

MACROECONOMÍA DEL DESARROLLO

La arquitectura financiera mundial y regional a la luz de la crisis

José Antonio Ocampo

MACROECONOMÍA
DEL DESARROLLO



NACIONES UNIDAS

CEPAL

MACROECONOMÍA DEL DESARROLLO

La arquitectura financiera mundial y regional a la luz de la crisis

José Antonio Ocampo



NACIONES UNIDAS



Este documento fue preparado por José Antonio Ocampo, consultor de la División de Desarrollo Económico de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).

Las opiniones expresadas en este documento, que no ha sido sometido a revisión editorial, son de exclusiva responsabilidad del autor y pueden no coincidir con las de la organización.

Publicación de las Naciones Unidas

ISSN 1680-8843

LC/L.3584

Copyright © Naciones Unidas, marzo de 2013. Todos los derechos reservados

Impreso en Naciones Unidas, Santiago de Chile

Los Estados miembros y sus instituciones gubernamentales pueden reproducir esta obra sin autorización previa. Solo se les solicita que mencionen la fuente e informen a las Naciones Unidas de tal reproducción.

Índice

Introducción	5
I. El papel de las instituciones regionales en la arquitectura financiera internacional	7
II. Iniciativas de alcance mundial	11
A. Regulación financiera y a los flujos de capital	12
B. Financiamiento anticíclico.....	15
C. Cooperación macroeconómica y reforma monetaria internacional	19
III. La arquitectura financiera regional de América Latina y el Caribe	27
A. Los bancos de desarrollo	28
B. El financiamiento de balanza de pagos.....	32
C. Los acuerdos de pagos.....	35
D. La cooperación financiera regional y la crisis en curso.....	38
Bibliografía	41
Serie Macroeconomía del desarrollo: números publicados	45

Índice de cuadros

CUADRO 1	COMPROMISOS Y DESEMBOLSOS DE LOS BANCO MULTILATERALES DE DESARROLLO, 2007-2011	18
CUADRO 2	ASIGNACIONES DE DERECHOS ESPECIALES DE GIRO POR NIVEL DE DESARROLLO DE LOS PAÍSES	23
CUADRO 3	CONTRIBUCIÓN DE LOS BANCOS SUBREGIONALES AL FINANCIAMIENTO DE SU RESPECTIVA SUBREGIÓN, 2000-2009	29
CUADRO 4	CRÉDITOS OTORGADOS POR LOS BANCOS MULTILATERALES DE DESARROLLO A AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE	30
CUADRO 5	FLAR VS IMF: CRÉDITOS A LOS PAÍSES MIEMBROS, 1978-2011	34
CUADRO 6	PRÉSTAMOS DEL FLAR Y EL FMI A PAÍSES MIEMBROS DEL FLAR.....	35
CUADRO 7	ACUERDO DE PAGOS Y CRÉDITOS RECÍPROCOS DE LA ALADÍA.....	38

Índice de gráficos

GRÁFICO 1	USO DE RECURSOS DEL FMI	16
GRÁFICO 2	DESEQUILIBRIOS ECONÓMICOS MUNDIALES.....	20
GRÁFICO 3	CUENTA CORRIENTE Y TASAS DE CAMBIO REAL DE LOS ESTADOS UNIDOS.....	21
GRÁFICO 4	RESERVAS INTERNACIONALES SEGÚN NIVEL DE DESARROLLO DE LOS PAÍSES.....	23
GRÁFICO 5	PARTICIPACIÓN DE LOS BANCOS MULTILATERALES DE DESARROLLO AL FINANCIAMIENTO DE AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE	29
GRÁFICO 6	CRÉDITOS DEL FLAR	33
GRÁFICO 7	ACUERDO DE PAGOS Y CRÉDITOS RECÍPROCOS DE LA ALADÍA.....	37

Introducción

La reciente crisis financiera puso de nuevo en el centro del debate mundial la necesidad de contar con una arquitectura financiera internacional adecuada para el mundo de hoy. Este debate abarca tanto al sistema monetario internacional como la regulación financiera y la banca multilateral de desarrollo. En el primer caso, su principal expresión a nivel mundial ha sido la revitalización del Fondo Monetario Internacional (FMI), que ha incluido un aumento sustancial de sus recursos, un cambio significativo en sus facilidades crediticias y la mayor emisión de Derechos Especiales de Giro (DEGs) de la historia. Ha habido también un esfuerzo por coordinar mejor las políticas económicas de las principales economías a través del Grupo de los 20 (G-20) con el propósito de reactivar la actividad económica y corregir los desbalances de pagos mundiales. Se han hecho también llamados para diseñar un nuevo sistema monetario internacional que elimine gradualmente el papel que juega el dólar en el centro del sistema, pero en este campo las acciones han sido muy limitadas. En materia regulatoria, el G-20 creó la Junta de Estabilidad Financiera y se han expedido distintas normas regulatorias de alcance nacional, regional o mundial, y se ha revitalizado el debate sobre la regulación de los flujos de capital a nivel mundial. En el frente de la banca de desarrollo, se capitalizaron los principales bancos multilaterales y se ha reconocido explícitamente el papel que juegan como instrumento anticíclico para hacer frente a la interrupción de los flujos privados de capital.

Estas acciones han tenido dos diferencias esenciales en relación con las que se adoptaron durante las crisis previas, que se habían centrado en las economías emergentes y en desarrollo –la crisis de la deuda de los años 1980, cuyo epicentro fue América Latina, y la sucesión de crisis en las economías emergentes que se inició en Asia Oriental en 1997. La primera ha sido el mayor nivel de acción, que en este sentido ha tenido mayor similitud con los esfuerzos que se realizaron a fines de la década de 1960 y comienzos de la de 1970, cuando se crearon los DEGs, se abandonó el patrón de cambio dólar-oro y se sustituyó por un sistema de cambios flotantes entre las principales monedas, y se crearon nuevas líneas de crédito del FMI. Como se aprecia, el grueso de dichas reformas se orientaron a reformar el sistema monetario internacional, aunque como parte de una reforma inconclusa (Williamson, 1977). Aunque las iniciativas han sido diferentes, y en cierto sentido más amplias en esta ocasión, han excluido al menos un tema esencial que se discutió durante la crisis de las economías emergentes de fines del siglo XX: la necesidad de contar con un mecanismo multilateral para manejar los problemas de sobreendeudamiento de los países; cabe agregar que en este campo la única acción adoptada entonces fue la de ampliar el alcance de las soluciones de mercado a través de la generalización de las llamadas cláusulas de acción colectiva.

La segunda diferencia esencial en relación con las crisis del pasado ha sido el reconocimiento explícito del papel de las instituciones regionales en esta tarea, un reconocimiento que se había negado explícitamente durante la crisis de las economías emergentes de fines del siglo XX, cuando la iniciativa japonesa de crear un Fondo Monetario Asiático se enfrentó a la oposición frontal de los Estados Unidos y del entonces Director Gerente del FMI, Michel Camdessus.

Este ensayo revisa esta experiencia a nivel mundial y sus ecos en nuestra región. La primera analiza brevemente el papel de las instituciones regionales en la arquitectura financiera internacional. La segunda revisa los cambios que han acontecido a nivel mundial. La tercera reseña la evolución de la arquitectura financiera regional con la que cuenta América Latina y el Caribe y analiza la posibilidad de utilizarla y fortalecerla para enfrentar la crisis en curso.

I. El papel de las instituciones regionales en la arquitectura financiera internacional

El argumento básico en favor de la cooperación financiera regional es el reconocimiento de que el proceso de globalización que ha vivido el mundo en las últimas décadas es también un proceso de regionalismo abierto¹. Esta tendencia tiene su expresión principal en el área de comercio, donde incluye los profundos procesos de integración comercial europea y el Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN, o NAFTA de acuerdo con sus siglas en inglés), así como el sesgo regional que tiene la proliferación de tratados de libre comercio en el mundo entero. En el mundo en desarrollo, incluyen procesos de integración comercial de distinta naturaleza, entre los que se destacan los de Asia Oriental, que están dominados por las redes comerciales y de inversión que se han conformado a lo largo de medio siglo (es decir, por procesos de mercado, aunque han sido apoyadas más recientemente por tratados de libre comercio de distinto alcance), así como los procesos de integración latinoamericanos y caribeños, que han sido liderados por acuerdos explícitos de integración desde los años sesenta del siglo XX.

Estos procesos comerciales no han tenido reflejos del mismo alcance en materia de instituciones financieras regionales. Estas instituciones no han recibido, además, una atención adecuada en la literatura económica, con la

¹ CEPAL fue una de las primeras instituciones en resaltar este componente regional del proceso de globalización y proponer procesos de integración apropiados para hacerle frente. Véase CEPAL (1994).

excepción notable de la integración monetaria europea². La institucionalidad financiera regional puede verse, por una parte, como un correlato de la comercial. Incluye la creación de mecanismos de pagos que faciliten el comercio intrarregional, apoyen a los países que enfrenten desequilibrios de balanza de pagos, y financien a los países o regiones atrasadas y la construcción de infraestructura regional y, más en general, la provisión de “bienes públicos regionales”. Esa institucionalidad puede verse, en forma ideal, como complemento de la institucionalidad financiera mundial dentro de una estructura de cooperación financiera de varios niveles que responda a principios de subsidiariedad. En la práctica, sin embargo, dado el carácter incompleto de la arquitectura financiera mundial existente, puede considerarse también como una contribución a llenar los vacíos de la estructura existente.

Existe, además, una defensa básica de economía política de dichas instituciones: el mayor sentido de pertenencia de las instituciones regionales y subregionales por parte de los países miembros y, especialmente, de los medianos y pequeños, que perciben correctamente que tienen una voz más fuerte en ellas. Ello crea una relación especial entre estas instituciones y los países, que se expresan, en particular, en una sintonía entre las líneas de financiamiento y las demandas de los países y en una fuerte posición de acreedor preferente. Por esta razón y la señalada en el párrafo anterior, una arquitectura financiera mundial basada en una *red* de instituciones mundiales, regionales y subregionales es mucho más balanceada desde el punto de vista de las relaciones de poder que una arquitectura basada en unas pocas instituciones de alcance mundial (Ocampo, 2006b). De esta manera, no solo contribuye a mejorar la estructura de la economía mundial sino también los equilibrios políticos a nivel internacional.

