inter-fronterizos y en múltiples monedas.

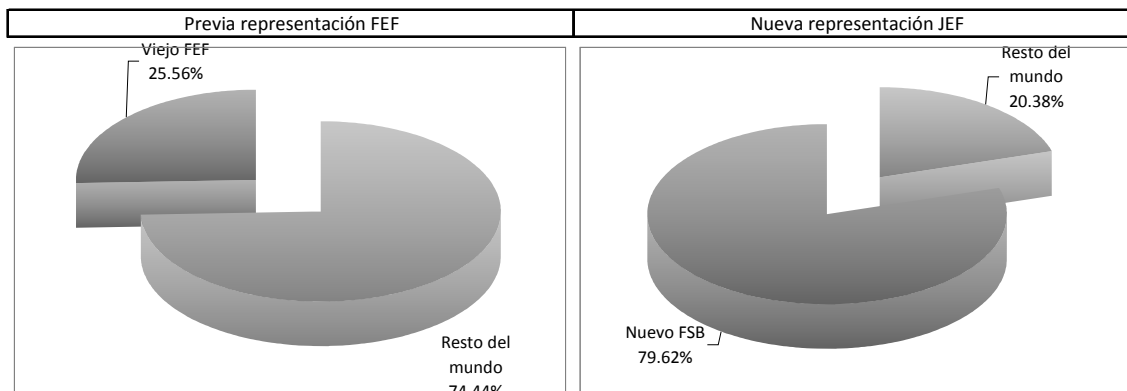
Gráfico 1
 Porcentaje de los cincuenta bancos de mayor tamaño (por capitalización en el mercado) con reguladores representados en el Comité de Basilea, marzo y abril 2009.



Fuente: Griffith-Jones y Young (2009)

En el segundo trimestre de 2009, la Junta de Estabilidad Financiera aumentó el número de miembros al incluir la totalidad de los miembros del G-20, que incluye la mayoría de los países en desarrollo de mayor tamaño, así como a España y la Comisión Europea. Se le asignó el nuevo nombre de Junta de Estabilidad Financiera (JEF), para reflejar que se le darían poderes adicionales. Esta expansión de los miembros también fue significativa; como se muestra en el Gráfico 2, medido en términos de distribución de las reservas mundiales, la JEF tiene ahora una representación más amplia que su predecesora.

Gráfico 2
Representación el Foro/Junta de Estabilidad Financiera (FEF/JEF) Medido por las Reservas Mundiales



Fuente: Griffith-Jones y Young (2009)

Este aumento en la participación de los países en desarrollo en la JEF es, por supuesto, un paso positivo. Tiene, sin embargo, dos grandes problemas. El primero, se refiere al número de representantes de distintos países. Con la expansión, se crearon tres clases de países: los BRIC (Brasil, China, India, Rusia) se incorporaron al grupo de los países del G-7, con tres representantes cada uno, mientras que a Australia, México, los Países Bajos, España, República de Corea y Suiza se les asignó dos y, a los demás se les dejó uno (Argentina, Hong Kong, Indonesia, Singapur, Arabia Saudita, Sudáfrica y Turquía). Por lo tanto (a excepción de los BRIC), las economías emergentes representadas en la JEF tienen uno o dos representantes, mientras que los G-7 tienen tres. Peor aún, las economías más pobres y los países pequeños y medianos no tienen ninguna representación.

El segundo problema se relaciona al hecho que la JEF está ahora estructurada no sólo alrededor de una plenaria sino también de un Comité de Iniciativas y tres comités adicionales. Mientras esta expansión y especialización es bienvenida, ya que fortalece su papel, es impactante que todas las cabezas de esos cinco cuerpos provienen de los países desarrollados. En el futuro, por lo tanto, es deseable una mayor diversidad. Un ejemplo interesante, que podría ser imitado, es el de los cuatro grupos de trabajo establecido por el G-20 entre noviembre de 2008 y abril de 2009. Cada grupo de trabajo fue encabezado por un país desarrollado y otro en desarrollo.

De aquí se derivan algunas de las reformas adicionales que es necesario introducir. Subrayamos aquí tres. La primera es la inclusión de representantes de países medianos y pequeños en los cuerpos regulatorios. Esto, aseguraría que sus preocupaciones sean escuchadas –por ejemplo, la conveniencia de regulaciones más simples, así como mayores poderes regulatorios de los países pequeños y medianos para regular grandes bancos internacionales activos en sus países (véase, al respecto, Comisión Warwick, 2009). También podría llevar a que la regulación refleje en menor grado los intereses y preferencias de los grandes bancos con proyección internacional y sería más apropiada para regular bancos de menor tamaño y orientación nacional. Una alternativa podría ser establecer representantes *regionales* en vez de naciones individuales en los organismos regulatorios (quizás con unas pocas excepciones en este último caso, de unos pocos países de gran peso). Estos

representantes serían elegidos por los países de cada región con base en votos ponderados (como acontece en el FMI y los bancos multilaterales) y con algunas reglas de rotación que garanticen que los países medianos y pequeños estén representados. También podría tomarse en cuenta el modelo de representación regional en la IASB (véase, al respecto la nota de pie 2). Un sistema de representación regional tendría la ventaja de que todos los países tendrían al menos un representante indirecto. Este hecho, así como la representación de los países más pequeños y pobres tendría, además, la ventaja de aumentar la legitimidad y efectividad de estos organismos. Es, además, urgente introducir tales cambios pronto, antes que las nuevas estructuras se fosilicen.

En segundo lugar, es importante incluir mejores sistemas de rendición de cuentas de los organismos regulatorios, a parlamentarios nacionales por parte de reguladores nacionales, a lo cual se agregarían en el futuro mecanismos de rendición de los organismos reguladores internacionales a instituciones multilaterales representativas (Naciones Unidas, 2009).

Finalmente, los beneficios de incluir países en desarrollo en organismos regulatorios internacionales claves podrían reforzarse con la creación de un Secretariado Técnico, para apoyarlos en sus interacciones con estos organismos. Este Secretariado podría preparar, o estar encargado de estudios, proporcionar un foro para debate entre países en desarrollo y ayudar –donde sea relevante– a definir las posiciones de estos países, especialmente las que requieren de acciones, internacionales y/o de países desarrollados. Un ejemplo son las posibles regulaciones internacionales del “*carry trade*” que puede tener efectos procíclicos, tema de particular interés para países en desarrollo. En este proceso, puede haber un rol particular para el G-24, el principal grupo de países en desarrollo en temas relacionados con el Fondo Monetario y el Banco Mundial.

1.3 LA FRAGMENTACIÓN DE LA REGULACIÓN: ¿HACIA UN REGULADOR FINANCIERO GLOBAL?

La regulación prudencial internacional se ha desarrollado en un contexto internacional fragmentado y débil. Pero las finanzas están globalmente integradas y hay, por lo tanto, un desajuste entre el crecimiento global del sector financiero y la estructura regulatoria internacional. En el pasado, la regulación y supervisión financiera han sido fundamentalmente nacionales. La mayoría de los acuerdos financieros regulatorios simplemente adquirirían la forma de estándares de “Mejores prácticas” y “Principios” que no han generado ataduras de carácter legal. Los países en desarrollo a menudo se veían obligados a seguir esos estándares, ya sea porque eran parte de la condicionalidad del FMI o del Banco Mundial, o porque los mercados financieros los presionan indirectamente a hacerlo. Esto es inapropiado.

La necesidad de ampliar los espacios regulatorios mundiales obedece, por lo demás, al principio de que, para que la regulación sea eficiente, el dominio del regulador debe ser el mismo del mercado que está siendo regulado. Partes importantes de los mercados e instituciones financieras son globales; por ende, la regulación también debería serlo. Además la actividad financiera y la toma de riesgos crecerán rápidamente en áreas donde existan brechas regulatorias o, lo que es equivalente, estas brechas darán lugar a un arbitraje regulatorio.

Un regulador financiero global diseñaría estándares que deben ser aplicados por todos los países y jurisdicciones, y adoptaría mecanismos de seguimiento que garanticen su aplicación. En este sentido, es particularmente importante que tenga poder real sobre aquellos países cuyos sistemas financieros tienen impacto sistémico global. Sin embargo, debería permitir adaptar las regulaciones a las condiciones diferentes de cada país y operar, por lo tanto, como una *red* de reguladores nacionales, con fuerte coordinación internacional. Esto obedece, por lo demás, al principio de que la regulación global debe ser basada en una buena regulación nacional (Stiglitz, 2010). Por ejemplo, el criterio de la regulación anticíclica podría ser acordado internacionalmente; sin embargo, como ya se ha señalado, su instrumentación sería a nivel nacional, en función del estado del ciclo en cada país. Este es, además, uno de los motivos por los cuales, como lo han argumentado Naciones Unidas (2009) y Brunnermeier *et al.* (2009), es mejor que las subsidiarias de bancos internacionales estén sujetas a la regulación del país donde están localizados. Adicionalmente, las instituciones financieras nacionales sin conexiones globales continuarían debiendo seguir siendo reguladas nacionalmente (Reddy, 2010).

Dada la dificultad de conseguir un consenso para la creación de nuevas instituciones internacionales, sería recomendable adaptar una o más de las ya existentes. Una apropiada sería el Banco de Pagos Internacionales (BPI), dado su interés por el riesgo sistémico en mercados financieros y la necesidad de regularlos, la alta calidad de sus análisis, y sus lazos cercanos con bancos centrales y entidades regulatorias. Sin embargo, un prerequisite para que esta institución pueda convertirse en autoridad financiera global sería una considerable ampliación de sus miembros, hasta transformarla en una institución de carácter global. Además, es esencial que la Junta de Estabilidad Financiera, al cual el BPI aporta un Secretariado, fuera parte central del regulador global.

Adicionalmente, debe existir un estrecho proceso consultivo con el FMI, en los aspectos de riesgos macroeconómicos, tanto a nivel global como de cada país. Existe, sin embargo, acuerdo sobre que el FMI no es la institución financiera apropiada para asumir el reto de regulador global. Por motivos de estabilidad macroeconómica, se permitiría, además, como lo establece el Acuerdo Constitutivo del Fondo, que los países segmenten sus mercados con regulaciones a los flujos de capital transfronterizos. Por lo demás, las regulaciones a estos flujos podrían ser convenientes, especialmente si la regulación financiera se percibe como insuficiente para reducir la volatilidad de flujos de capital.

Un aspecto importante es el asegurarse que, el nuevo regulador global sea no solamente, efectivo y eficiente, sino también, representativo. De ello deriva la importancia que los países en desarrollo estén representados adecuadamente, de acuerdo con los criterios esbozados en la sección anterior.

Una razón por la cual gobiernos, tanto de países desarrollados como en desarrollo, resisten la creación de un regulador global es que no desean renunciar a la soberanía nacional en el campo de regulación financiera. Sin embargo, esta percepción es incorrecta, ya que la globalización de las finanzas privadas implica que las autoridades nacionales no tienen control pleno sobre las condiciones que determinan la estabilidad financiera en sus respectivos países. Por eso, en vez de una renuncia a la soberanía, los esfuerzos de coordinación a través de un regulador global deben entenderse como un ejercicio de soberanía compartida, que permitiría que los países incrementaran su control conjunto sobre los mercados financieros globales.

1.4 LAS PROPUESTAS DE UN IMPUESTO A LAS TRANSACCIONES FINANCIERAS

Por algún tiempo ha habido diversas propuestas a “fuentes innovadoras de financiamiento” que permita tanto cumplir financiar la meta de asistencia oficial para el desarrollo de las Naciones Unidas (0.7% del ingreso nacional bruto de los países industrializados) así como la provisión de los bienes públicos globales. Este tema ha sido explorado en términos académicos (véase, entre otros, los ensayos recogidos en Atkinson, 2005) y ha recibido apoyos reiterado en diferentes cumbres de Naciones Unidas desde 2000, incluida la Cumbre de Monterrey. El mayor avance en los debates internacionales correspondientes se ha logrado a partir de la Cumbre de Líderes Mundiales para Acción contra el Hambre y la Pobreza que tuvo lugar en Naciones Unidas en 2004, que destacó las ventajas asociadas a la predictibilidad y estabilidad potencial de tales flujos innovadores.

Algunas de las fuentes innovadoras han comenzado a ser adoptadas por algunos países, en especial impuesto a los boletos aéreos y la emisión de bonos respaldados por los flujos esperados de asistencia oficial para el desarrollo (la llamada facilidad financiera internacional), que permite adelantar el desembolso de tales recursos. En ambos casos, dichos recursos han sido utilizados para financiar iniciativas internacionales en el campo de la salud pública. Los estudios existentes indican, sin embargo, que los mayores flujos provendrían de impuestos a las emisiones de carbono y a las transacciones financieras. Este último merece alguna atención en este ensayo por su relación con los temas que aquí tratamos.

La crisis financiera global ha despertado un fuerte aumento de interés en los impuestos a transacciones financieras, que han recibido creciente apoyo, no sólo de la sociedad civil sino también de varios gobiernos de países industrializados. Esta propuesta ha recibido recientemente el apoyo del Primer Ministro y el jefe de regulación financiera de Gran Bretaña, el país donde se encuentra el mayor centro financiero del mundo para operaciones de divisas. En forma similar, los líderes de Francia y Alemania han dado importante respaldo a tal idea, que también tiene fuerte apoyo en otros países europeos, como España, Noruega y Bélgica, así como en Japón, y por la Presidenta de la Cámara de Representantes norteamericana.