Las instituciones regionales y subregionales también enfrentan, sin embargo, desafíos importantes. Las principales dificultades tienen que ver con la capacidad limitada que tienen los países en desarrollo para construir instituciones viables, así como los problemas especiales de construcción institucional y de distribución equitativa de sus beneficios³. En el primer caso, los países de bajos ingresos pueden tener dificultad para construir instituciones financieras propias, como lo refleja la historia del Banco Africano de Desarrollo, que fracasó inicialmente como instituciones financiera estrictamente africana. Como veremos, en el caso latinoamericano, la dificultad para ejercer una función anticíclica en gran escala es también una restricción que enfrentan los bancos de desarrollo constituidos por países de renta media, cuyo acceso a los mercados privados de capital es procíclico. En términos institucionales, el desafío esencial es construir instituciones técnicas y por lo tanto, sin injerencia política en su operación cotidiana. En relación con la distribución equitativa de los beneficios, casi en razón de la incapacidad de responder a las demandas de los países miembros de mayor tamaño, estas instituciones deben tener objetivos redistributivos de carácter regional o subregional. Sin embargo, deben evitar que ello se refleje en su estructura de gobernabilidad en un poder excesivo de los países de mayor tamaño, ya que ello derrotaría el argumento básico de economía política: que su gran ventaja es la mayor voz que otorgan a los países medianos y pequeños.

El sistema de bancos multilaterales de desarrollo es el mejor ejemplo de una arquitectura basada en una red de instituciones de diferentes niveles, ya que al lado del Banco Mundial existen un grupo de bancos regionales de desarrollo (el Interamericano, el Africano, el Asiático, el Banco Europeo de Inversiones y el Banco Europeo de Reconstrucción y Desarrollo, este último especializado en las economías en transición), diversos bancos subregionales, cuatro de ellos en nuestra región, y un banco interregional (el Banco Islámico de Desarrollo), al cual se podría agregar en el futuro el Banco de los BRICS. La gran ventaja de esta estructura de este tipo es que la capacidad que tienen las distintas instituciones para adaptar sus servicios a las demandas de sus miembros, cuyo resultado es una estructura heterogénea en términos de líneas de crédito y otros mecanismos de apoyo a los países miembros. Casi todas estas instituciones están estructuradas como un modelo dual de miembros prestatarios y no prestatarios, que en la práctica implica que los segundos transfieren recursos o permiten utilizar su garantía para otorgar financiamiento a los primeros. Quizás el mejor ejemplo de un banco que no funciona con este esquema sino como una verdadera cooperativa en que todos los miembros son prestatarios potenciales es el Banco de Desarrollo de América Latina (CAF por sus siglas

² En efecto, los acuerdos financieros regionales no han sido objeto de mucha atención en la literatura económica. Entre la literatura existente, se destacan tres compilaciones: Ocampo (2006a), Volz y Caliarì (2010) y Kawai y Lombardi (2012). Véanse también CEPAL (2001), Mistry (1999) y Ocampo (1999 y 2002).

³ Sobre estas restricciones, véase en particular Culpeper (2006).

legales), que es además el mejor ejemplo de una institución que hizo el tránsito de un banco subregional a un banco de carácter virtualmente regional.

En las áreas de cooperación monetaria y de regulación y supervisión financiera, la arquitectura es mucho más fragmentada. En el primer caso, la estructura está dominada por el FMI. A ello se agregan un grupo pequeño de uniones monetarias (la Europea, las dos del África Occidental y Central, la del Caribe Oriental y otras de menor importancia) y un conjunto igualmente pequeño de acuerdos de financiamiento de balanza de pagos, entre los cuales los de más antigua data son el Fondo Latinoamericano (originalmente Andino) de Reservas y el acuerdo de canje (*swaps*) de divisas entre los bancos centrales de la Asociación de Naciones del Sudeste Asiático (ASEAN por sus siglas en inglés)⁴. A ello habría que agregar la Iniciativa de Chiang Mai del ASEAN+3 (China, Japón y República de Corea), creada en 2000 y consolidada con el acuerdo de multilateralización de diciembre de 2009, y los dos fondos europeos creados durante la crisis. Entre los proyectos de crear nuevas uniones monetarias, se destaca la del Consejo de Cooperación del Golfo (Pérsico), que ha sido pospuesta varias veces y posiblemente entrará en funcionamiento solo con una parte de sus miembros⁵.

A estas instituciones cabe agregar algunos mecanismos de pagos y créditos recíprocos de bancos centrales en el marco de algunos acuerdos de integración. Europa había proporcionado en su momento un modelo temprano con la Unión Europea de Pagos, creada poco después de la Segunda Guerra Mundial. Estos mecanismos permiten ahorrar en el uso de divisas en las transacciones comerciales y pueden, por lo tanto, ser particularmente útiles en períodos de escasez de divisas. Entre estos mecanismos sobresale, de hecho, el Convenio de Pagos y Créditos Recíprocos de la Asociación Latinoamericana de Integración (ALADI, anteriormente Asociación Latinoamericana de Libre Comercio, ALALC). Como veremos, los mecanismos centroamericano y caribeño de su género, así como el de apoyo a la balanza de pagos de la primera de estas subregiones, colapsaron, por el contrario, durante la crisis de la deuda de los años 1980.

Una forma de entender los acuerdos monetarios que involucran a países en desarrollo es que dividan las funciones básicas de cooperación en este campo en tres: i) el diálogo en torno a las políticas macroeconómicas y la eventual supervisión y coordinación de dichas políticas; ii) el apoyo al financiamiento de balanza de pagos; y iii) la coordinación y eventual unificación del tipo de cambio (Ocampo, 2006b). Dada la frecuencia y rigor de las perturbaciones provenientes de la cuenta de capitales, generalmente eliminan el tercero de estos objetivos, que ha sido, por el contrario, el central en la historia de la cooperación monetaria europea (Wyplosz, 2006).

Como se señaló en la introducción a este ensayo, una diferencia importante entre la crisis actual y la que tuvo lugar a fines del siglo XX fue el fortalecimiento de algunas instituciones regionales. Estas acciones han sido particularmente notorias en la región que se transformó en el epicentro de la crisis a partir de 2010: la Unión Europea y, en particular, el área euro. Incluyeron el fortalecimiento de los esquemas comunitarios de regulación y supervisión financiera, la aprobación de normas más estrictas en materia de desequilibrios fiscales, la creación de fondos de estabilidad (uno temporal y otro permanente, que funcionarán paralelamente por algún tiempo) y las intervenciones del Banco Central Europeo para otorgar liquidez a los bancos comerciales y, en forma más esporádica, evitar el desorden en los mercados de deuda pública⁶. En relación con las economías emergentes y en desarrollo⁷, las principales acciones a nivel regional han sido la capitalización de los bancos regionales de desarrollo y la multilateralización de la Iniciativa de Chiang Mai en Asia Oriental, que había sido creada como producto de la crisis de fines del siglo XX y, en cierto sentido, como sustituto del fallido Fondo Monetario Asiático. A ello se han agregado algunas iniciativas en materia de pagos en América Latina.

⁴ A ellos podría quizá agregarse el Fondo Monetario Árabe, que sin embargo antes de la crisis financiaba esencialmente comercio por lo cual pertenece más a la familia de bancos de desarrollo que de acuerdos monetarios.

⁵ También ha habido una iniciativa en tal sentido de CARICOM, que ha sido en la práctica abandonada.

⁶ La literatura sobre este tema es amplia. Véanse, entre muchos otros, Wyplosz (2012).

⁷ Ver Gabel (2012) para una revisión detallada de las iniciativas que se han tomado en el mundo en desarrollo.

II. Iniciativas de alcance mundial

Las iniciativas con impacto mundial han sido de tres tipos. Las primeras han sido aquellas orientadas a mejorar la regulación y supervisión financiera, a las que se puede agregar el debate algo inconcluso sobre el papel de las regulaciones a los flujos de capital. Las segundas, y tal vez las de mayor alcance, se relacionan con la ampliación del financiamiento anticíclico, tanto a través del FMI como de los bancos multilaterales de desarrollo y de algunos esquemas regionales. Las terceras son las más limitadas acciones de coordinación de las políticas macroeconómicas que han tenido lugar en el marco del G-20 y de los muy insuficientes acciones en materia de reforma monetaria internacional, donde la acción más importante ha sido la mayor emisión de DEGs de la historia.

Una de las grandes paradojas de la globalización en curso es la coexistencia de procesos económicos de que tienen alcance mundial con políticas económicas que en muchos terrenos siguen siendo esencialmente nacionales o, en el mejor de los casos, regionales. Esta paradoja ha subsistido y ha generado tensiones que han sido evidentes. Además, todas estas acciones han involucrado cambios en las estructuras de gobernabilidad mundial, tanto el surgimiento por un mecanismo *ad hoc* de cooperación (el G-20 a nivel de líderes), como por las reformas en los organismos de Bretton Woods orientadas a reconocer el peso que tienen hoy algunas economías emergentes dinámicas. Sin embargo, estos cambios institucionales no serán objeto de atención en este ensayo.

A. Regulación financiera y a los flujos de capital

La gravedad de la crisis financiera mundial reciente hizo evidente la magnitud del déficit de regulación y supervisión prudencial de los países desarrollados y, especialmente en los Estados Unidos y Europa Occidental (razón por la cual algunos analistas prefieren caracterizarla como la crisis financiera del Atlántico Norte; véase al respecto Mohan, 2012). Por el contrario, el problema fue mucho menos agudo en las economías emergentes, que habían ya fortalecido sus marcos de regulación y supervisión prudencial como resultado de sus propias crisis financieras del pasado.

Los problemas tenían distinto origen⁸. Por una parte, aunque el sistema bancario estaba bastante regulado, muchos analistas consideraban que los requisitos de capital (incluyendo los mecanismos para evaluar los riesgos⁹ y las ponderaciones por tal factor con base en las cuales se calcula el capital requerido), provisiones y/o liquidez eran insuficientes. Además, las operaciones por fuera de balance escapaban la regulación y fueron uno de los mecanismos a través de los cuales la crisis en los mercados de bonos hipotecarios y otros activos titularizados se extendió a los bancos. Igual acontecía con los riesgos asociados a los préstamos contingentes que otorgaban los bancos a otros agentes del mercado. En el caso europeo, la acumulación de deuda soberana en manos de los bancos, con una clara segmentación del mercado (ya que los bancos de un país tienden a acumular en mayor proporción bonos de deuda pública del mismo país) generó una interacción circular entre el riesgo bancario y el riesgo soberano, que explotó en la periferia europea a partir de 2010¹⁰. A todo ello se agregó la inadecuada aplicación de las regulaciones existentes debido a deficiencias en los sistemas de supervisión prudencial e incluso la creencia de las que las entidades financieras era mucho más capaces de evaluar sus riesgos que sus supervisores.

A los problemas propios de los agentes bancarios se agregó el hecho de importantes actividades financieras, en particular las operaciones en derivados, así como de y agentes financieros, los fondos alternativos de inversión¹¹ (que constituyen lo que muchos denominan el “sistema bancario en la sombra”), carecían enteramente (o casi enteramente) de regulación. Dadas el carácter incompleto de los mercados de derivados, que tienden a agudizarse durante las crisis, y los problemas particulares de información que los caracterizan, estos problemas agudizaron la crisis de varias entidades. Así mismo, un problema que afectó tanto a los bancos como a los agentes no bancarios fue el riesgo inherente a la titularización, sobretudo la tendencia a evaluar con menor rigor préstamos que se espera sean posteriormente titularizados y vendidos.

Un tema inherente al comportamiento tanto de los bancos como del mercado de capitales es la tendencia a experimentar ciclos agudos. Este problema exigía que la regulación incluyera elementos anticíclicos, un tema que ya había sido reconocido por algunos analistas, especialmente por el Banco de Pagos Internacionales y por las Naciones Unidas (1999), y había dado lugar a algunas innovaciones, en especial el sistema español de provisiones bancarias prospectivas, introducido inicialmente en el 2000¹². Sin embargo, ni estos análisis ni la práctica española recibieron atención adecuada y fueron ignoradas por el Comité de Basilea de Supervisión Bancaria (por brevedad, Comité de Basilea); la propia España aplicó principios mucho menos rigurosos a la cartera hipotecaria.

Bajo el liderazgo del G-20 y de la Junta de Estabilidad Financiera que creó en la cumbre de Londres de abril de 2009, durante los tres últimos años se han reforzado los marcos de regulación y supervisión prudencial. Este esfuerzo está, sin embargo, inconcluso y ya es objeto de alguna reversión

⁸ Véanse, al respecto, los ensayos recogidos en el reciente libro de Griffith-Jones, Ocampo y Stiglitz (2010). Hay también varias comisiones que analizaron los problemas regulatorios preexistentes; véase, por ejemplo, el informe de la Comisión de Larousière (2009), la Comisión Warwick (2009) y Naciones Unidas (2009).

⁹ En este sentido conviene recordar que Basilea II impulsó la auto-evaluación de los riesgos por parte de las entidades financieras, que ha generado a juicio de muchos analistas no solo una subestimación del riesgo sino también diferencias notorias en la forma como distintas entidades estiman el riesgo asociado a distintos tipos de activos.

¹⁰ Véase sobre este tema Pisani-Ferry (2012).

¹¹ Este es un concepto europeo, más amplio que el de fondos de cobertura que se utiliza en los Estados Unidos, ya que reconoce que la cobertura es apenas una de las actividades que realizan.

¹² Véase una revisión de estos antecedentes en Griffith-Jones y Ocampo (2010).

por las presiones de agentes financieramente poderosos. Las normas propendieron, en primer lugar, a ampliar el espacio regulatorio (D'Arista y Griffith-Jones, 2010). En el caso de los mercados de capitales, ello exigió obligar a que los derivados estandarizados pasaran por cámaras de compensación, lo que aumenta la transparencia y reduce el riesgo de contraparte, pero ello ha estado acompañado de excepciones importantes. La necesidad de regulaciones y una supervisión prudencial más estrictas a los intermediarios sistémicamente importantes (bancarios o no bancarios) también ha sido reconocida. La crisis generó igualmente un consenso sobre la necesidad de adoptar regulaciones prudenciales anticíclicas, como lo aceptó al inicio de la crisis el G-20 y como lo señalaron diversos informes internacionales sobre temas regulatorios (por ejemplo, Naciones Unidas, 2009 y Comisión Warwick, 2009). A ello se agregó, finalmente, la atención otorgada a la protección a los consumidores, particularmente en Estados Unidos.

Las principales reformas de carácter internacional fueron las que aprobó el Comité de Basilea en Septiembre del 2010 y que se vinieron a conocer como Basilea III (Comité de Basilea, 2010; Caruana, 2010). En Estados Unidos, la ley Frank-Dodd de 2010 significó un progreso importante, pero se hizo al margen de las regulaciones de Basilea, cuya aprobación por parte de la Unión Europea se encuentran actualmente en discusión. Como lo aprobación separada y paralela a las normas norteamericanas y europeas, el progreso en distintas regiones no ha estado coordinado suficientemente y dará como resultado sistemas regulatorios que pueden tener divergencias importantes. Por otra parte, la Unión Europea aprobó en 2010 y puso en funcionamiento con posterioridad una arquitectura bastante ambiciosa de tres supervisores sectoriales paneuropeos (uno para bancos, otro para seguros y pensiones, y un tercero para mercados de capitales), así como una Junta Europea de Riesgo Sistémico (*European Systemic Risk Board*), cuyo objetivo es la regulación macro-prudencial. El Consejo de Supervisión de la Estabilidad Financiera (*Financial Stability Oversight Council*) creado por la ley Frank-Dodd en Estados Unidos tiene igualmente funciones macro-prudenciales, así como de coordinación de las múltiples agencias regulatorias que existen en dicho país.

Las nuevas normas de Basilea elevan, en primer lugar, del 2 a 4,5% los requisitos de acciones ordinarias que hacen parte del capital de base (*core capital* o capital de nivel 1), que a su vez se eleva del 4 a 6% de los activos ponderados por riesgo, y definen en forma más estricta los activos que se puede computar dentro del capital total del 8%, para fortalecer por todas estas vías la solvencia de los bancos. A ello se agregan un colchón adicional de conservación de capital de 2,5% de los activos ponderados por riesgo, que también debe mantenerse en acciones ordinarias (lo que implica un total de 8,5% de capital de base y 10,5% de capital total) y un colchón de capital anticíclico, que estaría en un rango de 0 a 2,5% de acuerdo con las condiciones nacionales. Estos dos últimos sirven para ayudar a absorber los riesgos que se acumulan durante los auges y pueden ser utilizados durante las crisis para absorber las pérdidas correspondientes. Además, aumentan el capital exigido para las operaciones de los bancos en el mercado financiero (el llamado "*trading book*"). Debido a que las bajas ponderaciones por riesgo de algunos activos, introdujo un nuevo requisito de capital del 3% sobre los activos totales no ponderados, que determina, por lo tanto, el apalancamiento máximo. Finalmente se hacen explícitos los requisitos de liquidez, que eran prácticamente inexistentes en Basilea II. Las reformas se introducirán gradualmente en 2013-19. Algunos analistas consideran que este período de transición es excesivamente largo y que el nivel de apalancamiento permitido es demasiado alto.

La legislación norteamericana estableció, a su vez, la llamada "regla Volcker", como alternativa a la separación histórica que existió en dicho país entre las actividades bancarias y las de los fondos de inversión y que había sido eliminada en 1999¹³. Esa regla fue diluida en los debates parlamentarios, al permitir que los bancos pudiesen mantener propiedad de fondos de inversión hasta un 3% de su capital de nivel 1. Por su parte, la Junta de Estabilidad Financiera propuso en 2011 reglas para los intermediarios que se consideran demasiado grandes para quebrar ("*too big to fail*") y que incluyen requisitos de

¹³ La separación histórica viene de la denominada Ley Glass-Steagall de 1933, pero fue eliminada por la Ley Gramm-Leach-Bliley de 1999, que fue iniciativa de la Administración Clinton, pero que ya algunos analistas consideraban que había sido violada en la práctica.

capital, apalancamiento y liquidez diferenciados según tamaño y una simplificación de estructuras de los conglomerados financieros.

En forma que algunos analistas consideran peculiar, estas iniciativas del G-20 y la Junta de Estabilidad Financiera dejaron enteramente de lado los riesgos asociados a los flujos transfronterizos de capital y por ende tanto las regulaciones a operaciones financieras que se realizan en un país en moneda extranjera como las regulaciones a los flujos de capital propiamente dichos, que se conocen más generalmente como controles de capitales, pero que correctamente deberían llamarse regulaciones a la cuenta de capitales. Este tema ha sido abordado, sin embargo, por el FMI, tanto en 2011 como en 2012, en el primer caso con relación a las regulaciones a las entradas de capitales y en el segundo al tema más amplio de liberalización de la cuenta de capitales y regulaciones a las salidas de capitales.

Los documentos oficiales del Fondo en ambos temas (FMI, 2011 y 2012) resaltan el papel positivo que pueden tener las regulaciones a las entradas de capital pero tiene una visión crítica sobre las regulaciones a las salidas. En el primer caso, consideran, además, que las regulaciones son más efectivas en mejorar la composición de las entradas de capital hacia los menos volátiles y de aumentar el margen para políticas monetarias restrictivas, pero que su capacidad para reducir el monto total de los flujos y de incidir sobre la tasa de cambio es limitada. En el caso de las regulaciones a las salidas de capitales consideran que las regulaciones son en general inefectivas. Estos trabajos toman en cuenta trabajos técnicos de base, algunos de los cuales coinciden con la visión oficial del FMI, relativamente escéptica de la efectividad de las regulaciones a la cuenta de capitales (por ejemplo, Habermeier *et al.*, 2011), pero otros son más favorables a ellas, especialmente a las que afectan la entrada de capitales, y señalan que contribuyeron decisivamente a mitigar el efecto de la crisis financiera global reciente sobre las economías emergentes que las venían usando activamente (en particular Ostry *et al.*, 2010 y 2011).

Con base en estos análisis, el FMI propuso unas directrices para el uso de las regulaciones a las entradas de capital (FMI, 2011, Recuadro 1, p. 7). Estas directrices señalan (correctamente) que las regulaciones a los flujos de capital son un complemento pero no un sustituto de la política macroeconómica. Sin embargo, visualizan dichas regulaciones como “intervenciones de última instancia”, una vez que se han agotado todas las otras opciones de política macroeconómica: dejar apreciar el tipo de cambio, acumular reservas internacionales, adoptar medidas fiscales restrictivas y reducir las tasas de interés (una recomendación por lo demás paradójica si lo que se busca es contribuir a evitar los efectos expansivos sobre la demanda agregada que tienen las entradas de capitales). Señala, además, que se debe dar precedencia a las regulaciones que no discriminan de acuerdo con la residencia de los agentes sino con el uso de monedas extranjeras en los sistemas financieros nacionales.