Hay varias razones importantes para tan fuerte apoyo a un impuesto a las transacciones financieras. En primer lugar, incluso un pequeño impuesto (de medio punto base, o sea 0.005%) aplicado exclusivamente a las transacciones grandes de divisas de las principales monedas podría generar un monto importante: más de US\$30.000 millones anuales (véase, al respecto, Schmidt, 2008, y Spratt, 2006). Estos recursos son críticos en un momento en que la crisis global ha causado un aumento importante de los déficit y niveles de deuda pública en los países desarrollados, que reduce la posibilidad de alcanzar las metas de asistencia oficial para el desarrollo en un momento en que la crisis también ha aumentado la pobreza en muchos países en desarrollo, haciendo más difícil cumplir las metas de desarrollo del milenio. Además, los gobiernos de todo el mundo necesitan encontrar recursos adicionales para financiar las inversiones en países en desarrollo para combatir el cambio climático, al tiempo que la misma crisis financiera global hace menos probable que el sector privado financie dichas inversiones. Un atractivo adicional de un impuesto a las grandes transacciones en divisas es que una proporción alta de dichas transacciones son realizadas por personas de alto ingreso o agentes financieros especializados, incluyendo los fondos alternativos de inversión.

La segunda razón por la cual parece cada vez más atractivo cobrar impuestos a las transacciones financieras, y particularmente a las transacciones de divisas, es que dicho cobro se ve facilitado por la gran centralización y automatización de las cámaras de compensación. El uso de estos sistemas reduciría los costos de recaudo y reduciría el riesgo de una evasión significativa.

Una tercera razón es que el apoyo político a tal impuesto es mayor, dada la percepción de que el comportamiento del sector financiero ha sido uno de las causas fundamentales de la crisis actual. Sin embargo, al ser el impuesto pequeño, no perjudicaría el funcionamiento de los mercados de divisas, ni reduciría significativamente el volumen de sus actividades.

Existe, además, una larga tradición de aplicación de impuestos a transacciones financieras a nivel nacional, incluyendo en Gran Bretaña (el muy efectivo impuesto de timbre a todas las ventas de acciones, de 0.5%, es decir 100 veces mayor que el impuesto propuesto arriba a ser aplicado a transacciones grandes de divisas). Los impuestos de timbre a transacciones a las hipotecas y algunas otras transacciones financieras son también normales en muchos países, incluidos los Estados Unidos. En América Latina varios países han utilizado por ya varios años impuestos a las transacciones financieras internas y a veces también externas; Brasil es el caso más destacado. Algunos observadores han señalado, además, que el hecho de que los mercados de divisas no estén gravados con impuestos, a pesar de su gran volumen, es una verdadera anomalía, que debe ser corregida (Spraat, 2006). Los encajes a los ingresos de capitales, aplicados en distintos momentos por España, Chile y Colombia, tienen efectos similares (y, de hecho, en algunos de estos casos pueden ser sustituidos por un pago del costo de oportunidad equivalente) y Malasia introdujo durante la crisis asiática un impuesto a la salida de capitales.

Cabe resaltar, por lo demás, que la propuesta de impuestos a las transacciones financieras tienen una larga y distinguida tradición teórica. Al menos desde Pigou (1920) se ha reconocido que es necesario corregir, por medio de impuestos, la diferencia entre los beneficios marginales públicos y privados de una determinada actividad económica, generada por las externalidades negativas que genera sobre otras. John Maynard Keynes, en la *Teoría General*, propuso más específicamente un pequeño impuesto a las transacciones financieras, especialmente en las bolsas de valores, para mitigar la volatilidad generada por los excesos especulativos de algunos agentes de mercado (Keynes, 1936). En esa misma línea, el Premio Nobel de Economía norteamericano James Tobin propuso en 1972 un impuesto de 1% a las transacciones en divisas. En 1996, planteó, sin embargo, que dicho impuesto debería ser bastante menor, de quizás 0.1%. Como explicó el mismo Tobin (1996), su propuesta tenía dos propósitos: hacer que los tipos de cambio reflejaran en mayor medida los factores fundamentales de largo plazo más que expectativas y riesgos de corto plazo, y ampliar la autonomía de las políticas macroeconómicas nacionales. Como percibió que tal impuesto podría generar importantes recursos, sugirió que ellos podrían ser destinados a fines internacionales.

El “impuesto Tobin”, como se vino a denominar, fue ampliamente debatido, especialmente después de crisis financieras importantes, y recibió el apoyo de economistas de diferentes tendencias (Jeffrey Frankel, Peter Kenen, Paul Krugman, Joseph Stiglitz, Lawrence Summers y John Williamson, entre otros). Recientemente, ha surgido una nueva generación de modelos teóricos, basados en la “microestructura” de mercados (por ejemplo, Shi y Xu, 2009), que distinguen entre actores “fundamentalistas”, que tienden a reducir la volatilidad, y

“noise traders” (especuladores), que aumentan la volatilidad). Dichos modelos, así como otros, tienden a concluir que un impuesto, siempre que fuese pequeño, tendería a reducir la volatilidad en los mercados de divisas.

En años recientes, las propuestas para crear un impuesto a las transacciones en divisas (*currency transaction tax*, ó CTT) han variado, sin embargo, en relación con las sugerencias iniciales de Tobin (véase, por ejemplo, Landau, 2004; Nissanke, 2005; Spratt, 2006). En el contexto de la búsqueda de fuentes innovadoras de financiamiento del desarrollo, se comenzó a plantear un impuesto internacional muy pequeño (de 0.005%) a las transacciones de divisas. El CTT difiere, por lo tanto, del impuesto Tobin, tanto en su objetivo, que ahora sería conseguir recursos adicionales y no desincentivar flujos especulativos como tal, así como en su monto, que sería mucho mas pequeño, precisamente para evitar efectos distorsionadores sobre el mercado de divisas. Cubriría no sólo transacciones en el mercado a la vista (*spot*) como operaciones de derivados en monedas extranjeras, cuya importancia aumentó mucho en las décadas recientes. Dado el altísimo volumen de transacciones de divisas, estimadas en alrededor de US\$3 billones diarios, se estima que un impuesto de este tipo podría recaudar más de los US\$30.000 millones anuales mencionados (Schmidt, 2008).

Es importante destacar que como resultado de la quiebra del Herstatt Bank en 1974 y sus efectos negativos sobre el sistema de pagos internacionales, las autoridades regulatorias, los bancos centrales y la banca privada han tomado una serie de medidas para reducir el riesgo en los sistemas de pagos. Ello ha llevado al establecimiento del *Real Time Gross Settlements System* (RTGS) con el fin de intentar eliminar el riesgo sistémico de transacciones de divisas. Ello significa que todas las transacciones en monedas extranjeras son efectuadas en tiempo real y en forma centralizada. Hay una serie de instituciones que apoyan estas actividades que son sumamente centralizadas y tienen registros muy completos, como el SWIFT y el banco CLS. En conjunto con los beneficios de desarrollos recientes en el campo de la tecnología, ello hace sumamente fácil y muy poco costoso el imponer impuestos a las transacciones de divisas. Idealmente, esto sería hecho a nivel multilateral (o, más bien, para las principales monedas), pero varios estudios recientes han mostrado que podría ser aplicado a monedas importantes individuales (se han hecho estudios detallados sobre ello para el euro y la libra esterlina).

Cabe destacar que como resultado de la crisis global, las autoridades en los principales centros financieros están tratando de aumentar la transparencia y la centralización de todas los instrumentos y operaciones financieras, incluyendo las operaciones de derivados que se hacen sobre el mostrador o los derivados sobre incumplimiento crediticio (*credit default swaps*), entre otros. Una vez que tales medidas estuvieran activadas, se podría pensar en un impuesto muy pequeño a todas las transacciones financieras y usarlo al lo menos en parte para financiar el desarrollo. Sin embargo, ello debería considerarse como una segunda etapa. Lo que se puede implementar inmediatamente sería un impuesto muy pequeño a las transacciones en divisas, orientado a conseguir recursos adicionales para financiar el desarrollo y con algunos efectos deseables, aunque limitados, sobre la volatilidad de los mercados. Esta es un idea cuya hora parece haber llegado.

2. Prevención y manejo de crisis en el mundo en desarrollo

2.1 EL MANEJO DE LOS PROBLEMAS DE SOBREENDEUDAMIENTO

La coordinación macroeconómica, las actividades de supervisión de las políticas macroeconómicas y la regulación financiera tienen como objetivo fundamental prevenir las crisis. La arquitectura financiera internacional debe contar, además, con buenos mecanismos para manejar las crisis, en particular para evitar que aquellas que se desencadenen en un país o un grupo de países se extiendan a otros –el fenómeno que se ha venido a denominar el “contagio”.

Un problema central de la actual arquitectura financiera internacional en este campo es la ausencia de un buen mecanismo para manejar las crisis de sobreendeudamiento, similar a la regulación sobre quiebras que existen en todas las legislaciones nacionales. Por más de medio siglo ha estado en funcionamiento el Club de París, que sirve de marco para la renegociación de las deudas con organismos oficiales de los países industrializados. Desde 1976 existe también el llamado Club de Londres, que sirve como marco informal para la renegociación de créditos bancarios privados.

En uno y otro caso, sin embargo, las principales iniciativas de renegociación de la deuda han tenido lugar por fuera de estos marcos. Esto aconteció con las negociaciones entre los bancos privados y los países en desarrollo durante la crisis de la deuda de los años ochenta, que fue impulsada en forma directa por las autoridades económicas de los Estados Unidos, especialmente a través de los Planes Baker y Brady de mediados y fines de dicha década. Este último sirvió de marco para una solución definitiva, aunque ciertamente tardía, a dicha crisis. En el caso de las deudas oficiales, las principales acciones han tenido como marco la Iniciativa para Países Pobres Altamente Endeudados (*Heavily Indebted Poor Countries Initiative*, más conocida por sus siglas, HIPC), lanzada en 1996 y profundizada en 1999, y la posterior Iniciativa Multilateral para la Reducción de la Deuda (*Multilateral Debt Relief Initiative*) de 2005.

Estos marcos tienen dos deficiencias fundamentales. La primera es que las iniciativas de restructuración han llegado siempre tarde, cuando los problemas de sobreendeudamiento han afectado severamente a los países, e indirectamente también a los acreedores, que se han visto afectados por la menor capacidad de pago de los deudores generada por el peso del sobreendeudamiento. La segunda es que los mecanismos existentes no garantizan equidad en el tratamiento de distintos deudores ni de distintos acreedores. De hecho, una crítica reiterada de los países miembros del Club de París es que los acreedores privados no aceptan las condiciones de restructuración de deudas acordadas por los miembros del Club y se ven, por el contrario, beneficiados por la menor carga que estos procesos generan para los países que se benefician de estos procesos.

No existe, por otra parte, ningún marco multilateral para el manejo de las crisis en los mercados internacionales de bonos. Desde los años setenta ha habido múltiples propuestas para crear tribunales internacionales de quiebras o foros de mediación o eventual arbitramento (arbitraje). Estas iniciativas proliferaron a partir de la crisis mexicana de fines de 1994 y, especialmente, de la crisis asiática de 1997. Las propuestas correspondientes han provenído tanto de sectores de derecha, para quienes la eliminación del “riesgo moral” asociado a eventuales garantías públicas a créditos privados es un requisito esencial para el buen funcionamiento de los mercados financieros, como de sectores de izquierda, que ven en el sobre-endeudamiento un obstáculo esencial al desarrollo.

La iniciativa más importante fue la que la lideró el FMI en 2001-2003, bajo el nombre de “Iniciativa para la renegociación de las deudas soberanas” (*Sovereign Debt Restructuring Mechanism*, SDRM). Esta iniciativa fue rechazada tanto por los Estados Unidos, bajo clara presión de su sector financiero, como por varios países en desarrollo temerosos de que un mecanismo de esta naturaleza terminara por limitar o encarecer el acceso a los mercados internacionales de capitales. También hubo una clara oposición de diversos sectores a que el FMI liderara las renegociaciones de la deuda, por su evidente conflicto de interés (ya que también es acreedor) y por el rechazo a la condicionalidad de sus créditos. Por este motivo, continuaron prevaleciendo las negociaciones *ad hoc*, impulsadas por la suspensión del servicio de la deuda por parte de los países deudores, muchas veces en abierta confrontación con los acreedores. El ejemplo más notorio en años recientes fue, por supuesto, la renegociación de la deuda argentina.

Uno de los principales problemas de todos estos mecanismos es que quienes no se acogen a los términos de los acuerdos pueden acudir a los tribunales en los países industrializados para hacer valer sus derechos. Una solución alternativa a este problema fue la generalización rápida, en 2003-2005, de las cláusulas de acción colectiva en las emisiones de bonos emitidos en los Estados Unidos, un mecanismo que ya era utilizado en otros mercados, especialmente el inglés. Este mecanismo define las mayorías necesarias para reestructurar una emisión particular de bonos. Esta alternativa venía discutiéndose cada vez con mayor fuerza desde la crisis mexicana, pero su impulso final fue el resultado de la búsqueda de alternativas por parte del gobierno y el sector financiero norteamericanos a la iniciativa del FMI. A ellos se agregaron algunos “códigos de conducta”, entre los que se destacan los “Principios para flujos de capital estables y reestructuración justa de las deudas en mercados emergentes” adoptados en el 2005 por el *Institute of International Finance*, una organización privada compuesta de grandes bancos internacionales.