Estas directrices han sido consideradas como excesivamente restrictivas por muchos analistas, que visualizan las intervenciones en la cuenta de capitales como parte del aparato normal de la política macroeconómica y que se deben usar en forma simultánea con otras intervenciones para evitar que las excesivas entradas de capital generen un sobrecalentamiento de las economías o una sobrevaluación del tipo de cambio¹⁴. De hecho, una forma de visualizarlas es como un continuo de regulaciones macroprudenciales que van desde las regulaciones propiamente internas, aquellas que involucran el uso de activos o pasivos en moneda extranjera en el sistema financiero nacional y las que regulan los flujos de capital propiamente dichos, y que deben usarse en función de los objetivos de las autoridades y de las características de los sistemas financieros de cada país (Ocampo, 2011; Ostry *et al.*, 2011).

Bajo la iniciativa de Brasil, quien señaló su oposición a las directrices del FMI, el G-20 (2011) aprobó unas directrices alternativas que adoptan una visión más pragmática sobre el uso de dichas regulaciones, aunque señalan que no se deben usar para evitar adoptar otros ajustes macroeconómicos necesarios. Gallagher *et al.* (2012b, Recuadro 2) han propuesto, a su vez, unas directrices alternativas, en las cuales se reconoce que dichas regulaciones son un complemento necesario de la política macroeconómica y que deben usarse pragmáticamente y modificarse en forma dinámica para evitar su elusión. Indican, además, que no hay razones para discriminar en contra de las regulaciones a la salida de

¹⁴ Véanse las contribuciones a Gallagher *et al.*, (2012a).

capitales o de preferir las regulaciones basadas en precios (impuestos o encajes a las entradas de capitales) a las regulaciones cuantitativas (límites o prohibiciones a ciertas operaciones), que en la práctica pueden ser más efectivas. Estas directrices alternativas responden, por lo demás, al hecho de que el Acuerdo Constitutivo del FMI reconoce la capacidad de todos los países de regular su cuenta de capitales, un debate que se zanjó en 1997, cuando fue derrotada la iniciativa del entonces Director Gerente del FMI de incluir la convertibilidad de la cuenta de capitales como una obligación de los países bajo el Acuerdo.

B. Financiamiento anticíclico

La crisis financiera generó una fuerte respuesta en términos de financiamiento multilateral. Esta respuesta incluyó la rápida expansión del financiamiento del FMI y de los bancos multilaterales de desarrollo sobre los cuales concentraré mi atención en este ensayo. Ambas beneficiaron a los países en desarrollo pero el primero también a algunos países de altos ingresos. La asignación de DEG's más grande de la historia, a la cual me referiré en la sección siguiente, puede contarse dentro de dichas iniciativas y, como veremos, benefició en una alta proporción a países industrializados. De hecho, en este panorama, el elemento menos dinámico fue la asistencia oficial para el desarrollo, la principal fuente de financiación de los países de bajos ingresos.

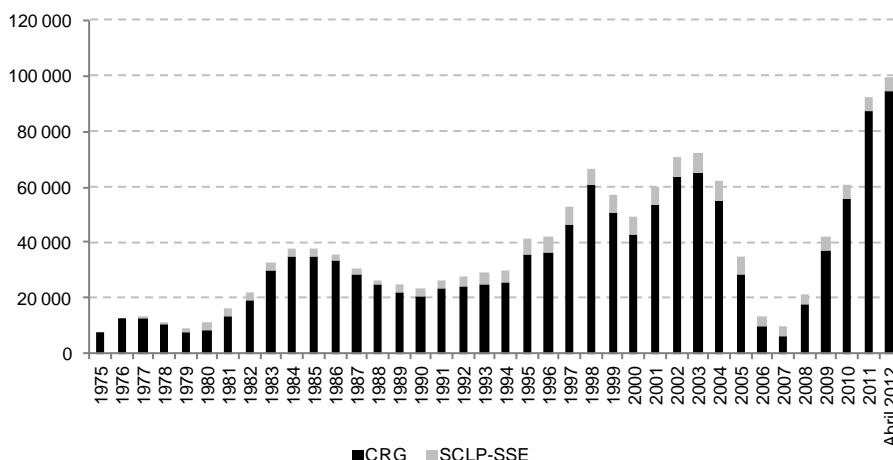
Este esfuerzo de financiamiento oficial ha sido, sin duda, el más notorio de que se tenga memoria. Más aún, a lo anterior se podría agregar las medidas de expansión monetaria de los principales bancos centrales del mundo, también sin antecedente, que incluyeron además el uso activo de líneas de canje (*swaps*) entre bancos centrales. Aquéllas que puso en marcha la Reserva Federal de los Estados Unidos beneficiaron no solo a otros bancos centrales del mundo desarrollados sino también a algunos de economías emergentes (Brasil, México, la República de Corea y Singapur)¹⁵. China también ha facilitado líneas de este tipo a otras economías y los bancos nacionales de desarrollo de varios países han cumplido un papel importante en el financiamiento internacional, entre los que se destaca, en términos de su impacto sobre las economías en desarrollo, el otorgado por la China. A todo lo anterior se agregaron dos grandes iniciativas de alcance regional pero impacto global: los fondos europeos para enfrentar la crisis y la ampliación y multilateralización de la Iniciativa de Chiang Mai de Asia Oriental. En todo caso, este financiamiento oficial masivo apenas compensó parcialmente el colapso que experimentaron los flujos privados de capitales al inicio de la crisis.

Como muestra el gráfico 1, el FMI proporcionó financiamiento anti-cíclico creciente hasta comienzos del siglo XXI, como respuesta a la sucesión de crisis que experimentaron las economías emergentes: la crisis de la deuda (especialmente latinoamericana) de los años ochenta, la crisis mexicana de 1994 y la sucesión de crisis en economías emergentes que se desencadenó a partir de 1997 en Asia Oriental y se extendió a Rusia, Sudamérica y Turquía en los años siguientes. Con el auge de los mercados privados de capitales que se experimentó a comienzos del siglo XXI y la masiva acumulación de reservas internacionales, dicho financiamiento se redujo en forma vertical, hasta alcanzar un monto muy reducido en 2007, que de hecho obligó a recortar el equipo de trabajo del FMI. La crisis puso en marcha, sin embargo, la ampliación más rápida y significativa del financiamiento del FMI en su historia, que en términos de desembolsos equivalente a poco más de 80.000 millones de DEG's entre 2007 y 2011¹⁶ y se encuentra todavía en una tendencia ascendente. Lo que es igualmente interesante, a este financiamiento accedieron por primera vez desde los años 1970 varios países europeos (Islandia en 2009, Grecia e Irlanda en 2010, y Portugal en 2011).

¹⁵ Estas líneas eran inicialmente de un año, con límites de hasta 30.000 millones dólares y con vencimientos desde un día hasta tres meses.

¹⁶ Este monto no incluye los recursos aprobados pero no desembolsados, pero especialmente los recursos de las líneas contingentes a las cuales me refiero más adelante.

GRÁFICO 1
USO DE RECURSOS DEL FMI
(En millones de DEG)



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

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

Este proceso estuvo acompañado de un cambio significativo en las líneas de crédito del FMI. Estas facilidades vienen siendo rediseñadas desde la crisis asiática para ponerlas a tono con las grandes necesidades de financiamiento que generan las interrupciones súbitas de los flujos privados de capital y que exigen magnitudes de financiamiento muy superiores como proporción de la cuota de los países, así como líneas de carácter preventivo para mitigar el contagio. De esta manera, durante la crisis asiática se pusieron así en marcha el Servicio de Complementación de Reservas y la Línea de Crédito Contingente. Esta última no fue nunca utilizada y fue suspendida por ello en 2003. En octubre de 2008 se creó una línea alternativa, la Facilidad de Liquidez de Corto Plazo, de acceso rápido para los países con “políticas macroeconómicas sólidas”, con préstamos de tres meses que eran renovables dos veces durante un período de doce meses, límites de endeudamiento amplios (hasta el 500% de la cuota del país) y sin condicionalidad ex-post tradicional en el FMI, pero tampoco fue utilizada.

Ante las fuertes presiones para tomar medidas más audaces, en marzo de 2009 el FMI aprobó una de las reformas de su marco de financiamiento, posiblemente la más ambiciosas de su historia (FMI, 2009). Ello incluyó la creación de la Línea de Crédito Flexible, con propósitos preventivos, para países con “fundamentos sólidos” pero con riesgo de contagio. Esta vez la demandaron rápidamente tres países (Colombia, México y Polonia). Sus condiciones fueron mejoradas en agosto de 2010, al ampliar los recursos que puede otorgar y el plazo en el que puede ser utilizada. Por otra parte, se dobló el monto de las otras líneas de crédito, se eliminó la relación entre desembolsos y condicionalidad estructural y se permitió un uso más amplio de los acuerdos ordinarios del Fondo (los acuerdos de *stand-by*) con propósitos preventivos. Estas reformas fueron acompañadas por la eliminación de varias líneas de crédito existentes¹⁷.

En los meses siguientes se reformaron las líneas de préstamos concesionales otorgadas a los países de bajos ingresos, ofreciendo un menú de opciones con base en dos factores básicos: su vulnerabilidad frente a una potencial dinámica explosiva de la deuda y su capacidad de gestión macroeconómica y de finanzas públicas. En agosto de 2010 se creó, además, la Línea de Crédito

¹⁷ Entre las que fueron eliminadas, se destaca la Línea de Crédito Compensatorio creada en 1963. Esta era una línea de crédito de baja condicionalidad que había sido creada para ayudar enfrentar periodos de deterioro en los términos de intercambio y que había sido un instrumento importante de financiamiento en la década de 1970, pero que languideció con posterioridad por su excesiva condicionalidad y había dejado de utilizarse desde el 2000.

Precautorio para países que tienen buenas políticas, a juicio del FMI, pero no cumplen los requisitos de la Línea de Crédito Flexible. Esta línea fue transformada en noviembre de 2011 en la Línea de Crédito Precautorio y de Liquidez, para permitir utilizarla también para conseguir recursos de desembolso rápido por seis meses.

Cabe anotar que durante la última década ha habido, además, un esfuerzo por reformar la condicionalidad asociada a los programas del FMI, que venía siendo objeto de una fuerte crítica debido a su ampliación significativa durante las décadas de 1980 y 1990. En septiembre de 2002, el directorio del FMI aprobó un nuevo conjunto de directrices que introdujeron el requisito de que las condiciones estructurales debían ser “macro-relevantes”. Se estipulaba, en particular, que debían ser fundamentales para el logro de los objetivos del programa, y que el Fondo debería ser flexible y sensible a la adopción de políticas alternativas sugeridas por los países que solicitaran asistencia financiera (FMI, 2002). Estos esfuerzos se continuaron en los años siguientes y condujo, como vimos, a una serie de líneas sin condicionalidad *ex post* (aunque con requisitos *ex ante*) y a la eliminación en 2009 de la relación entre desembolsos y condicionalidad estructural.

La principal evaluación de estos cambios ha sido la realizada por la Oficina de Evaluación Independiente del FMI en 2008 con base en las operaciones de préstamo de 1995-2004 (FMI-OIE, 2008). El informe concluyó que no ha habido una reducción estadísticamente significativa en el número de condiciones estructurales después de la reforma de 2002, pero que la condicionalidad sí se había modificado desde las áreas de mayor controversia (privatización de empresas estatales y reformas comerciales) hacia temas más relevantes para la política macroeconómica propiamente dicha (política y la administración tributarias, gestión del gasto público y reforma del sector financiero). Una evaluación reciente, menos exhaustiva (Griffith-Jones y Ocampo, 2011), muestra que en el número medio de condiciones estructurales se redujo significativamente en los acuerdos *stand-by* de 2008-09 en relación con lo estimado por el informe mencionado de la Oficina de Evaluación Independiente (de 19 a 12), aunque se mantuvo para los programas para los países de renta baja. Además, concluyó que, aunque la mayoría de las condiciones estaba acorde con el mandato central del FMI (gestión financiera pública y solidez del sistema financiero), continuó la presión en ámbitos más allá de dicho mandato, especialmente en los programas para los países de bajos ingresos.

En relación con los bancos multilaterales de desarrollo, la crisis puso de manifiesto la importancia del papel anticíclico que desempeñan estos organismos durante períodos de retracción de los flujos privados de capital. Este es un objetivo que no se había sido reconocido explícitamente y, por ello, no figuraba entre los propósitos fundamentales de la acción de la mayoría de los bancos de desarrollo al lado de otros que sí venían recibiendo amplio reconocimiento, como la lucha contra la pobreza y la provisión de bienes públicos mundiales y regionales. Este es, además, un objetivo complementario al que cumple en tal sentido el FMI, no solo por la naturaleza del financiamiento que otorgan los bancos (fundamentalmente crédito de largo plazo para el sector público y no de liquidez, aunque su desembolso contribuye a este objetivo), sino también porque muchos más países en desarrollo están dispuestos a usar las líneas de crédito de la banca multilateral que las del FMI. Es interesante reconocer que este papel anticíclico ha sido reconocido durante la crisis también en relación con la capacidad de la banca nacional de desarrollo de compensar el comportamiento procíclico del crédito privado. Es interesante resaltar que esto mismo aconteció en los propios países desarrollados, como se refleja en acciones de Banco Europeo de Inversiones durante la crisis reciente, la discusión en curso sobre la necesidad de capitalizar esta entidad para ampliar su financiamiento y algunas iniciativas sobre bancos de desarrollo en los Estados Unidos.

Como lo indica el cuadro 1, como grupo, los bancos multilaterales de desarrollo aumentaron en un 80% sus compromisos de préstamo para las economías en desarrollo y emergentes entre 2008 y 2010. Los desembolsos aumentaron también, aunque con rezago, acumulando un incremento del 62% durante estos mismos años. Este rezago en aumentar los desembolsos al ritmo de las aprobaciones de créditos fue particularmente notorio en el caso del Banco Mundial, cuyos datos se refieren a años fiscales que terminan en junio de cada año; en cualquier caso, los desembolsos de dicha entidad crecieron un 175% entre 2008 y 2010. Este rezago en los desembolsos se produjo peso a varias iniciativas para acelerar estos últimos, tales como los préstamos anticipados y por vía rápida (*fast track loans*).

CUADRO 1
COMPROMISOS Y DESEMBOLSOS DE LOS BANCOS MULTILATERALES DE DESARROLLO, 2007-2011
(En millones de dólares)

	2007	2008	2009	2010	2011	Cambio 2008-2010
COMPROMISOS						
Banco Mundial –BIRF	12 829	13 468	32 911	44 197	26 737	228%
Banco Mundial –AIF	11 867	11 235	13 995	14 550	16 269	30%
Banco Interamericano de Desarrollo	8 577	11 085	15 278	12 136	10 400	9%
Banco Africano de Desarrollo	4 895	5 435	12 643	6 314	8 782	16%
Banco Asiático de Desarrollo	10 770	11 329	16 078	17 513	21 717	55%
TOTAL	48 938	52 552	90 905	94 710	83 905	80%
DESEMBOLSOS						
Banco Mundial –BIRF	11 055	10 490	18 564	28 855	21 879	175%
Banco Mundial –AIF	8 579	9 160	9 219	11 460	10 341	25%
Banco Interamericano de Desarrollo	6 725	7 149	11 424	10 341	7 898	45%
Banco Africano de Desarrollo	2 553	2 866	6 402	3 867	4 873	35%
Banco Asiático de Desarrollo	7 858	8 515	10 099	7 516	7 722	-12%
TOTAL	36 770	38 180	55 708	62 039	52 713	62%

Fuente: Informes Anuales de los diferentes bancos.

La financiación a los países de bajos ingresos fue menos dinámica que la dirigida a los países de renta media. Esto se hace evidente al comparar en el cuadro 1 la respuesta de los créditos del Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento con los de la Agencia Internacional de Fomento, ambos parte del Grupo del Banco Mundial, pero es un problema más amplio y se relaciona con las limitaciones de recursos de los fondos especiales para créditos concesionales. Se aplica de manera similar a los créditos del FMI (véase, al respecto, el gráfico 1) y al dinamismo de la asistencia oficial para el desarrollo. Esta última mantuvo en 2009 y 2010 la tendencia ascendente que la había caracterizado desde la Cumbre de Monterrey de 2002 sobre Financiación del Desarrollo (especialmente si se estima sin los recursos destinados a alivio de la deuda) pero, como reflejo de los recortes fiscales en curso en los países industrializados, experimentó una caída de 2,9% en términos reales en 2011 (aunque se encuentran todavía un 9,4% por encima de los niveles de 2008), de acuerdo con los datos del Comité de Ayuda al Desarrollo de la OCDE. Aún antes de la contracción reciente, dichos recursos venían siendo inferiores a los compromisos asumidos por los países desarrollados (ONU, 2011).

Por otra parte, y como puede esperarse, la financiación adicional de los bancos multilaterales compensó solo una pequeña parte de la retracción que experimentó el financiamiento privado¹⁸. Además, como este último comenzó a retornar a muchas economías emergentes con relativa rapidez (desde mediados de 2009), el rezago en los desembolsos implicó que la contribución de los bancos multilaterales de desarrollo y, en especial, del Banco Mundial, fue modesta durante la fase más crítica del colapso financiero internacional (desde la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008 hasta mediados de 2009, que coincide en el caso del Banco Mundial con el año fiscal 2009).

Nótese, en cualquier caso, que la respuesta del Banco Mundial fue la más notoria en términos de magnitud de financiamiento e indica, que por la naturaleza de los recursos a los que tiene acceso, es la

¹⁸ Si se estima con los datos del Banco Mundial, la contracción de los flujos financieros privados (es decir, excluyendo la inversión extranjera directa) hacia economías emergentes y en desarrollo fue de US\$534.000 millones entre 2007 y 2008, o de US\$249.000 millones si la comparación se hace con 2006 para evitar comparar con los montos excepcionales de 2007.

institución que puede ejercer el papel anticíclico en forma más marcada. Sin embargo, tanto el Banco Africano de Desarrollo como, en menor medida, el Banco Interamericano respondieron también a la demanda de recursos en magnitudes importantes. En todo caso, los rezagos que experimentó el financiamiento multilateral indican que es necesario repensar la mejor manera de agilizar la aprobación y desembolso de los créditos multilaterales durante períodos de interrupción súbita del financiamiento externo a fin de realzar la función anticíclica de estas instituciones en crisis futuras.

La respuesta del sistema de bancos multilaterales de desarrollo se vio condicionada por la limitación de su capital (te Velde y Massa, 2009). Por este motivo, en abril de 2009, el G-20 acordó apoyar la recapitalización de los bancos multilaterales de desarrollo. Tanto el Banco Asiático de Desarrollo como el Banco Africano de Desarrollo acordaron en 2009 una capitalización del 200%. Las expectativas de los países latinoamericanos y caribeños no se cumplieron en el caso del Banco Interamericano de Desarrollo, pero este logró también acordó una capitalización de US\$70.000 millones en marzo de 2010. El Presidente del Banco Mundial anunció inicialmente que, debido a los colchones de capital con que contaba, el organismo no requería capital adicional. Sin embargo, en abril de 2010 se acordó también un aumento de capital por US\$86.200 millones, que incluyen un aumento general de US\$58.400 millones y un incremento selectivo de US\$27.800 millones para permitir ampliar la participación de los países en desarrollo en el capital del Banco. Sin embargo, la capitalización del Banco Mundial fue insuficiente y ya está exigiendo una reducción en el monto de los nuevos préstamos otorgados e implica que este organismo tendrá una menor capacidad para responder a una nueva interrupción de los flujos de capital hacia los países en desarrollo en los próximos años. Dadas las insuficiencias de capital que se hicieron evidentes durante la crisis, una cuestión crítica es si debería introducirse una mayor automaticidad en la reposición de capital de estas instituciones.

Una de las características interesantes de la respuesta de los bancos multilaterales fue la puesta en marcha de programas conjuntos para África, América Latina y el Caribe, y Europa Central y Oriental por parte del Banco Mundial y los bancos regionales (te Velde y Massa, 2009). Otra fue la acción rápida para compensar la parálisis de crédito comercial. Los recursos comprometidos alcanzaron en conjunto 9.100 millones de dólares, además de los 3.200 millones que ya se estaban proporcionando. Debido a la alta rotación, estos recursos proporcionan montos de crédito muy superiores. Una evaluación realizada por la Cámara Internacional de Comercio, indicó que un 55% de los bancos analizados estaban utilizando en el verano de 2009 estos servicios de los bancos multilaterales de desarrollo (CIC, 2009).

C. Cooperación macroeconómica y reforma monetaria internacional

Tal vez en ningún campo es más evidente la tensión entre el proceso de globalización y la subsistencia de políticas macroeconómicas que siguen siendo esencialmente nacionales —o, en el mejor de los casos, regionales¹⁹. El resultado de ello es que el mundo carece de un mecanismo que garantice la consistencia de las políticas que adoptan las principales economías del mundo, incluyendo la del país que emite la principal moneda internacional.