Aunque es todavía pronto para juzgar si esta vía, más descentralizada y orientada al mercado, surte los efectos deseados, la necesidad de contar con un marco multilateral para la resolución de problemas de sobre-endeudamiento, que tenga fuerza de ley en los principales mercados financieros, sigue siendo, sin duda, uno de los principales temas pendientes de la arquitectura financiera internacional. Una institución de este tipo tendría, además, las virtudes de que permitiría corregir las dos principales falencias de la estructura *ad hoc* que ha surgido a lo largo del tiempo: permitiría reestructuraciones benéficas tanto para acreedores como deudores (la esencia de un buen acuerdo en este campo, de acuerdo con las propias legislaciones nacionales sobre quiebras) y un tratamiento equitativo de diferentes deudores y acreedores.⁴

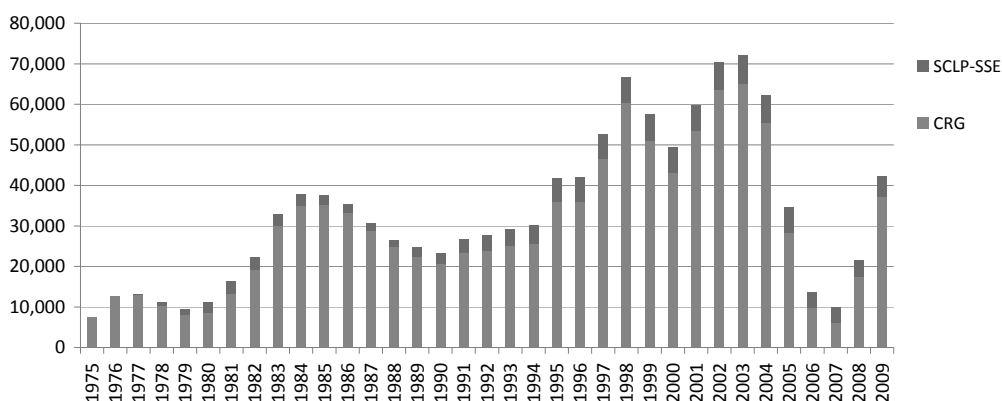
⁴ Véase un análisis extenso de estos temas en los ensayos recogidos en el reciente libro de Herman *et al.* (2010).

La reciente Comisión de las Naciones Unidas sobre temas monetarios y financieros internacionales ha puesto sobre la mesa algunas alternativas en este campo (Naciones Unidas, 2009).

2.2 EL FINANCIAMIENTO DE EMERGENCIA DEL FMI

En contraste con la falencia señalada, la comunidad internacional ha contado después de la segunda guerra mundial con el financiamiento de emergencia que proporciona el FMI durante las crisis de balanza de pagos. Como lo muestra el Gráfico 3, este mecanismo proporcionó financiamiento anticíclico creciente hasta comienzos de la presente década, especialmente durante la crisis de la deuda de los años ochenta y la sucesión de crisis que se desencadenó a partir de 1994: México, Asia Oriental, Rusia, Sudamérica y Turquía. Una de sus características sobresalientes fue la tendencia a concentrar el financiamiento en unos pocos grandes deudores, que se consideraron críticos a partir de 1994 para evitar el contagio de las crisis financieras y/o evitar importantes problemas a los bancos de los países desarrollados (México, Argentina y Rusia; República de Corea, Indonesia y Tailandia; nuevamente Rusia; y Brasil, Argentina y Turquía, en esa cronología histórica). Siguiendo este patrón, el FMI amplió sus préstamos en forma significativa el 2008, y especialmente el 2009, a países afectados por la crisis global. Por primera vez después de mucho tiempo, el FMI incluyó dentro de sus potenciales beneficiarios a un país de ingresos altos, Islandia, así como a países emergentes y de renta baja.

Gráfico 3
Uso de Recursos del FMI
(millones de DEG)



Nota: SCLP-SSE, Servicio para el crecimiento y lucha contra la pobreza y Servicio para choques exógenos, respectivamente (líneas para países de bajos ingresos)

CRG, Cuenta de Recursos Generales

Fuente: Fondo Monetario Internacional (<http://www.imf.org/external/np/fin/tad/extcred1.aspx>)

A partir de la crisis mexicana también se comenzó a reconocer la necesidad de crear nuevas líneas de crédito orientadas a manejar las crisis de balanza de pagos que tenían su origen en interrupciones abruptas del financiamiento externo o salidas de capital. Este problema se ve acentuado por el hecho de que el comportamiento procíclico de los flujos de capital hacia los países en desarrollo reduce el margen para la adopción de políticas macroeconómicas anticíclicas y que la propia condicionalidad de los créditos del FMI tiende a reforzar el comportamiento procíclico de dichas políticas. De hecho, la ausencia de un marco multilateral orientado a apoyar la adopción de políticas macroeconómicas anticíclicas puede considerarse como la deficiencia principal de las acciones del FMI en los países en desarrollo.

En esta materia conviene señalar, sin embargo, que el FMI ha venido adoptando, a partir de las críticas que recibió durante la crisis asiática, una actitud más flexible en materia de políticas fiscales durante las crisis. Más aún, frente a los riesgos de recesión que enfrentó la economía mundial, ha acogido una visión abiertamente anticíclica de las políticas económicas que deben adoptar los países industrializados y, con mayor cautela, los países en desarrollo.

En el entorno de las crisis financieras que enfrentó el mundo en desarrollo a partir de la crisis asiática, el FMI creó dos nuevas facilidades crediticias. La primera, el Servicio de Complementación de Reservas, creada en 1997, que sirvió de marco para los grandes créditos otorgados durante las crisis de fines del siglo XX y comienzos del nuevo siglo. La otra, la Línea de Crédito Contingente, tuvo un objetivo más preventivo. Esta última no fue jamás utilizada, porque usarla fue percibido como un indicador de vulnerabilidad, y fue suspendida en 2003. En 2006 el FMI propuso una línea alternativa, denominada Línea de Aumento de Reservas, que tuvo un largo proceso de discusión. Si bien esta propuesta tuvo elementos positivos, como su automaticidad, algunos puntos de discusión fueron la naturaleza del proceso de precalificación y la escala de recursos. Por ello no fue usada.

Para los países más pobres, las líneas de ajuste estructural creadas desde mediados de los años ochenta fueron transformadas en 1999 en la Línea de Reducción de la Pobreza y Crecimiento, para incluir explícitamente el foco en reducción de la pobreza. A ello se agregó desde enero de 2006 una línea orientada a facilitar el ajuste de dichos países ante choques adversos –no solo de carácter comercial sino desastres naturales– y conflictos en países vecinos. Curiosamente, la creación de dicha línea ha coincidido con el debilitamiento de la línea tradicional del FMI para hacer frente a choques comerciales adversos (especialmente deterioro de los términos de intercambio en países de ingreso mediano), la Línea de Crédito Compensatorio, que languideció debido al exceso de condicionalidad y fue finalmente eliminada.

A las deficiencias de las líneas de crédito se agrega el problema que ha dado origen a las críticas más recurrentes al FMI: la excesiva condicionalidad de sus programas, que han incluido históricamente cláusulas abiertamente procíclicas en materia de ajuste macroeconómico, condiciones estructurales que muchos países y analistas han considerado antidemocráticas, porque no parten de decisiones de las autoridades nacionales representativas, y el uso del visto bueno del FMI para los programas macroeconómicos que acompañan la asistencia oficial para el desarrollo (la función de “portero” de dichos programas, como se la denomina a menudo). El exceso de condicionalidad, así como la ausencia de líneas de crédito para hacer frente a un mundo caracterizado por una gran movilidad de capitales altamente procíclicos, especialmente hacia economías de ingreso medio, y fluctuaciones importantes de los términos de intercambio en los países pobres, constituían los problemas más serios que enfrentaba dicho organismo en

materia de diseño de mecanismos de manejo de crisis, al desencadenarse el torbellino financiero en 2007.

Estos problemas fueron abordados, al menos parcialmente, como resultado de la crisis global. Así, en marzo de 2009 se creó la Línea de Crédito Flexible (LCF), con propósitos preventivos, para países con fundamentos sólidos pero con riesgo de enfrentar problemas en la cuenta de capital. Esta línea ha sido utilizada por tres países (Colombia, México y Polonia), aunque no ha sido girada por ninguno de ellos. El hecho de que no ha sido utilizada por otros países puede indicar que no es de todas maneras atractiva y, es más, los países que han hecho uso de ella quizás lo hicieron más bien como señal de apoyo a las decisiones del FMI que por necesidad. Reflejando las discusiones que rodearon las líneas similares aprobadas en el pasado, el problema adicional de esta línea es que divide a los países artificialmente en dos grupos, los que tienen “buenas” políticas y aquellos que el FMI no clasifica como tales, lo cual puede obviamente aumentar los riesgos que el mercado percibe que tienen los segundos. Por lo demás, esta clasificación transformó implícitamente al FMI en una agencia calificadora de riesgo.

Por este motivo, las otras reformas adoptadas en marzo de 2009 tuvieron quizás mayor significancia. La primera de ellas fue doblar las otras líneas de crédito y permitir un uso más amplio de los acuerdos ordinarios del Fondo (los acuerdos de *stand-by*) con propósitos preventivos (los así llamados “*high-access precautionary arrangements*” o acuerdos preventivos de amplio acceso). La segunda fue eliminar la relación entre desembolsos y condicionalidad estructural.

En relación con los países de renta baja, el FMI hizo en julio de 2009 nuevos anuncios sobre sus líneas de crédito concesionales (FMI, 2009d). Aparte de duplicar los límites de crédito, de acuerdo con las reformas de marzo —que, aunque valioso, implica niveles bajos de préstamos como proporción de los choques externos en comparación con las economías emergentes— y aumentó la capacidad global de los préstamos a US\$17.000 millones hasta el 2014. El nuevo Fondo Fiduciario para el Crecimiento y la Lucha contra la Pobreza (FFCLP), en el cual se enmarcan estas iniciativas, incluye tres facilidades: (i) el Servicio de Crédito Ampliado (SCA), que reemplaza al Servicio para el Crecimiento y la Lucha contra la Pobreza (SCLP) y proporciona apoyo a los países con dificultades de balanza de pagos, con una duración de varios años; (ii) las líneas ordinarias (*stand-by*), que ahora incluyen la posibilidad de manejar choques externos (que se venía haciendo a través de una línea especial) y las necesidades de precaución en condiciones concesionales; y (iii) una facilidad de crédito rápida de apoyo de emergencia (como un desastre natural o un choque externo temporal) con condicionalidad limitada, llamada Servicio de Crédito Rápido (SCR). Además, el FMI determinó que los países de bajo ingreso recibirán en forma excepcional una condonación de todos los pagos de intereses adeudados, hasta fines de 2011, en las líneas de préstamo concesional, además de menores tasas de interés en préstamos futuros.

En diciembre de 2009 se hizo una reforma de las líneas de préstamos concesionales, de un diseño único hacia un menú de opciones (FMI, 2009f). El menú intenta ser más flexible a las diferentes situaciones que enfrentan los países de bajos ingresos en relación a su vulnerabilidad frente a la deuda y su capacidad de gestión macroeconómica y de finanzas públicas (“capacidad” en la terminología del acuerdo). En este marco, cada uno de los dos factores mencionados anteriormente pueden tomar dos valores: uno “inferior” y otro

“superior”. Así, este marco determina cuatro diferentes opciones de concesionalidad. A menos que la sostenibilidad de la deuda sea una preocupación grave (tiene un valor alto) y la capacidad es limitada, se permiten además préstamos no concesionales. Por el contrario, los países donde las vulnerabilidades de la deuda son relativamente altas serán siempre sujetos de concesionalidad.

En este marco, los países de baja “capacidad” que tienen una alta vulnerabilidad de la deuda están sujetos a un umbral mínimo de concesionalidad del 35%, aplicado a cada préstamo por separado. En los países con vulnerabilidades de deuda más bajas, el umbral se establece en 35% y permite espacio los préstamos no concesionales, derivado del análisis de sostenibilidad de la deuda. En cuanto a los países de mayor capacidad que tienen una mayor vulnerabilidad de la deuda, los límites anuales se establecerían basados en la acumulación de deuda medida en términos de valor presente. Por último, para los países con la mejor posición, aquellos con mayor capacidad y bajas vulnerabilidades de la deuda, se establece un promedio mínimo de concesionalidad, pero éste se puede eliminar por completo si se considera apropiado.

Por último, y como respuesta a las críticas asociadas a la condicionalidad, el programa del FMI para países de renta baja se destina a reforzar los vínculos entre los programas apoyados por el Fondo y las estrategias de reducción de la pobreza (ERP) nacionales, incluyendo el aumento de gasto social crítico en tiempos de ajuste para los países con bajos niveles de sostenibilidad de la deuda. Sin embargo, el FMI todavía aconseja y requiere que los países miembros reduzcan los gastos discrecionales que se destinaron para apoyar a la economía de manera temporal y/o a reducir el déficit fiscal, una vez que la economía comience a recuperarse (FMI, 2009e).

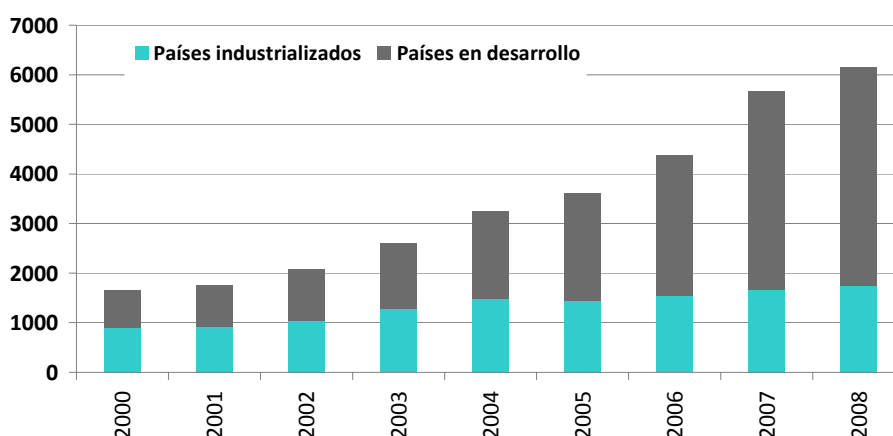
La historia de la última década indica, por lo tanto, que el sistema internacional demanda un FMI más activo como prestamista de última instancia y como garante de la estabilidad del sistema financiero internacional, pero también más dinámico en el otorgamiento de financiamiento de emergencia sujeto a menores niveles de condicionalidad. Las respuestas que se han dado durante la crisis constituyen un avance, pero es necesario seguir avanzando en el diseño de mecanismos de financiamiento con escala suficiente de recursos, automaticidad y proceso de precalificación simple para manejar los choques externos que enfrentan los países en desarrollo, especialmente los provenientes de la cuenta de capitales, que afectan en particular a los países de renta media, y los choques comerciales que enfrentan los países pobres.

2.3 LAS RESPUESTAS PREVENTIVAS DEL MUNDO EN DESARROLLO

Los dos problemas anotados del financiamiento del FMI —el exceso de condicionalidad y la falta de líneas de crédito apropiadas—, así como la evidencia de los riesgos que implica el carácter procíclico de los movimientos de capitales que los afectan, explican una de las respuestas más generalizadas que había adoptado el mundo en desarrollo en los últimos años: la acumulación masiva de reservas internacionales. A diferencia de los mecanismos de resolución de crisis de endeudamiento y el financiamiento de emergencia del FMI, esta respuesta es de carácter preventivo y, de hecho, contribuyó decisivamente a la menor vulnerabilidad de los países frente a la crisis reciente.

Las reservas internacionales de los países en desarrollo se quintuplicaron, en efecto, entre fines del 2001 y fines del 2008, llegando a 4.4 billones de dólares (Gráfico 4). Por el contrario, los países industrializados no enfrentaron una presión similar y el aumento que se refleja en el gráfico se debe casi exclusivamente a los excedentes de balanza de pagos de Japón. En los primeros, la acumulación de reservas ha sido vista como un mecanismo de “auto-aseguramiento” para hacer frente a posibles crisis financieras y evitar la excesiva condicionalidad del FMI. La coyuntura internacional que caracterizó el auge que tuvo lugar en el mundo en desarrollo entre 2003 y mediados del 2008, caracterizada por abundante financiamiento internacional a bajo costo y bonanza de precios de productos básicos, facilitó dicha acumulación de reservas. Como lo indica el Gráfico 3, uno de sus efectos fue la caída masiva de los créditos otorgados por el FMI, que de hecho obligó a un drástico programa de recorte de la planta de dicho organismo.

Gráfico 4
Reservas Internacionales
(Miles de millones de dólares)



Fuente: Naciones Unidas (<http://unstats.un.org/unsd/>)

Vale la pena agregar que otro mecanismo con efectos preventivos que se multiplicó en el mundo en desarrollo desde la crisis asiática fueron los mercados internos de bonos de deuda (pública, pero también, crecientemente, privada), especialmente en monedas nacionales (Ocampo y Tovar, 2008). El desarrollo de este mercado ha buscado superar el descalce de monedas en los pasivos externos, que implica, según vimos, que las depreciaciones que tienen lugar durante las crisis tienden a elevar excesivamente la carga de los pasivos externos. El desarrollo de un número creciente de fondos institucionales en los países industrializados que invierten en los países en desarrollo y las mejores calificaciones de los títulos de deuda de estos países (asociado, a su vez, a la mayor garantía que ofrecen las crecientes reservas internacionales) contribuyeron igualmente a este resultado, aunque pueden haber generado nuevas modalidades de comportamiento procíclico del financiamiento externo, en la medida en que dichos flujos responden al comportamiento esperado de los tipos de cambio de los países en desarrollo a lo largo del ciclo (apreciación durante los auges, depreciación durante las crisis).

La acumulación de reservas por motivos de auto-aseguramiento fue, sin duda, una respuesta racional a nivel de países individuales frente a los riesgos de la inestabilidad del sistema financiero internacional. Conviene resaltar, sin embargo, que este mecanismo tiene costos tanto para los países como a nivel sistémico. En el primer caso, implica acumular activos cuyo rendimiento es generalmente muy inferior al de los pasivos externos, y llevar a cabo políticas de “esterilización” de los efectos monetarios de la acumulación de reservas, que son muy costosas cuando, como es típico, las tasas de interés internas superan significativamente a las internacionales (Rodrik, 2006). En el segundo caso, la acumulación de reservas tiene efectos de “falacia de composición”, que contribuyen a los desequilibrios globales. Para acumular reservas, los países en desarrollo tienden a generar superávit en la cuenta corriente o acumular pasivos líquidos, lo cual crea un sesgo recesivo global a menos que este acompañado de déficit y de la oferta de activos financieros por otros países, especialmente de los Estados Unidos. Sin embargo, tales déficit y acumulación de pasivos pueden no ser sostenibles y generan correcciones, con costos tanto macroeconómicos como sobre el sector financiero. Como ya lo señalamos en la segunda sección de este ensayo, si se mantiene este comportamiento, podría dar lugar a nuevos desequilibrios en los próximos años. Sobre este tema volveremos en la sección siguiente.

Conviene resaltar, finalmente, que la crisis asiática dio lugar a una iniciativa regional de gran importancia, la Iniciativa de Chiang Mai, adoptada en el 2000 por los países de la ASEAN, China, Japón y la República de Corea (ASEAN + 3). El mecanismo se concibió inicialmente como un conjunto de créditos recíprocos bilaterales entre los bancos centrales de los países miembros. De acuerdo con el diseño de este mecanismo, los países podían desembolsar automáticamente hasta un 20% (inicialmente 10%) del máximo de las líneas de créditos acordadas, a partir de lo cual deberán adoptar un programa con el FMI, lo que significa que el financiamiento regional se visualizaba como un complemento y no como un sustituto del FMI. En 2005 se acordó, además, avanzar la multilateralización de las líneas de crédito otorgadas lo que, de acuerdo con decisiones adoptadas en 2007, operaría con un fondo de reserva común, pero manejado por cada uno de los países y sujeto a un acuerdo contractual único. El acuerdo multilateral correspondiente fue firmado en diciembre de 2009 e incluye recursos que suman 120.000 millones de dólares

Conviene agregar que desde los años setenta existe una institución de este tipo en América Latina, el Fondo Latinoamericano de Reservas (que, pese a su nombre, tiene como miembros solo los países andinos, Costa Rica y Uruguay). A ellos se han agregado en los últimos años un conjunto amplio de diálogos regionales y subregionales de política macroeconómicas, enmarcados en criterios de sostenibilidad macroeconómica, al estilo de aquellos adoptados por los miembros del área euro (criterios de Maastrich).

La historia de la última década indica, por lo tanto, que un FMI más activo como prestamista de última instancia y como garante de la estabilidad del sistema financiero internacional reduciría los costos nacionales de las políticas de auto-aseguramiento de los países en desarrollo y contribuiría a reducir los enormes desequilibrios de pagos que caracterizan a la economía mundial. En esta tarea, los mecanismos regionales de financiamiento podrían jugar un papel complementario y, de hecho, el FMI debería ser visualizado hacia el futuro más como una red de fondos de reservas que como un mero fondo global (Ocampo, 2006). Una estructura de este tipo contribuiría tanto a la estabilidad financiera global como a reducir los desequilibrios económicos mundiales.

2.4 REFORMA DE GOBERNABILIDAD DEL BANCO MUNDIAL Y DEL FMI

La inclinación de los países en desarrollo hacia soluciones unilaterales ha respondido también a su percepción de que tienen una participación inadecuada en los organismos financieros internacionales. Esto ha llevado a un debate, todavía incluso, sobre cambios en la voz y representación de dichos países en el FMI y el Banco Mundial.

En el primer caso, en abril 2008 se adoptó un modesto acuerdo sobre reforma de las cuotas y voz en el Directorio del FMI, que implica una redistribución de cuotas y la triplicación de los votos básicos, que en conjunto elevan en un 2.7% el poder de voto de los países en desarrollo (incluidas las llamadas economías emergentes). Sin embargo, la reforma no ha sido todavía ratificada; para ello es esencial que sea aprobada por 112 miembros que representen al menos el 85% del total de votos, y sólo 70 miembros, que representan aproximadamente el 73% de los votos, lo han hecho hasta el momento de escribir este ensayo. Es evidente que su aprobación representa una prioridad.

Los Ministros de los países en desarrollo y transición han pedido en las reuniones de primavera de 2010 una ambiciosa realineación adicional de las cuotas, lo que implicaría un aumento del 7% en las cuotas de los países en desarrollo, beneficiando principalmente a economías emergentes. Las reformas específicas a la fórmula requerida por los países en desarrollo exigen dar un mayor peso del PIB medido como paridad del poder adquisitivo y adoptar medidas más precisas de las necesidades de los prestatarios, a través de una adecuada medición de la volatilidad que enfrentan distintos países. Una reforma interesante que ha sido propuesta para dar cabida a las expectativas de los países en desarrollo es reducir la proporción de votos europeos en el Directorio del FMI pero consolidar todas las sillas de la Unión Europea en una, lo que permitiría a Europa hablar con una voz unificada en el Directorio y mantener e incluso acrecentar su influencia en este organismo.

Una propuesta importante que ha sido hecha en varias ocasiones y fue reiterada por la Comisión de Reforma a la Gobernanza del FMI encabezada por Trevor Manuel, (FMI, 2009c) es que el umbral de votos necesario para aprobar cambios de política importantes en el FMI se redujera de su actual 85% a, por ejemplo, 70-75%. Esto implicaría que los Estados Unidos no podrían ejercer el poder de veto en el Directorio del FMI sobre las decisiones de políticas importantes. Esta Comisión también propuso que se acelere el proceso de reforma de cuotas, que todas las sillas fueran elegidas y que se constituya un Consejo de Ministros para adoptar las decisiones de política de mayor alcance la institución.

Por su parte, en las reuniones de primavera de 2010, se aprobó un cambio de 3,13% del poder de voto en el Banco Mundial desde las economías desarrolladas a las EDTs (economía en desarrollo y transición, que incluye a Arabia Saudí y Corea del Sur). Los EDTs ahora representarán el 47,19% del poder de voto en el Banco Mundial, y han recibido una promesa que alcanzaran paridad en un futuro próximo. El mayor aumento se registró en China, que subió un 1.65%, para convertirse en el tercer accionista del Banco. Los aumentos se concentraron principalmente en los países de renta media, especialmente en Asia, que estaban muy sub-representados, en tanto que los países de renta baja tuvieron pocos avances. En el caso de las economías desarrolladas, la Unión Europea y Japón verán disminuido su poder de voto, pero no los Estados Unidos. Los países en desarrollo y en transición vieron esta

reforma como un paso en la dirección correcta hacia el objetivo de poder de voto equitativo en el Banco Mundial, según fue expresado en el Comunicado del G-24 de abril de 2010.

El cambio en el poder de voto se logrará mediante una ampliación de capital selectiva (*ad-hoc*). El objetivo es, sin embargo, desarrollar una fórmula basada en principios en la próxima revisión en 2015; los países en desarrollo expresaron su clara preferencia por un calendario más ambicioso. Esto refleja que durante las reuniones de primavera no hubo acuerdo sobre una nueva fórmula de participación dinámica, que capturara el peso económico cambiante de los países y las contribuciones al mandato de desarrollo del Banco Mundial. Las discrepancias surgieron porque muchos accionistas consideraron que estos principios, que seguían los compromisos del G-20 en su reunión de Pittsburgh en el 2009 y la reunión anual del FMI/Banco Mundial en Estambul, no estaban consignados en la propuesta que hizo el Banco, que se basaba casi totalmente en el peso económico de los países. La misión de desarrollo del Banco es importante tanto para los donantes como para los países clientes. Para los donantes de Asociación Internacional de Fomento (AIF –IDA de acuerdo con sus siglas en inglés) y para los prestatarios del mundo en desarrollo es importante asignar los votos de acuerdo con el tamaño de sus contribuciones a la AIF, con el fin de incentivar mayores contribuciones a la ampliación del capital de dicha Asociación, que irá en beneficio de los países de renta baja. Para los países de renta media también es importante tener en cuenta su calidad de prestatarios.