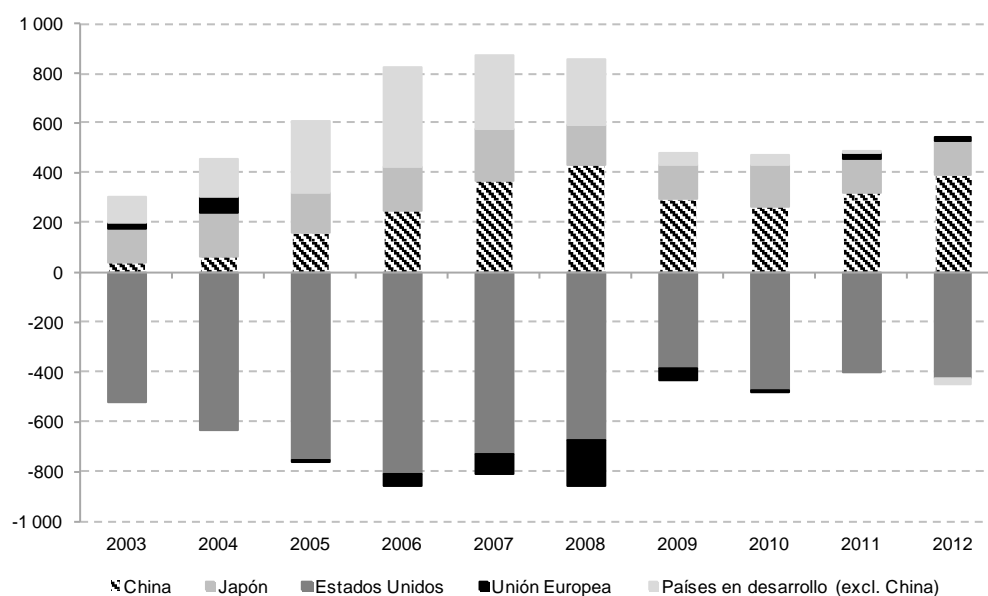
El FMI constituye el principal instrumento de diálogo y cooperación macroeconómica de carácter multilateral. El artículo I.i, define, en efecto, que uno de los objetivos del Fondo es: “Fomentar la cooperación monetaria internacional por medio de una institución permanente que sirva como mecanismo de consulta y colaboración en cuestiones monetarias internacionales”. Sin embargo, ante las deficiencias del sistema diseñado en Bretton Woods y, en particular, la ausencia de un mecanismo que garantizara el equilibrio de la economía que se encontraba en el centro del sistema, el patrón de cambio oro-dólar colapsó definitivamente a comienzos de la década de 1970. Los esfuerzos más importantes por reordenar el sistema fueron la creación, en 1969, de los DEGs, y el esfuerzo más ambicioso de diseñar

¹⁹ En el área euro, como se ha dicho con insistencia durante la crisis, la política monetaria es regional, pero la fiscal sigue siendo esencialmente nacional.

un nuevo sistema monetario internacional, que tuvo lugar en 1972-74 en el marco del llamado Comité de los 20 del FMI (Williamson, 1977). Sin embargo, ante el fracaso de dicha reforma, el mundo evolucionó hacia lo que correctamente puede denominarse un “no sistema”, cuyas características esenciales son el papel que juega una moneda *fiduciaria* nacional en el centro del sistema y la decisión implícita de otorgar a los tipos de cambio flexibles el papel central de ajustar las discrepancias entre las políticas macroeconómicas de las principales economías del mundo (Padoa-Chioppa, 2011). Entre los principales problemas que genera este sistema se cuentan el hecho de que la política monetaria de los Estados Unidos se adopta con entera independencia de sus implicaciones sobre el resto del mundo, y que el sistema genera tipos de cambio volátiles entre las principales monedas mundiales sin que exista evidencia clara de que la flexibilidad cambiara sea un mecanismo enteramente eficiente para reequilibrar a la economía mundial.

GRÁFICO 2
DESEQUILIBRIOS ECONÓMICOS MUNDIALES

(En miles de millones de dólares)

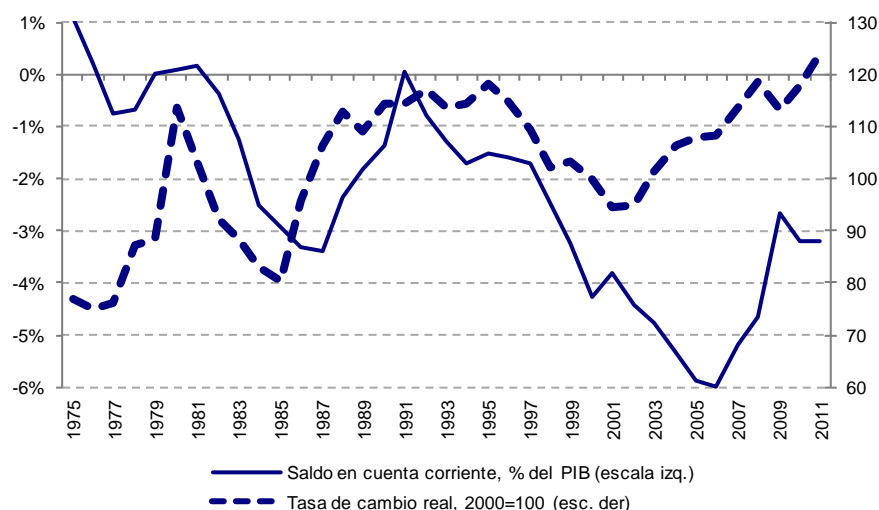


Fuente: FMI, Base de datos de las “Perspectivas de la economía mundial.”

Nota: Datos para 2012 son estimados.

El sistema permitió, en efecto, la generación de grandes desequilibrios de pagos, que alcanzaron de hecho montos muy elevados y crecientes en los años previos a la crisis financiera mundial de 2007-08. El fuerte déficit externo de los Estados Unidos tenía como contrapartida los superávits de Japón, China, los países productores de petróleo y otros países en desarrollo (gráfico 2). Estados Unidos pasó de una posición de equilibrio en la balanza de pagos en 1991 a un déficit de en torno al 6% del PIB en 2005-06 (gráfico 3). La depreciación del dólar que se inició en 2003 ayudó a corregir dicho desbalance, pero solo en forma moderada y con un rezago significativo. La mayor corrección tuvo lugar a partir de 2008 y tuvo lugar en un contexto recesivo mundial —como por lo demás había acontecido en torno a 1980 y 1990.

GRÁFICO 3
CUENTA CORRIENTE Y TASAS DE CAMBIO REAL DE LOS ESTADOS UNIDOS



Fuente: FMI, Estadísticas financieras Internacionales.

Nota: La tasa de cambio aumenta cuando hay depreciación (la convención opuesta a la que usa del FMI)

Los mecanismos de coordinación macroeconómica que se han puesto en marcha a lo largo de varias décadas han operado por fuera del FMI y no han sido particularmente efectivos. En los años 1980 fueron acuerdos *ad hoc* entre las principales economías (los Acuerdos del Hotel del Plaza de 1985 y del Louvre de 1987). El diálogo tuvo lugar posteriormente en el seno del Grupo de los 7 (G-7). Esta es la tradición que se mantuvo durante la crisis actual, ya que el G-20 decidió en Pittsburgh en septiembre 2009 auto-designarse como el foro prioritario para la cooperación económica internacional y poner en marcha un Proceso de Evaluación Mutua (Mutual Assessment Process, MAP) entre las principales economías.

Aunque este paso representa un avance, en particular por la participación de las principales economías emergentes en los propósitos decisorios, no ha sido muy efectiva. En particular, no ha sido muy eficaz para discutir algunas de los principales problemas macroeconómicos mundiales, tales como la teórica subvaluación del renminbi y los efectos de la expansión monetaria de los Estados Unidos sobre los flujos de capital hacia las principales economías emergentes. El “consenso keynesiano” que caracterizó a las medidas iniciales del G-20, especialmente las adoptadas en Londres en abril de 2009, se desvaneció a partir de la cumbre de Toronto de junio de 2010, cuando se hizo evidente la división profunda entre los países que defienden la necesidad de políticas expansivas para enfrentar la debilidad de la demanda agregada mundial y aquéllos que ponen el énfasis sobre la sostenibilidad de la deuda pública. Los alcances reales del MAP siguen siendo además objeto de discusión e incluso de definición.

Es importante resaltar que el FMI había dado un paso interesante en abril de 2006 al crear el mecanismo de “supervisión multilateral”, en el cual participaban las principales economías del mundo. Sus resultados fueron, sin embargo, totalmente frustrantes por la escasa disposición a cooperar de estas economías. En junio de 2007 el Directorio del FMI adoptó una nueva resolución sobre supervisión de las políticas cambiarias de los países, que agregó a los principios ya aprobados en los años 1970, según los cuales las intervenciones cambiarias que realicen los países deben evitar afectar adversamente a otros países miembros, 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. En 2010, al discutir las modalidades de supervisión macroeconómica, el FMI adoptó un instrumento para analizar los efectos que tienen las economías con efectos sistémicos sobre otras: los llamados análisis de efectos contagio (“*spillover reports*”).