Finalmente, es crucial que las cabezas del FMI y del Banco Mundial así como los altos directivos de estos organismos sean elegidos sobre la base de procesos transparentes y abiertos, basados en el mérito de los candidatos, sin importar su nacionalidad. Es alentador que en la reunión de primavera de 2009 de los líderes del G-20 fue aprobado este principio, que ahora debe pasar al terreno de su aplicación. También sería útil que el personal de estas instituciones tengan una diversidad más amplia, no sólo por nacionalidad, sino también por educación y experiencia profesional, así como por género.

3. Los desequilibrios macroeconómicos mundiales y la reforma del sistema monetario internacional

3.1 LOS DESEQUILIBRIOS MACROECONÓMICOS MUNDIALES

Un terreno en el cual ha fallado de manera protuberante la arquitectura financiera internacional es en proporcionar un mecanismo que garantice la consistencia de las políticas macroeconómicas de las principales economías del mundo. Estas políticas siguen siendo nacionales en casi todos los países, de manera crucial en aquel que emite la principal moneda internacional, y una mezcla de políticas regionales y nacionales en el área euro, donde la política monetaria es ahora regional (aunque no para todos los miembros) pero las políticas fiscales siguen siendo en lo fundamental nacionales. Esto se combina con un sistema monetario internacional y, en particular, el sistema mundial de reservas, que sigue descansando en gran medida sobre una moneda nacional, el dólar de los Estados Unidos.

Las reformas que se han llevado a cabo a lo largo del tiempo han agregado algunos elementos positivos a esta arquitectura, pero también en ciertos períodos han significado retrocesos y conflictos. La creación del FMI en Bretton Woods representó el intento más importante de establecer un mecanismo de cooperación macroeconómica basado en reglas que permitían al mismo tiempo a cada país adoptar políticas dirigidas a garantizar el pleno empleo (equilibrio interno) y corregir déficit externos fundamentales (equilibrio externo) sin generar efectos adversos sobre la economía internacional ni sobre otros países. Esto último se lograba permitiendo variar los tipos de cambio, pero evitando las devaluaciones competitivas, que habían contribuido a la profundización de la Gran Depresión de los años treinta, y proporcionando además financiamiento multilateral parcial para evitar que las políticas de ajuste a los desequilibrios de balanza de pagos tuviesen efectos recesivos, con impactos nuevamente adversos sobre otros países. El FMI ofrecía, además, un mecanismo de diálogo y cooperación macroeconómica de carácter multilateral. Estas formas de cooperación internacional se reforzaron, además, con la creación, en 1969, de una verdadera moneda internacional de reserva, los derechos especiales de giro (DEG) emitidos por el Fondo. No todos los elementos eran, por supuesto, positivos, ya que el acuerdo de Bretton Woods puso en el centro del sistema monetario internacional un patrón monetario dual dólar-oro, que generó sus propias inestabilidades y colapsó finalmente a inicios de los años setenta del siglo pasado.

Este colapso del patrón monetario dólar-oro y del sistema de paridades fijas y su sustitución por un mecanismo de paridades variables entre las principales monedas introdujo mayor flexibilidad al sistema económico internacional, así como más autonomía a las políticas macroeconómicas nacionales, al menos de los principales países. También introdujo, sin embargo, nuevos conflictos potenciales, si las políticas macroeconómicas de las principales economías no apuntaban en la misma dirección. En la última década, por ejemplo, un problema endémico ha sido la asimetría entre la tendencia de la Reserva Federal de los Estados Unidos a adoptar una política claramente anticíclica y la renuencia (o, al menos, la

mayor cautela) del Banco Central Europeo a hacerlo. Las posibles asimetrías en la política monetaria implican, por lo demás, que el surgimiento de monedas alternativas de reserva (el euro, en particular), que potencialmente surgió del abandono de la paridad fija dólar-oro y la tendencia a desmonetizar el oro, pueden acentuar en vez de amortiguar la volatilidad financiera mundial, al verse reflejadas en la inestabilidad del tipo de cambio de las principales monedas. En cualquier caso, la tendencia dominante ha sido a usar el dólar como el principal activo de reservas internacionales (unas dos terceras partes en la última década, de acuerdo con las estadísticas del FMI), por lo cual el abandono del patrón dual oro-dólar dio paso a uno basado en lo fundamental en un dólar fiduciario –un “patrón dólar fiduciario” como lo denominaremos aquí

Los mecanismos de coordinación macroeconómica que se han puesto en marcha desde los años setenta han operado, además, por fuera del FMI y no han sido particularmente efectivos. En los años ochenta fueron acuerdos *ad hoc* entre las principales economías (los Acuerdos del Hotel del Plaza de 1985 y del Louvre de 1987) y posteriormente funcionaron a través de diálogos en el seno del Grupo de los 7 (G-7), que dejaba obviamente por fuera a los principales países en desarrollo. El FMI dio un paso interesante en abril de 2006 al crear el mecanismo de “supervisión multilateral”, cuyo propósito es precisamente considerar las interrelaciones macroeconómicas y financieras entre los miembros del Fondo. Dicho proceso involucro al área euro, Arabia Saudita, China, Japón y los Estados Unidos, y su objetivo era reducir los desequilibrios macroeconómicos mundiales sin sacrificar el crecimiento económico. Aunque la motivación del nuevo mecanismo fue positiva, sus resultados pueden calificarse, en el mejor de los casos, como modestos.

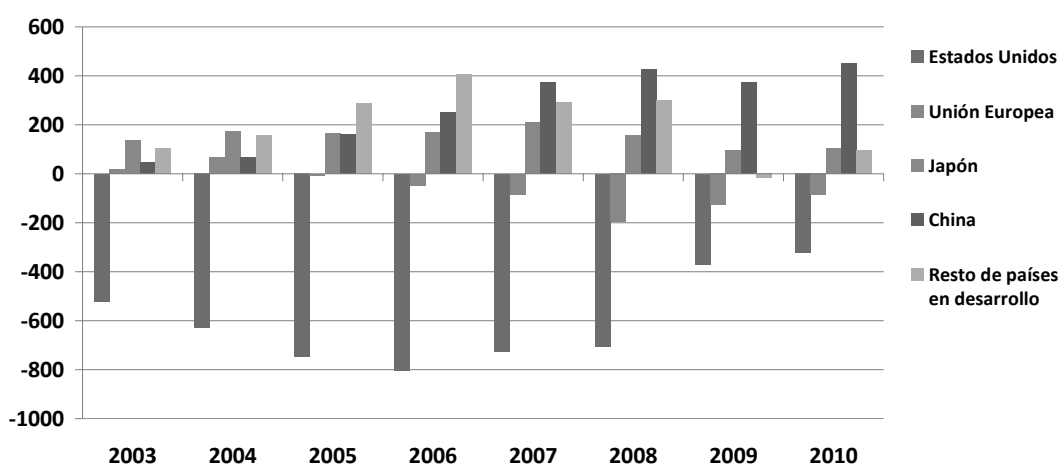
Conviene mencionar, además, que en junio de 2007 el Directorio del FMI adoptó una nueva resolución sobre supervisión de las políticas cambiarias de los países, la primera en casi treinta años. Esta resolución puso el principio de estabilidad externa en el centro de las actividades del Fondo. A los viejos principios de intervención cambiaria, que ya apuntaban a evitar que las intervenciones cambiarias afectaran adversamente a otros países miembros, se agregó un nuevo criterio que se refiere específicamente a evitar políticas cambiarias que generen inestabilidad externa. China expresó desde un comienzo fuertes reservas a este mecanismo.

Un paso interesante en la dirección de ampliar los agentes que participan en los diálogos y eventualmente en la cooperación macroeconómica fue la decisión del G-20 en Pittsburgh en 2009 de designar a dicho Grupo “como el foro prioritario para nuestra cooperación económica a nivel internacional”, bajo la supervisión multilateral del FMI. Sin embargo, dicha solución sólo avanza muy parcialmente en el camino necesario para colocar de nuevo al FMI como el centro de coordinación de las políticas macroeconómicas a nivel mundial, como se preveía en el diseño original. Plantea, además, problemas asociados al carácter *ad hoc* del mecanismo de cooperación adoptado.

La necesidad de mejores mecanismos de coordinación macroeconómica se hace evidente a la luz de los grandes desequilibrios de pagos que han caracterizado a la economía mundial en épocas recientes y que se reseñan en el Gráfico 5. El fuerte déficit externo de los Estados Unidos y el más reciente de la Unión Europea, tienen como contrapartida los superávits de Japón, China y otros países en desarrollo, especialmente los productores de petróleo. El fuerte aumento del déficit de los Estados Unidos se agudizó durante la crisis asiática, cuando la expansión de dicha economía sirvió para amortiguar los efectos recesivos de dicha crisis a

nivel mundial. Tal déficit continuó creciendo hasta mediados de la década pasada y se mantuvo en niveles elevados hasta el borde de la crisis, pese a la tendencia a la depreciación del dólar que se inició en 2003. Durante el auge mundial de 2003-2007, la política de auto-aseguramiento de los países en desarrollo contribuyó a la generación de dichos desequilibrios, así como el auge de los precios de productos básicos, especialmente de petróleo y metales. Sus principales reflejos fueron el aumento acelerado de los pasivos externos netos de los Estados Unidos –que alcanzaron US\$2.1 billones a fines de 2007– y la fuerte depreciación del dólar en los mercados internacionales entre 2003 y 2007.

Gráfico 5
Balances en cuenta corriente
(miles de millones de dólares)



Fuente: Fondo Monetario Internacional, World Economic Outlook Database, octubre 2009
(<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2009/02/weodata/index.aspx>)

Cabe agregar que los desequilibrios mundiales se redujeron como resultado de la crisis mundial y, especialmente, del recorte sustancial del déficit de Estados Unidos y de los superávit de Japón y, especialmente, de los países en desarrollo excluida China (véase nuevamente el Gráfico 5). Sin embargo, tanto las proyecciones de las Naciones Unidas (2010) como del FMI (2009a) prevén que dichos desequilibrios aumentarán de nuevo en 2010 y años subsiguientes. Las proyecciones del Fondo para 2010, que se muestran en el gráfico, indican además una preocupante tendencia: el déficit de los Estados Unidos y la Unión Europea continuarían reduciéndose, pero aumentarán los superávit de China y otros países en desarrollo. Estas tendencias individuales implican que su efecto neto será sustraer demanda de la economía mundial –es decir, tendrán un efecto recesivo– y, en la práctica, no podrán materializarse tal como están proyectadas, ya que los superávit y déficit del mundo deberán necesariamente compensarse. Este es un reflejo de la necesidad tanto de mantener las políticas expansivas a nivel mundial como de mejorar los mecanismos de coordinación de las políticas macroeconómicas nacionales, para que esas tendencias recesivas no se materialicen.

3.2 LOS PROBLEMAS DEL SISTEMA MUNDIAL DE RESERVAS

La magnitud de la crisis financiera internacional reciente puso, además, sobre el tapete los problemas que enfrenta el sistema monetario internacional y, en particular, la relación entre el sistema mundial de reservas y los anotados desequilibrios de pagos –y, en forma más amplia, entre dicho sistema y la estabilidad económica internacional.

El sistema mundial de reservas muestra, en efecto, tres deficiencias fundamentales (Ocampo, 2009). Todas ellas están relacionadas, a su vez, con el hecho de que, como se señaló en la sección anterior, no existe un mecanismo para garantizar que los superávit y déficit de pagos de los distintos países se compensen entre sí sin generar efectos adversos sobre la actividad económica mundial.

El primer problema, que fue aquél destacado por John M. Keynes durante los debates que precedieron a la creación de los acuerdos de Bretton Woods, es que el presente sistema monetario internacional –al igual que todos los sistemas que le precedieron— tiene un sesgo en contra de los países deficitarios (Keynes, 1942-1943). Esto tiende a generar un efecto recesivo global, si los ajustes que necesitan adoptar los países deficitarios para equilibrar sus cuentas externas no encuentran financiación en cantidades suficientes (o si estos países no consideran conveniente mantener tales déficit y la financiación asociada a ellos), y si, además, estos ajustes no están compensados con políticas expansivas en los países superavitarios. Este problema puede denominarse el *sesgo antikeynesiano*.

La segunda deficiencia, que se conoce en la literatura como el *dilema de Triffin*, tras el trabajo pionero de Robert Triffin (1961, 1968), está asociada al hecho de que un sistema *internacional* de reservas basado en una moneda *nacional* (el dólar estadounidense) –y, más en general, un número limitado de monedas nacionales o regionales (el euro en la actualidad)— es inherentemente inestable. La única manera como el resto del mundo puede acumular activos netos en dólares es si los Estados Unidos incurre en un déficit en cuenta corriente. Pero dichos déficit pueden dar lugar a pérdida en la confianza del dólar y, más en general, a fuertes ciclos en el valor de la principal moneda internacional y de la cuenta corriente del país que la emite, que se transmiten con fuerza al conjunto de la economía mundial. Los déficit también facilitan la expansión excesiva de crédito en Estados Unidos y las burbujas en los precios de los activos financieros y mobiliarios que generan riesgos de crisis financieras.

El ser el centro del sistema monetario mundial implica que, aparte del privilegio de apropiarse del señoraje, la acumulación de reservas del resto del mundo genera un financiamiento de los déficit de Estados Unidos a bajo costo. Además, le proporciona a Estados Unidos el privilegio adicional de llevar a cabo una política monetaria relativamente autónoma –es más, de imponer su política al resto del mundo. La razón básica de esto es la percepción (y consecuente uso) de los títulos del Tesoro estadounidense como los “activos más seguros”, implica que los determinantes de las tasas de interés norteamericanas son relativamente independientes del tipo de cambio del dólar respecto a otras divisas.

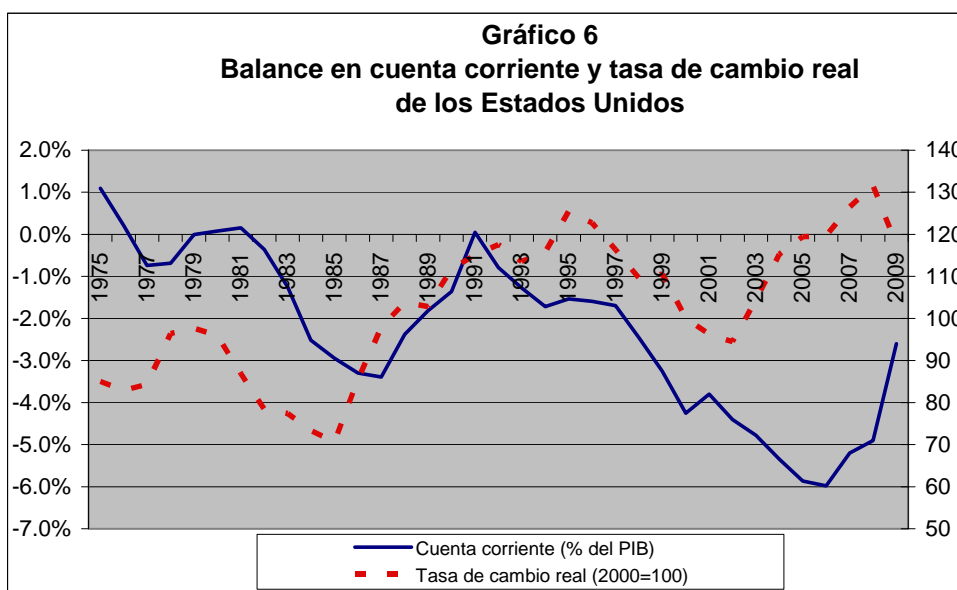
Por este motivo, Estados Unidos no ha considerado en general que el debilitamiento real o probable de su moneda sea un problema importante que se deba corregir. La ausencia de restricción para la política monetaria estadounidense ha implicado que, en contra de los planteamientos clásicos de Keynes sobre el sesgo recesivo del sistema monetario

internacional, el patrón dólar fiduciario bajo el cual ha funcionado la economía mundial en las cuatro últimas décadas puede mostrar durante ciertos períodos el fenómeno opuesto: un sesgo inflacionario. El auge que antecedió a la crisis reciente puede considerarse quizás el caso más destacado de este tipo.

La tercera deficiencia del actual sistema de reservas es su carácter inequitativo. Como ya lo señalamos, la necesidad de acumular reservas internacionales obliga a los países en vías de desarrollo a transferir recursos hacia aquellos que emiten esas monedas de reserva. Más aún, este *sesgo hacia la desigualdad* se ha visto magnificado en estas últimas décadas por la liberalización financiera y del mercado de capitales, ante el comportamiento fuertemente procíclico de los flujos de capital hacia los países en desarrollo. Este comportamiento ha generado, como vimos, una acumulación masiva de reservas internacionales como forma de auto-aseguramiento ante posibles interrupciones bruscas del financiamiento externo. Dicha acumulación puede ser vista, además, como también lo señalamos, como la respuesta racional de cada uno de los países a un sistema que carece de un buen “seguro colectivo”, en la forma de un buen sistema de financiamiento de emergencia del FMI, pero genera también la “falacia de composición” ya mencionada, que empeora los desequilibrios de pagos mundiales y puede generar, como vimos, un sesgo recesivo. Este problema se puede denominar el *vínculo desigualdad-inestabilidad*.

Los tres problemas mencionados han estado claramente presentes en el comportamiento de la economía mundial. El primero y tercero han sido ya objeto de atención en secciones anteriores de este ensayo. Los sesgos recesivos que se pueden presentar en los próximos años si un número considerable de países intentan mejorar sus balances en cuenta corriente (reducir su déficit o aumentar su superávit) generarían sesgos recesivos sobre la economía mundial, como lo señalamos al final de la sección anterior. La masiva acumulación de reservas de los países en desarrollo y su contribución a los desequilibrios económicos mundiales es, por su parte, la manifestación más importante del tercero, tal como lo vimos en la segunda parte de este ensayo.

Por su parte, bajo el patrón dólar fiduciario en el cual el mundo ha vivido, los déficits en la cuenta corriente de la balanza de pagos de Estados Unidos han sido la regla, más que la excepción. Durante las pasadas tres décadas y media, el mundo se ha visto asolado, también por un ciclo cada vez más intenso de expansión y contracción del déficit corriente de los Estados Unidos, que está asociado con fuertes fluctuaciones en el tipo de cambio real de la principal moneda de reserva, como se observa en Gráfico 6. Eso implica que el dólar ha carecido cada vez menos de la principal característica de la moneda que debe estar en el centro del sistema: un valor estable. Además, las correcciones en el déficit en cuenta corriente norteamericano han tenido lugar siempre en el marco de desaceleraciones de la economía mundial, como lo ha confirmado nuevamente la crisis reciente.



Fuente: FMI, Estadísticas Financieras Internacionales. La tasa de cambio real se muestra de tal forma que un aumento indica una depreciación real (la convención contraria a la que utiliza el FMI). Se estima, por lo tanto, como el inverso de la tasa de cambio real calculada por el Fondo.

La interacción entre los tres problemas mencionados es particularmente evidente en el comportamiento del déficit norteamericano desde fines de los años noventa del siglo pasado. Como lo indica el Gráfico 6, a fines de dicha década se inició la fase de mayor deterioro en la cuenta corriente de Estados Unidos de la historia. Si bien tuvo su equivalente en el deterioro de los déficit internos de los Estados Unidos, particularmente el de los hogares, debe reconocerse que la abultada magnitud de los desequilibrios en cuenta corriente reflejan también factores externos a la economía norteamericana. Entre ellos se cuenta la combinación de la apreciación del dólar con la brusca divergencia entre el crecimiento estadounidense y el mundial generado por una recesión en gran parte del mundo en desarrollo a partir de 1997. El déficit de Estados Unidos sirvió, por lo tanto, para mitigar el sesgo antikeynesiano generado por las crisis masivas que experimentaron entonces los países en desarrollo.

Por otra parte, aunque la fuerte desaceleración estadounidense y global de 2001 permitió reducir el déficit norteamericano, el efecto fue moderado en relación con coyunturas similares del pasado, y la tendencia al aumento del déficit se reinició al año siguiente. Y aunque este incremento tiene que ver de nuevo con problemas internos de la economía norteamericana, también está relacionado con la fuerte demanda de autoprotección de los países en desarrollo, que se reflejó en los superávits en cuenta corriente y la acumulación de reservas, en particular las economías en desarrollo de Asia Oriental y los países exportadores de petróleo. Por ese motivo, además, la fuerte pero ordenada depreciación acumulada del dólar desde 2003 no estuvo acompañada, como había sucedido en la segunda mitad de los años ochenta, por una corrección importante de los déficit en cuenta corriente de los Estados Unidos, que sólo se impuso a partir de 2008 como producto de la fuerte recesión estadounidense –y de una crisis mundial.

3.3 LA REFORMA DEL SISTEMA

Entre las alternativas de reforma al sistema monetario internacional, la primera sería transformar el sistema actual en uno basado en una multiplicidad de monedas de reservas que compitan entre sí. Esta alternativa ya está, de hecho, implícita en el sistema vigente desde comienzos de los años setenta y, por ello constituiría en cierto sentido una solución inercial. Sin embargo, no es evidente que el sistema evolucionará necesariamente en dicha dirección, como lo refleja los problemas que ha enfrentado el euro durante algunas fases de la crisis actual, especialmente a fines de 2008 y a comienzos de 2010, cuando dicha divisa ha experimentado fuertes presiones a la baja ante la desconfianza de los agentes del mercado en la solidez de algunos miembros de dicha unión monetaria.

Además, y más importante para objetos de este ensayo, un sistema de este tipo no corregiría los principales problemas que enfrenta el patrón monetario actual. No haría, en efecto, nada para corregir el sesgo antikeynesiano y cada una de las monedas tendría un valor inestable y, en ese sentido, carecería de lo que señalamos anteriormente como una de las características esenciales que debe tener una moneda de reserva: su estabilidad. Además, aunque este modelo ofrecería a los países en desarrollo la ventaja de poder diversificar la composición de sus reservas, éstas estarían invertidas de todas formas en activos de países industrializados, por lo que seguirían generando una transferencia de recursos de países en desarrollo hacia los industrializados. Una excepción podría ser la eventualidad que el remimbi pasara a transformarse en una moneda de reserva, pero esta posibilidad parece todavía algo lejana en el tiempo y beneficiaría sólo a un país en desarrollo transformado en potencia mundial.

Curiosamente, la flexibilidad en los tipos de cambio entre las principales monedas de reserva constituye al mismo tiempo la principal ventaja y la desventaja más importante de dicho sistema. La ventaja es que permitiría que un sistema de competencia entre monedas de reserva resistiera los embates sobre las paridades fijas que terminaron por hacer colapsar tanto el patrón bimetálico oro-plata en el siglo XIX como el patrón oro-dólar a comienzos de la década de los setenta del siglo XX. Sin embargo, dicha flexibilidad añade un elemento adicional de inestabilidad a un sistema puramente basado en el dólar, asociado con la volatilidad en el tipo de cambio entre las principales monedas de reserva –un problema que, de alguna manera, ya está presente en el sistema actual. Tal volatilidad genera ganancias y pérdidas significativas para los bancos centrales en el manejo de sus reservas y elimina, de hecho, una de las características que deben tener los activos de reserva: ser “seguros” o de bajo riesgo. Ahí yace su principal desventaja.

Esta desventaja se vería amplificada si los bancos centrales responden a las fluctuaciones sobre los tipos de cambio alterando la composición de sus reservas internacionales, lo cual alimentaría la inestabilidad de los tipos de cambio. Bajo esas condiciones, un sistema de múltiples monedas de reserva podría generar crecientes demandas a adoptar un acuerdo de tipos de cambio fijos –esto es, un retorno al esquema de Bretton Woods, al menos para las monedas de reserva. No obstante, fijar las tasas de cambio entre las principales monedas en un mundo caracterizado por la gran movilidad de capitales sería una tarea difícil, si no imposible. Debe añadirse que, dada su alta demanda de reservas internacionales, los países en desarrollo sufren desproporcionadamente la inestabilidad en los tipos de cambio de las monedas de reserva.

Esto implica que las principales deficiencias sólo pueden resolverse mediante una reforma más profunda del sistema mundial de reservas. Aunque podrían diseñarse otras alternativas – tales como la propuesta por Keynes de crear un mecanismo de compensación internacional y soluciones similares⁵ – la más viable consiste en completar la transición que fue iniciada en los años sesenta con la creación de los Derechos Especiales de Giro (DEG). Esto implica colocar en el centro del sistema una moneda mundial de carácter fiduciario, completando una tendencia de la evolución de los sistemas monetarios nacionales e internacionales desde el siglo XIX (Triffin, 1968). Dado el carácter procíclico de los movimientos de capital que enfrentan los países en desarrollo, así como la elevada demanda de reservas internacionales que dicho comportamiento genera, la adopción de un esquema de este tipo debería estar acompañada de otras iniciativas dirigidas a garantizar que las colocaciones de DEG sean empleadas para corregir al menos parcialmente los problemas que los países en desarrollo afrontan bajo el sistema actual.

Obviamente, el papel de los DEG ha cambiado desde comienzos de los años setenta con la transformación del sistema monetario internacional hacia un patrón fiduciario dólar. Las cuestiones relativas a la provisión adecuada de liquidez internacional, que fueron la preocupación fundamental durante las primeras fases de la posguerra, y que estaban todavía en el centro del debate en los años sesenta, ya no son importantes, salvo durante coyunturas extraordinarias como las generadas durante la severa escasez de liquidez causada por el colapso financiero mundial de septiembre y octubre de 2008. Como hemos visto, el patrón fiduciario dólar puede mostrar, más bien, un sesgo inflacionario, que refuerza los auges de la economía mundial, como aconteció en 2003-2007. Sin embargo, otros problemas que también eran objeto de atención en los sesenta, siguen siendo primordiales o incluso más importantes hoy en día, especialmente aquéllos vinculados con la composición de las reservas mundiales, el acceso a la liquidez por parte de los países en desarrollo y las cuestiones de equidad relacionadas con ambos procesos.