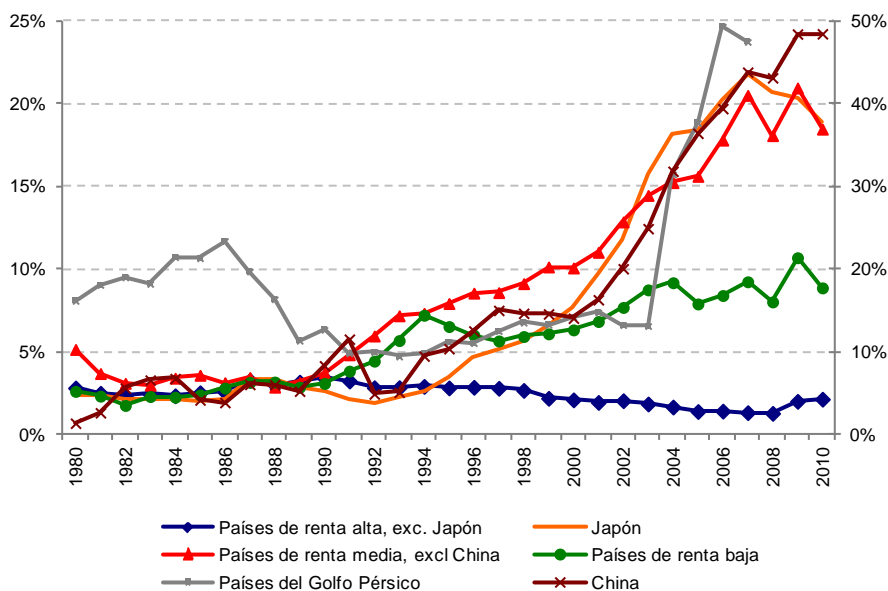
Los desequilibrios mundiales se redujeron como resultado de la crisis mundial. En particular el déficit en cuenta corriente de Estados Unidos se redujo sustancialmente (gráfico 3), al igual que los superávits de Japón y de China (si este último se estima déficit como proporción del PIB) y las economías en desarrollo diferentes a China pasaron de una situación de superávit a una de déficit. La única tendencia importante en el sentido contrario son los superávits de los países petroleros. Al mismo tiempo resurgió un viejo problema, el más destacado por John M. Keynes en sus análisis sobre el sistema monetario internacional (Keynes, 1942-43): los efectos recesivos que genera la asimetría entre el ajuste necesario que deben adoptar los países deficitarios y la menor presión a ajustarse que enfrentan los superavitarios, cuyo resultado neto es la sustracción neta de demanda agregada. Este debate ha sido, además, particularmente agudo en el caso europeo. Esto ha puesto sobre el tapete nuevamente la relación que existe entre el sistema monetario internacional y los desequilibrios de pagos —y, en forma más amplia, entre dicho sistema y la estabilidad económica mundial.

Cabe anotar que aparte de dicho sesgo recesivo, el sistema monetario internacional tiene otras dos deficiencias fundamentales (Ocampo, 2010 y 2011). Una de ellas es lo que se denomina en la literatura como el dilema de Triffin (véase al respecto Triffin, 1961 y 1968, y Padoa-Schioppa, 2011): el hecho de que un sistema *internacional* de reservas basado en una moneda *nacional* —y, más en general, un número limitado de monedas nacionales o regionales (el euro)— tiene deficiencias básicas. Su expresión principal en las últimas décadas han sido los fuertes ciclos en el valor del dólar y de la cuenta corriente de los Estados Unidos que se muestran en el gráfico 3, y que se transmiten al conjunto de la economía mundial.

La tercera deficiencia es la necesidad que enfrentan los países sujetos a mayor volatilidad a acumular reservas internacionales. En efecto, la frecuencia de las perturbaciones procíclicas provenientes de la cuenta de capitales y, por el contrario, la ausencia de una buena arquitectura para manejar las crisis de balanza de pagos de los países en desarrollo, generó en las últimas décadas y, especialmente, a partir de la crisis de las economías emergentes de fines del siglo XX, una respuesta particular del mundo en desarrollo: un masivo “auto-aseguramiento” en la forma de una acumulación de reservas internacionales en gran escala. El gráfico 4 muestra dicha tendencia. Como se puede apreciar, hasta fines de los años 1980, el nivel de reservas internacionales de los países en desarrollo, excluida China y los países del Golfo Pérsico, no era muy diferente al de los países industrializados: en torno al 3% del PIB. Desde entonces comenzaron a distanciarse, en particular desde comienzos del siglo XXI. En 2007 las reservas de los países de renta media, excluida China, ya representaban poco más del 20% y los de renta baja el 9%; las reservas de China ya sumaban más del 40% del PIB y las de los países del Golfo Pérsico casi la mitad de sus propios PIB. En contraste, con la excepción de Japón que también acumuló un monto significativo de reservas, los países de altos ingresos más bien redujeron sus reservas a poco menos del 2% del PIB.

Dicha acumulación funcionó como mecanismo efectivo de protección durante la crisis reciente. En efecto, las reservas se utilizaron en parte para solventar la crisis que se desencadenó con la quiebra del banco de inversión Lehman Brothers en septiembre de 2008 y, en forma más amplia, sirvieron para dar una gran autonomía a muchos países emergentes y en desarrollo para adoptar medidas monetarias expansivas, en abierto contraste con las crisis previas. Con el retorno de los flujos de capital hacia las economías emergentes, la acumulación de reservas se inició además en forma pronta, desde mediados de 2009. Sin embargo, este auto-aseguramiento no es un sustituto apropiado de un buen “seguro colectivo”, en la forma de un sistema adecuado de financiamiento de emergencia del FMI y de los mecanismos regionales complementarios, ya que genera no solo una transferencia de recursos de los países en desarrollo hacia los que emiten monedas de reservas, sino también una “falacia de composición”: las acciones individuales aumentan la protección de los países que las adoptan, pero en conjunto contribuyen a los desequilibrios de pagos mundiales y, si se tienen como contrapartida mejores balances en cuenta corriente, tienden a generar una contracción de la demanda agregada mundial y, por ende, un sesgo recesivo de escala global.

GRÁFICO 4
RESERVAS INTERNACIONALES SEGÚN NIVEL DE DESARROLLO DE LOS PAÍSES
(En porcentajes del PIB)



Fuente: Estimado con base en datos del Banco Mundial, Indicadores de Desarrollo Mundial, que a su vez se basan en datos del FMI para el nivel de reservas internacionales.

Nota: Se excluyen los datos de los países del Golfo Pérsico para 2010 (127%)

Por todos estos motivos, la reciente crisis financiera puso de nuevo la reforma del sistema monetario internacional en el centro de los debates mundiales. El Presidente del Banco del Pueblo de China (el banco central de dicho país) planteó que era necesario eliminar gradualmente el papel que juega en dólar en el centro del sistema (Zhou, 2009) y la Comisión de Expertos de la Naciones Unidas sobre Reformas del Sistema Monetario y Financiero Internacional dirigida por el Profesor Joseph E. Stiglitz colocó la modificación del sistema mundial de reservas en el centro de la agenda de reformas (Naciones Unidas, 2009). Un grupo de alto nivel, denominado la Iniciativa del Palais Royal, aportó posteriormente ideas en torno a posibles reformas del sistema (Boorman e Icard, 2011). Sin embargo, las acciones que han tenido lugar han sido marginales.

CUADRO 2
ASIGNACIONES DE DERECHOS ESPECIALES DE GIRO POR NIVEL DE DESARROLLO DE LOS PAÍSES

	Asignaciones (millones de DEG)			Participación en las asignaciones		
	1970-72	1979-81	2009	1970-72	1979-81	2009
Altos ingresos OCDE	6 818	7 956	114 905	73,8%	66,2%	62,9%
Estados Unidos	2 294	2 606	30 416	24,8%	21,7%	16,7%
Otros países	4 524	5 351	84 489	49,0%	44,5%	46,3%
Altos ingresos, no OCDE	41	363	10 797	0,4%	3,0%	5,9%
Países del Golfo (Pérsico)	1	286	8 835	0,0%	2,4%	4,8%
Otros	40	77	1 962	0,4%	0,6%	1,1%

(continúa)

Cuadro 2 (conclusión)

	Asignaciones (millones de DEGs)			Participación en las asignaciones		
	1970-72	1979-81	2009	1970-72	1979-81	2009
Renta media	2 144	3 359	53 347	23,2%	28,0%	29,2%
China	0	237	6 753	0,0%	2,0%	3,7%
Excluyendo China	2 144	3 122	46 594	23,2%	26,0%	25,5%
Bajos ingresos	230	338	3 604	2,5%	2,8%	2,0%
Total de asignaciones	9 234	12 016	182 653	100,0%	100,0%	100,0%

Fuente: Erten y Ocampo (2012)

La más importante ha sido la revitalización de los DEGs como instrumento de cooperación internacional. Cabe recortar al respecto, que después de las asignaciones iniciales realizadas en 1970-1972 y las posteriores de 1979-1981, no se hicieron asignaciones por casi tres décadas. La aprobada en 1997, por 21.400 millones de DEG, solo se hizo efectiva a mediados de 2009, ya que hasta entonces el Congreso de los Estados Unidos no aprobó el cambio al Acuerdo Constitutivo del FMI del cual hacía parte. La cumbre del G-20 en Londres lanzó la iniciativa de hacer una asignación equivalente a 250.000 millones de dólares, que fue posteriormente aprobada por el directorio del FMI. Este instrumento tiene, sin embargo, muchas limitaciones de acuerdo con su diseño actual. En primer lugar, como lo muestra el cuadro 2, la participación de los países en desarrollo (que son sus usuarios más activos) en dichas asignaciones es menor a una tercera parte. Pero además, el uso potencial de este mecanismo es muy limitado, ya que más que un activo de reserva es una línea de sobregiro automática libre de condicionalidad (Erten y Ocampo, 2012).

En cualquier caso, la emisión de DEGs dio lugar a recomendaciones para hacer emisiones en mayor escala, incluso de carácter regular, y para utilizar este instrumento en forma más activa. Las propuestas correspondientes incluyen una combinación variable de distintos elementos: i) la transformación de los DEGs en un verdadero activo de reserva; ii) permitir un uso más activo de las emisiones, en particular para financiar los propios programas crediticios del FMI, esencialmente tratando los DEGs no utilizados como depósitos o préstamos de los países en el Fondo, que este organismo podría utilizar para financiar sus préstamos; iii) cambiar los mecanismos de asignación, desatándolos en particular de las cuotas, para aumentar las que reciben los países en desarrollo; este sería un posible “vínculo de desarrollo”, para utilizar un concepto que se remonta a los debates de los años 1960 y los que tuvieron lugar en el Comité de los 20 a comienzos de la década de 1970; iv) usar las emisiones de los países desarrollados para financiar programas de desarrollo, otro posible “vínculo de desarrollo”; v) usarlas para la provisión de bienes públicos mundiales (en particular para aquellos orientados a combatir el cambio climático; vi) crear una “cuenta de sustitución”, para ayudar a manejar presiones adversas sobre las monedas de reserva, otra idea que remonta a los años 1970 pero que se torna más urgentes en un sistema que utiliza múltiples monedas de reserva; y vii) permitir un uso privado de este instrumento para transformarlo de una moneda de reserva de uso limitado en una verdadera moneda internacional. Aunque algunas de estas reformas pueden hacerse dentro del marco actual, las más interesantes exigen una reforma en el Acuerdo Constitutivo del FMI²⁰.