Después de las asignaciones iniciales realizadas en 1970-1972 y de las de 1979-81, no se hicieron asignaciones por casi tres décadas. La última de ellas, aprobada por el FMI en 1997, por 21.400 millones de DEG, sólo se hizo efectiva a mediados de 2009 con la aprobación por parte del Congreso de los Estados Unidos del cambio en el Acuerdo Constitutivo del FMI del cual hacía parte. La crisis actual generó, sin embargo, un interés renovado en este mecanismo de cooperación internacional, como se refleja en la propuesta del G-20 y posterior aprobación por parte del FMI de una asignación equivalente a 250.000 millones de dólares adicionales, de los cuales poco menos del 40% beneficiaron a países en desarrollo de acuerdo con el sistema actual de cuotas. Por tanto, las emisiones de DEG en 2009 alcanzaron al equivalente a 283.000 millones de dólares. Aunque ello es una suma importante y llevó a los DEG a representar un 5% de las reservas mundiales, esta proporción sigue siendo inferior incluso a la que representó cuando se hicieron las primeras asignaciones en 1970-1972, cuando llegó al 10% (Williamson, 2009). La suspensión de las colocaciones de DEG durante más de un cuarto de siglo tuvo efectos negativos para los países en desarrollo, ya que coincidió con la creciente demanda de reservas internacionales de estos países.

⁵ Véase por ejemplo Stiglitz (2010) y D'Arista (1999), así como la interesante propuesta realizada en los años sesenta para configurar un sistema de reservas basado en materias primas, que presenta características anticíclicas de especial interés (Hart, Kaldor y Timbergen, 1964).

Debe resaltarse que cualquier intento de reforma monetaria internacional debe ser un incremento considerable en el tamaño del FMI, que se ha quedado significativamente rezagado con respecto al tamaño de la economía mundial desde la revisión de cuotas de 1998 y desde los años setenta con respecto a la magnitud de los flujos de capitales a nivel mundial (FMI, 2009b). Obviamente, la forma como el Fondo obtiene sus recursos es esencial. Las asignaciones de DEG y los incrementos en las cuotas son mecanismos mucho mejores que los “acuerdos de préstamo” en sus diferentes modalidades –la principal opción elegida por el G-20 en abril de 2009, al igual que en el pasado, para acrecentar los recursos disponibles para el Fondo durante las crisis.⁶

La creación de un sistema basado en mayor proporción en los DEG contribuiría en gran medida a resolver tanto el dilema de Triffin como los efectos distributivos provocados por el uso de la moneda norteamericana como principal activo de reserva. En los últimos años, las propuestas para incrementar las emisiones de DEG han seguido dos modelos distintos. El primero consiste en llevar a cabo las emisiones de DEG en forma anticíclica, concentrándolas básicamente en períodos de crisis y posiblemente destruyéndolos una vez se normalizaran las condiciones financieras (Naciones Unidas, 1999; Camdessus, 2000; Ocampo, 2002). Esto crearía un elemento anticíclico en el manejo de la liquidez internacional. El segundo modelo propone colocaciones regulares de DEG equivalentes a la demanda adicional de reservas a nivel mundial que, es de al menos 100.00 a 150.000 miles de millones de dólares anuales, aún si hacemos abstracción del excepcional período reciente de acumulación de reservas, pero debe alcanzar al menos el doble de dicho monto. Esta es también la magnitud de DEG que debe emitirse a largo plazo con propósitos anticíclicos. Una alternativa que combina estas dos opciones sería hacer emisiones regulares, pero mantenerlas latentes y hacerlas efectivas solamente bajo condiciones preestablecidas.

Un problema fundamental que afronta esta reforma es que las cuotas actuales del FMI, que son también la base de la emisión de DEG, no reflejan las realidades de la economía mundial de hoy. Aparte de los temas que han sido objeto de discusión en los debates recientes sobre las cuotas del Fondo, que han supuesto mejoras marginales, la cuestión más importante es la enorme disparidad entre la demanda de reservas de las economías en desarrollo frente a la de las industrializadas, que está en el centro de las inequidades del sistema mundial de reservas y en el vínculo desigualdad-inestabilidad expuesto más arriba. El problema sólo puede ser corregido con una reforma o una combinación de cuatro tipos de reformas (ya que no son mutuamente excluyentes).

La primera sería incluir como criterio fundamental en las asignaciones de DEG la demanda de reservas internacionales, lo cual implicaría en la práctica concentrar gran parte de las emisiones en los países en desarrollo.

La segunda consiste en vincular las emisiones anticíclicas de DEG con la financiación del FMI durante las crisis para mejorar, de este modo, la provisión de un “seguro colectivo” contra las crisis de balanza de pagos. Una alternativa para hacerlo podría ser que los DEG que no han sido usados por los países sean considerados como depósitos en (o préstamos a) el FMI que pueden ser empleados por la institución para prestar a aquellos países que demandan

⁶ Sobre las deficiencias de los acuerdos de préstamo, véase Kenen (2001).

los recursos.⁷ Por supuesto, para esta tarea resulta esencial mejorar las líneas de crédito del Fondo y su condicionalidad, para así superar el estigma asociado con los préstamos procedentes de esta institución. Una alternativa que podría considerarse es adoptar al menos parte del plan original de Keynes: crear una línea de sobregiro que pueda ser usada *incondicionalmente* por *todos* los miembros del FMI por una cuantía y período preestablecidos. Otra posibilidad, quizás con mayor factibilidad política, sería otorgar crédito incondicional del FMI a países que sufren de shocks que tienen un origen claramente externos, ya sea en la cuenta de capital o en la cuenta corriente. La línea de crédito compensatorio, que fue abolida en marzo de 2009, funcionó cuando fue efectiva con reglas de condicionalidad leves.

La tercera propuesta sería crear un “vínculo de desarrollo” explícito en las colocaciones de DEG (que puede ser alternativo o complementario al que surgiría de la primera propuesta). Una de las propuestas en tal sentido es la de usar la colocación de DEG que corresponden a los países industrializados para financiar la asistencia oficial para el desarrollo y la provisión de bienes públicos globales (Stiglitz, 2006: Cap. 9). Esta propuesta tiene muchas virtudes, pero plantea el problema de que tales transferencias son de naturaleza fiscal, y puede por ello requerir la aprobación, en cada caso, de los respectivos parlamentos nacionales. Una alternativa consistiría en un esquema similar al propuesto por el Grupo de Expertos reunidos por la UNCTAD en los años sesenta (UNCTAD, 1965): permitir que el FMI compre bonos de bancos multilaterales de desarrollo, que financiarían entonces las demandas de recursos de largo plazo de los países en desarrollo.

La cuarta propuesta sería fomentar la creación de fondos u otros acuerdos *regionales* de reservas entre países en desarrollo —tales como el Fondo Latinoamericano de Reservas y el Acuerdo Chiang Mai mencionados anteriormente—, que proporcionen una forma complementaria de seguro colectivo. Un incentivo muy importante para la formación de dichos acuerdos regionales sería una provisión según la cual las asignaciones de DEG fuesen proporcionales no sólo a las cuotas del FMI sino también a las reservas que los países en desarrollo hubiesen aportado a los fondos regionales de reservas (Naciones Unidas, 1999; Ocampo, 2002).

Por último, existen dos reformas complementarias que muchos analistas consideran necesarias para consolidar el papel de los DEG en el sistema monetario internacional. La primera sería permitir el uso de dicha moneda en algunas transacciones con el sector privado (véase, entre muchos otros, Kenen, 1983). Por supuesto, existen diferentes modalidades intermedias: permitir el uso de los DEG sólo para propósitos específicos, por ejemplo para constituir obligaciones regulatorias sobre requisitos de capital o liquidez de las instituciones financieras.

La segunda sería crear la “cuenta de sustitución” que fue sugerida a fines de los años setenta cuando el dólar enfrentó presiones adversas. Esa cuenta permitiría que los países cambiaran sus activos en dólares por activos en DEG emitidos por el FMI, sin presionar al dólar en el mercado. Un sistema de este tipo le daría mayor estabilidad al patrón monetario actual y sería, en cualquier caso, necesario como mecanismo de transición hacia un sistema mundial de reservas basado en DEG. La decisión del FMI de julio de 2009 de permitir la emisión de títulos denominados en DEG para captar recursos de algunas economías emergentes (Brasil,

⁷ Esto supone eliminar la división entre las denominadas Cuenta de Recursos Generales y la de DEG. Véanse Clark y Polak (2004) y Cooper (1987: Cap. 12).

China y Rusia) puede ser considerada como un paso en esa dirección. El problema fundamental, como se señaló en los debates de los años setenta, es cómo distribuir las pérdidas en que podría incurrir el FMI con un mecanismo de este tipo. Sin embargo, estos costos no son necesariamente muy elevados. Cálculos retrospectivos realizados por Kenen (2009), suponiendo que este mecanismo hubiese funcionado durante el período 1995-2008, indican que las pérdidas hubiesen sido mínimas.

El contexto actual podría constituir un buen momento para introducir estas reformas. En primer término, los riesgos inflacionarios asociados con las emisiones de DEG son bajos y, por el contrario, dichas emisiones podrían reducir el sesgo recesivo que enfrenta la economía mundial por el temor a incurrir en déficits que surge al analizar la tendencia de los desequilibrios mundiales de pagos. En segundo lugar, Estados Unidos se ha embarcado en un gigantesco déficit fiscal y una estrategia monetaria agresiva. Esto tiene implicaciones potenciales para la estabilidad del actual sistema de reservas, tal como lo han señalado algunos países, en particular China (Zhou, 2009). En realidad, en las circunstancias actuales, el país norteamericano podría encontrar que su papel en el centro del sistema monetario global es bastante incómodo, ya que podría obstaculizar su libertad en materia de política económica.

En cualquier caso, el abandonar el dólar como principal moneda mundial de *reserva* es consistente con mantener todavía su rol como el principal *medio de pago* internacional, a menos que los DEG sean usados en las transacciones financieras más amplias. El uso del dólar como medio de pago incrementa las demandas de servicios del sistema financiero estadounidense y tiene otras implicaciones para ese país que han sido exploradas por otros autores (véase, por ejemplo, Cooper, 1987: Cap. 7). Queda por ver, claro está, si la crisis financiera en curso tendrá efectos permanentes sobre el papel de Estados Unidos como el principal banquero mundial.

4. A manera de conclusión: una mirada de conjunto a la reforma de la arquitectura financiera internacional.

La crisis asiática de 1997 y su difusión a Rusia y a América Latina dieron origen a un gran interés por la reforma de la arquitectura financiera internacional. Una década más tarde y ante lo que fue la antesala de una nueva crisis financiera, que tuvo como epicentro la principal economía del mundo, los avances eran claramente decepcionantes. En efecto, los desequilibrios económicos mundiales eran quizás los más acentuados desde la segunda guerra mundial, el déficit regulatorio en los mercados financieros más desarrollados era masivo y el FMI se encontraba, como institución, en la peor crisis de su historia.

Un elemento positivo del período 1997-2007 fue la definición de un marco consensuado sobre reforma financiera internacional y desarrollo, el Consenso de Monterrey, adoptado en 2002. La conferencia de seguimiento de la agenda de Monterrey, que se llevó a cabo en Doha (Qatar) a fines de noviembre de 2008, y la Cumbre sobre la crisis financiera y económica global y su impacto sobre el desarrollo que convocó y se realizó en las Naciones Unidas en junio de 2009, constituyeron oportunidades importantes para mirar de nuevo, en las Naciones Unidas, los problemas de cooperación financiera internacional. La conferencia de Doha fue precedida no sólo por el estallido de la crisis financiera global, sino también por la creación del G-20 a nivel de líderes, que comenzó a adoptar iniciativas de cooperación en diversos campos.

Los principales avances a lo largo de la década 1997-2007 se centraron en fortalecer los esquemas macroeconómicos y de regulación financiera de los países en desarrollo y en crear o profundizar los mercados locales de bonos en dichos países. A su vez, estos países respondieron a la ausencia de un buen mecanismo de seguro colectivo mundial contra las crisis financieras y de balanza de pagos con un auto-aseguramiento masivo, mediante una acumulación de reservas internacionales sin precedentes. A ello se agrega, en Asia Oriental, la Iniciativa de Chiang Mai, que creó un mecanismo regional de apoyo a los países durante las crisis. A nivel internacional, se mejoraron algunas líneas de financiamiento del FMI y se llevó a cabo un debate fallido sobre la introducción de un mecanismo multilateral para solucionar las crisis de sobreendeudamiento soberano.

Los esfuerzos que realizaron los propios países en desarrollo son, por lo tanto, las principales luces en el panorama de reforma financiera internacional en el período 1997-2007. Su principal paradoja fue, por lo tanto, que descansó más sobre las reformas *nacionales* que habían realizado los países en desarrollo más que sobre una verdadera reforma de la arquitectura financiera *internacional*. Dichos esfuerzos sirvieron durante la crisis global de 2007-2008 en ayudar a amortiguar en algo su impacto sobre los países en desarrollo.

Como resultado de la crisis financiera global que se desató en septiembre de 2008, ha habido también algunos avances importantes. Entre ellos se cuentan la renovada emisión de DEG y la creación de nuevas facilidades del FMI, así como ampliación de las existentes para los países pobres, y las propuestas en discusión para la introducción de un impuesto internacional a las

grandes transacciones en divisas. A ellas se agregan los grandes debates y compromisos de hacer reformas regulatorias financieras importantes en los principales países industrializados. Sin embargo, estas últimas sólo se han materializado muy parcialmente, principalmente por la oposición de los intereses del sector financiero.

Un elemento importante que también se desencadenó a partir de la crisis asiática fue la necesidad de una estructura de gobernabilidad mundial donde los países en desarrollo tuviesen “voz y representación” adecuados en las decisiones económicas mundiales, para utilizar la terminología de Consenso de Monterrey. Esta representación era en el período 1997-2006 en algunos casos inadecuada (FMI y Banco Mundial) y en otros parcial (el Banco de Pagos Internacionales) o inexistente (el Comité de Basilea y Foro de Estabilidad Financiera). Esto haría, además, parte, de un proceso de mayor alcance orientado a que dicha estructura reflejase la de la economía mundial de hoy y no la de las postrimerías de la segunda guerra mundial, cuando fueron creados los organismos de Bretton Woods. Un elemento adicional es el veto que los Estados Unidos han tenido sobre las principales decisiones del FMI, fuera de una influencia informal excesiva, que se hizo particularmente evidente durante la crisis asiática.

El FMI dio en 2006 algunos pasos en materia de “voz y representación” de los países en desarrollo, aunque relativamente tímidos. La discusión en el Banco Mundial se inició posteriormente y no ha concluido. Vale la pena resaltar que, en ambos organismos, los cambios que ha experimentado la economía mundial exigen otorgar un mayor peso a las economías asiáticas en desarrollo a costa fundamentalmente de los países europeos. Ello podría lograrse, incluso en una manera consistente con mantener o aumentar la influencia europea en dichos organismos, si se crea una silla que represente a la Unión Europea y no a países individuales. Cabe anotar también que las propuestas de reforma han señalado la necesidad de aumentar la voz de los países más pobres en los organismos internacionales. Sin embargo, dada la pérdida de participación de estos países en la economía mundial, la única solución en este caso es aumentar los votos básicos de los países pobres en dichos organismos. Esa modalidad se adoptó en las reformas del FMI, de 2006.

Los cambios más importantes en materia de gobernabilidad generados por la crisis financiera internacional fue, como ya se señaló, la creación del G-20 a nivel de líderes. Este organismo había venido funcionando desde su creación luego de la crisis asiática como un foro de Ministros de Hacienda de relativo escaso impacto. Una de las decisiones del G-20 fue, además, dar acceso a todos sus miembros a los organismos regulatorios en materia financiera, en especial a quien se le otorgó la tarea de coordinar las tareas de reforma financiera a nivel mundial, la redefinida Junta (antes Foro) de Estabilidad Financiera. Estas reformas ampliaron, por lo tanto, la representación de los países en desarrollo en estos órganos. Aunque esto representa un avance, plantea también grandes interrogantes, dada la forma *ad hoc* como se definió la membresía de dichos organismos, que implicó la exclusión de los países pequeños y medianos, tanto desarrollados como en desarrollo, e incluso la exclusión de algunos países grandes (Nigeria es el caso más destacado). En este sentido, la creación del G-20 a nivel de líderes debería visualizarse meramente como una transición a un mecanismo más representativo y, por ello, legítimo.

Bibliografía

- Atkinson, Anthony, ed. (2005): *New Sources of Development Finance*, Nueva York: Oxford University Press.
- Brunnermeier, Markus, Andrew Crocket, Charles Goodhart, Aninash Persaud y Hyun Shin (2009): *The Fundamental principles of Financial Regulation*. Ginebra,: International Center for Monetary and Banking Studies and Centre for Economic Policy Research, enero
- Camdessus, Michel (2000): “An Agenda for the IMF at the Start of the 21st Century”, Remarks at the Council on Foreign Relations, Nueva York, febrero.
- Clark, Peter B. y Jacques J. Polak (2004): “International Liquidity and the Role of the SDR in the International Monetary System”, *IMF Staff Papers*, Vol. 51, No. 1.
- Comisión Warwick (2009): *International Financial Reform*, noviembre, warwick.ac.uk/research/warwickcommission/
- Comité de Basilea (2009a): *Enhancements to the Basel II Framework*”, Julio. . www.bis.org
- _____ (2009b): Strengthening the Resilience of the Banking Sector, Documento de consulta, diciembre, www.bis.org
- Cooper, Richard (1987): *The International Monetary System: Essays in World Economics*, Cambridge, Mass.: MIT Press.
- D’Arista Jane (1999): “Reforming the Privatized International Monetary and Financial Architecture”, *Financial Markets and Society*, noviembre.
- _____ y Griffith-Jones Stephany (2010): “Agenda and Criteria for Financial Regulatory Reform”, en Griffith-Jones et al., eds., (2010).
- FMI (Fondo Monetario Internacional) (2009a), *World Economic Outlook*, octubre.
- _____ (2009b): “Review of the Adequacy of and Options for Supplementing Fund Resources”, enero.
- _____ (2009c): “Committee on IMF Global Governance reform: Final Report”. Washington D.C., marzo.
- _____ (2009d), “IMF Reforms Financial Facilities for Low-Income Countries”, Washington, D.C., julio, <http://www.imf.org/external/np/sec/pn/2009/pn0994.htm>
- _____ (2009e), *Creating Policy Space—Responsive Design and Streamlined Conditionality in Recent Low-Income Country Programs*, Washington, D.C., septiembre, <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2009/091009A.pdf>
- _____ (2009f), “Concessionality and the Design of Debt Limits in IMF-Supported Programs in Low-Income Countries”, Washington, D.C., diciembre, <http://www.imf.org/external/np/pdr/conc/>
- Goodhart, Charles (2002): “Basel and pro-cyclicality”, en Andrew Hilton (ed.), *Bumps on the road to Basel*, Londres: Centre for the Study of Financial Innovation.
- _____ (2010): “How If At All Should Credit Rating Agencies Be Regulated?”, en Stephany Griffith-Jones, José Antonio Ocampo y Joseph Stiglitz (eds.), *Time for a Visible Hand: Lessons from the 2008 World Financial Crisis*, Nueva York: Oxford University Press.
- Griffith-Jones, Stephany, Miguel Segoviano y Stephen Spratt (2002): “Basel II and Developing Countries: Diversification and Portfolio Effects”, Capital Market Liberalization Program, Initiative for Policy Dialogue, Columbia University, diciembre.
- _____ y Avinash Persaud (2008): “The Pro-cyclical Impact of Basel II on Emerging Markets and its Political Economy”, en José Antonio Ocampo y Joseph Stiglitz (eds.), *Capital Market Liberalization and Development*, Nueva York: Oxford University Press.
- _____ y José Antonio Ocampo (2009): “Building on the Counter-Cyclical Consensus: A Policy Agenda”, High-level Roundtable in Brussels “Towards Basel III? Regulating the Banking Sector After the Crisis”, octubre. www.policydialogue.org, Financial Task Force

- _____ y Kevin Young (2009): “Reforming Governance of International Financial Regulation – Policy Brief”, IPD Policy Brief, www.policydialogue.org
- _____, José Antonio Ocampo y Joseph Stiglitz, eds. (2010): *Time for a Visible Hand; Policy Lessons from the 2007 Crisis*, Nueva York: Oxford University Press.
- Hart, A. G., Nicholas Kaldor y Jan Tinbergen (1964): “The Case for an International Commodity Reserve Currency”, Ginebra: UNCTAD. Reproducido en Nicholas Kaldor *Essays on Economic Policy II*, Nueva York: Holmes and Meier, 1980, Capítulo 18.
- Helleiner, Eric y Pagliari, Stefano (2009): “Crisis and Reform of the Financial Regulatory System”, en Eric Helleiner, Stephano Pagliari y Hubert Zimmerman, *Global Finance in Crisis. The Politics of International Regulatory Change*, Londres: Routledge.
- Herman, Barry, José Antonio Ocampo y Shari Spiegel, eds. (2010): *Overcoming Developing Country Debt Crises*, Nueva York: Oxford University Press.
- Kenen, Peter B. (1983): “Use of SDR to Supplement or Substitute for Other Means of Finance“, en George M. von Furstenberg (ed.), *International Money and Credit: The Policy Roles*, Washington D.C.: FMI, Capítulo 7.
- _____ (2001): *The International Financial Architecture: What’s New? What’s Missing?*, Washington D.C.: Institute for International Economics, noviembre. (OK)
- _____ (2009): “Revisiting the Substitution Account”, Initiative for Policy Dialogue, Documento presentado en el taller “Towards a World Reserve System”, Initiative for Policy Dialogue, Universidad de Columbia, noviembre, <http://www0.gsb.columbia.edu/ipd/programs/item.cfm?prid=133&iyid=5&itid=1927&list=papers>
- Keynes, John M. (1936): *The General Theory of Employment, Interest and Money*, London: Macmillan.
- _____ (1942-1943): “The Keynes Plan,” reproducido en J. Keith Horsefield (editor), *The International Monetary Fund 1945-1965: Twenty Years of International Monetary Cooperation* Vol. III: Documents, Washington, D.C.: FMI, 1969, pp. 3-36.
- Landau, Jean Paul (2004): *Report to Mr Chirac, President of the Republic of France, Working group on New International Financial Contributions*, Paris.
- Naciones Unidas (1999): *Towards a New International Financial Architecture: Report of the Task Force of the Executive Committee on Economic and Social Affairs of the United Nations*, <http://www.un.org/esa/coordination/ecesa/ecesa-1.pdf>.
- _____ (2009): *Report of the Commission of Experts of the UN General Assembly on Reforms of the International Monetary and Financial System* [UN Stiglitz Commission], Nueva York, septiembre.
- _____ (2010): *World Economic and Social Prospects*, Nueva York, enero.
- Nissanke, Machiko (2005) “Revenue Potential of the currency transactions tax for development finance” en Atkinson, ed. (2005).
- Ocampo, Jose Antonio (2002): “Recasting the International Financial Agenda”, en John Eatwell and Lance Taylor (eds.), *International Capital Markets: Systems in Transition*, Nueva York: Oxford University Press, pp. 41-73.
- _____ (2003): “Capital Account and Counter-Cyclical Prudential Regulation in Developing Countries”, en Ricardo Ffrench-Davis y Stephany Griffith-Jones (eds). *From Capital Surges to Drought: Seeking Stability for Emerging Markets*, Londres: Palgrave Macmillan, pp. 217-244.
- Ocampo, Jose Antonio (2006): “Regional financial cooperation: Experiences and challenges”, en José Antonio Ocampo (ed.). *Regional Financial Cooperation*, Washington D.C.: Brookings Institution y CEPAL, capítulo 1.
- _____ (2009), “Los derechos especiales de giro y el sistema mundial de reservas”, en José Antonio Alonso, Santiago Fernández de Lis y Federico Steinberg (coords), *La reforma de la arquitectura financiera internacional*, Madrid: Real Instituto Elcano y otros, Capítulo IV.

- _____ y Camilo E. Tovar (2008): “External and Domestic Financing in Latin America: Developments, Sustainability and Financial Stability Implications”, Taller de las Naciones Unidas: “Debt Finance and Emerging Issues in Financial Integration”, Nueva York, abril.
- Pigou, Arthur C. (1920): *The economics of welfare*, Londres: Macmillan.
- Reddy, Y.V. (2010): “Regulation of Financial Sector in Developing Countries: Lessons from the 2008 Financial Crisis”, en Stephany Griffith-Jones, José Antonio Ocampo y Joseph Stiglitz (eds.), *Time for a Visible Hand: Lessons from the 2008 World Financial Crisis*, Nueva York: Oxford University Press.
- Rodrik, Dani (2006): “The Social Costs of Foreign Exchange Reserves”. *International Economic Journal*, Vol. 20, No. 3, septiembre.
- Rustomjee, Cyrus (2004): “Why Developing Countries Need a Stronger Voice”, in *Finance and Development*, septiembre.
- Saurina, Jesús (2009): “Dynamic Provisioning, The Experience of Spain”, Banco Mundial, Financial and Private Sector Development Vice-presidency, Policy Note No. 7, julio.
- Schmidt, Rodney (2008): *The Currency Transactions Tax: Rate and Revenue estimates*, United Nations University, War on Want and North South Institute. United Nations University Press, Japan.
- Shi, Kang y Juanyi Xu (2009): “Entry cost , the Tobin tax, and noise trading in the foreign exchange market”, *Canadian Journal of Economics*, Vol. 42, No. 4.
- Spratt Stephen (2006), “A Sterling Solution: A Report for Stamp Out Poverty”, Londres, septiembre, www.stampoutpoverty.org.
- Stiglitz, Joseph (2006): *Making Globalization Work*. Nueva York: W.W. Norton.
- _____ (2010): “Watchdogs need not bark together”, *Financial Times*, febrero 10.
- Tobin, James (1996): “Prologue”, in Ul Haq, Kaul and Grunberg (eds), *The Tobin Tax: Coping with Financial Volatility*, Nueva York: Oxford University Press.
- Triffin, Robert (1961): *Gold and the Dollar Crisis* (edición revisada), New Haven: Yale University Press.
- _____ (1968): *Our International Monetary System: Yesterday, Today and Tomorrow*, Nueva York: Random House
- UNCTAD (1965): *International Monetary Issues and the Developing Countries: Report of the Group of Experts*, Nueva York: Naciones Unidas.
- Williamson, John (2009), “Understanding Special Drawing Rights”, *Policy Brief*, Peterson Institute for International Economics, Washington, DC., junio.
- Woods, Ngaire y Domenico Lombardi (2006): “Uneven patterns of Governance: How developing countries are represented in the IMF?”, *International Political Economy*, agosto.
- Zhou Xiaochuan (2009): “Reform the international monetary system”, Banco del Pueblo Chino, Beijing. <http://www.pbc.gov.cn/english/detail.asp?col=6500&ID=178>