El segundo conjunto de reformas ha sido la promovida por China para ampliar el uso internacional de su moneda a través de préstamos otorgados en renminbi por sus bancos central y de desarrollo y permitir a Hong Kong crear gradualmente un mercado de capitales en dicha moneda. El posicionamiento del renminbi acentuaría el carácter parcial que ya tiene el sistema actual como uno basado en una diversidad de monedas de reservas que compiten entre sí. Sin embargo, no es evidente

²⁰ Véase una discusión extensa de estos temas en Erten y Ocampo (2012) y las contribuciones al debate publicado en el *Journal of Globalization and Development*, Vol. 1, No. 2. 2010. Algunas de las propuestas más interesantes tienen vieja data (Polak, 1979) y a los debates de comienzos de los años 1970 (Williamson, 1977). Ocampo (2011) proporciona tal vez la visión más positiva sobre el papel de los DEGs, en tanto que Eichengreen (2011) proporciona una visión escéptica.

que el sistema evolucionará necesaria o rápidamente en dicha dirección, debido a los problemas que ha enfrentado el euro durante diversas fases de la crisis actual y a que el posicionamiento del renminbi dependerá de un proceso más amplio de liberalización financiera interna en China, sin que hasta ahora haya indicios de que este último proceso será más que gradual, entre otras razones por la potencial inestabilidad macroeconómica que puede generar sobre la economía de la potencia asiática.

III. La arquitectura financiera regional de América Latina y el Caribe

La arquitectura financiera regional con la que cuenta América Latina y el Caribe es quizás la más extensa del mundo en desarrollo. Con pocas excepciones, su historia está íntimamente vinculada a los acuerdos de integración comercial, área en la cual la región también cuenta con una experiencia de medio siglo, no siempre exitosa. Las instituciones existentes incluyen cuatro bancos de desarrollo, un fondo de reservas y un acuerdo de pagos de vieja data. A ellas se han agregado en épocas recientes un nuevo banco de desarrollo, que entrará pronto en funcionamiento, varios acuerdos de pagos de alcance más limitado y algunas iniciativas que se vienen discutiendo en el marco de la Unión de Naciones Suramericanas (UNASUR). Existen tres casos de fracasos que tuvieron lugar durante la crisis de la deuda de los años ochenta del siglo pasado: el de un fondo centroamericano para el financiamiento de la balanza de pagos y el de los sistemas de pagos centroamericano y caribeño.

Estas instituciones constituyen ejemplos notorios de la complementariedad entre las instituciones globales y regionales. Sus principales ventajas son el fuerte sentido de pertenencia en las instituciones correspondientes, su capacidad de adaptarse a las demandas de sus miembros y la condición de acreedor preferente que poseen. Esta última se refleja en la baja o nula morosidad en sus obligaciones y, en algunos casos, en el hecho de que los miembros continuaron sirviendo sus obligaciones aún cuando se encontraban en moratorias temporales con acreedores privados e incluso con otros organismos multilaterales.

De hecho, la mayoría de estas instituciones han funcionado bien en las crisis que ha experimentado la región y dos de ellas, FLAR y CAF, han logrado cumplir un papel anticíclico.

El bajo riesgo se refleja, a su vez, en las excelentes calificaciones crediticias. La del Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR) es la mejor de América Latina, y las del Banco de Desarrollo de América Latina (CAF) y el Banco Centroamericano de Integración Económica (BCIE) superiores a las de todos sus miembros y solo inferior, en el caso de algunas de las agencias calificadoras, a la de Chile. Esto les permite, además, acceder a los mercados en condiciones privilegiadas, que a su vez les permite otorgar préstamos a los miembros en condiciones muchas veces más ventajosas que las que éstos podrían obtener en los mercados privados de crédito.

Por el lado negativo, debe señalarse que el grueso de los países que han participado activamente son países medianos y pequeños; por el contrario, algunos de los países más grandes, entre ellos Brasil y México, han sido menos activos, aunque el primero ha comenzado a participar crecientemente en los acuerdos regionales. A ello deben agregarse los ya mencionados fracasos de los acuerdos de pago centroamericano y caribeño de los años 1980 y el alcance muy limitado de los acuerdos de la ALADI y los que han sido creados recientemente. Además, como ya lo señalé en la parte anterior de este ensayo, pese a las funciones anticíclicas que han desempeñado algunas de estas instituciones, las de alcance mundial (el FMI y el Banco Mundial) son las que siguen desempeñando prioritariamente dicho papel.

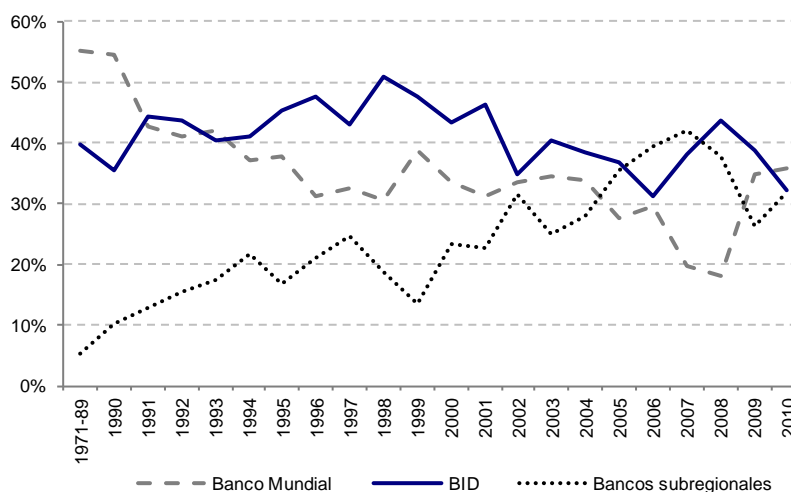
Debe destacarse, además, que un elemento muy importante de este éxito ha sido su capacidad para distanciarse de las diferencias políticas entre sus miembros. Esto es particularmente notorio en el caso centroamericano, donde las tensiones políticas han sido importantes en el pasado. Una excepción en esta materia fue la dificultad que tuvo el FLAR para nombrar Presidente Ejecutivo durante un período, debido a las diferencias de orientaciones políticas de sus miembros. Esto significa un gran reto para las iniciativas de la Alianza Bolivariana para los Pueblos de Nuestra América (ALBA), que deberán mostrar su capacidad para crear entidades estrictamente técnicas que sean capaces de incorporar nuevos miembros independientemente de sus inclinaciones políticas.

A. Los bancos de desarrollo

La experiencia regional más amplia es, sin duda, la de los bancos de desarrollo. La región cuenta en este sentido con tres bancos que tienen su origen en procesos subregionales de integración: la CAF, el BCIE y el Banco de Desarrollo del Caribe (BDC). De ellos, el primero, aunque nacido de la integración andina (en términos estrictos, un año antes que el Acuerdo de Cartagena) ha ampliado su membresía a lo largo de las últimas décadas hasta contar con catorce miembros latinoamericanos, dos caribeños y dos europeos con lazos históricos con América Latina (España y Portugal), con lo cual ha llegado a ser un banco virtualmente regional, un hecho que se refleja en su nuevo nombre, Banco de Desarrollo de América Latina. Tiene, además, la característica casi única entre los bancos multilaterales de desarrollo de no tener una división entre prestatarios y no prestatarios, sino en ser una verdadera cooperativa multilateral de crédito en la cual todos los miembros (incluyendo los dos europeos) son prestatarios potenciales. Por otra parte, en el caso del BCIE y el BDC algunos de los países no prestatarios son de otras partes de la región (Argentina, Colombia y México, en el primer caso, y Colombia, México y Venezuela (República Bolivariana de) en el segundo). A estos tres organismos se agrega uno de menor alcance, el Fondo Financiero para el Desarrollo de la Cuenca del Plata (FONPLATA), que tiene unos propósitos más limitados, los del desarrollo económico e integración física de dicha cuenca. Debido a esto, el análisis que sigue no incluye esta institución.

El gran dinamismo de los tres primeros se refleja en el aumento en su participación en el total de créditos otorgados por bancos multilaterales de desarrollo a la región. De hecho, como lo indica el gráfico 5, estas instituciones eran relativamente marginales en los años 1970 y 1980, cuando el Banco Mundial dominaba todavía el panorama crediticio multilateral, seguido por el Banco Interamericano de Desarrollo (BID). Con posterioridad se expandieron en forma dinámica, tanto en 1990-97 como, especialmente, en 2000-07 hasta lograr superar en algunos años tanto al Banco Mundial como al BID en términos de financiamiento a la región (39,4% y 42,2% del total de préstamos multilaterales a la región en 2006 y 2007, respectivamente). Esto fue acompañado por una reducción sustancial de largo plazo en la participación del Banco Mundial en los préstamos a la región y, desde la primera década del siglo XXI, también del BID.

GRÁFICO 5
PARTICIPACIÓN DE LOS BANCOS MULTILATERALES DE DESARROLLO
AL FINANCIAMIENTO DE AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE



Fuente: Informes Anuales de los diferentes bancos.

Como lo refleja el origen de estos procesos en acuerdos subregionales de integración y la estructura de los miembros, su contribución al financiamiento de las distintas subregiones es muy diferente. Este hecho se refleja en el cuadro 3, que muestra que en la región andina y centroamericana, las instituciones correspondientes alcanzaron o superaron el monto de los préstamos otorgados conjuntamente por el Banco Mundial y el BID durante la primera década del siglo XXI. El alcance es algo menor en el caso del BDC. Además, tanto este último como el BCIE tuvieron una participación mucho más baja en los préstamos subregionales durante los años más agudos de la crisis financiera reciente, 2008-09, reflejando su carácter procíclico (véase más adelante), por lo cual sus participaciones en el financiamiento de sus respectivas subregiones son mayores cuando se excluyen estos años.

CUADRO 3
CONTRIBUCIÓN DE LOS BANCOS SUBREGIONALES AL FINANCIAMIENTO
DE SU RESPECTIVA SUBREGIÓN, 2000-2009

	Comunidad Andina	Centro-América	Caribe
Millones de dólares			
Banco Mundial + BID	30 908	12 184	2 951
Banco subregional	37 131	12 168	1 789
Participación del			
Banco subregional	54,6%	50,0%	37,7%
(Excluyendo 2008-09)	54,5%	56,7%	42,7%

Fuente: Informes Anuales de los diferentes bancos.

Una característica notable de estas instituciones ha sido su adaptación a las demandas de sus miembros (Titelman, 2006). A ello se puede agregar la mayor flexibilidad para trabajar con el sector privado, lo que hace innecesario crear instituciones adicionales con este propósito. La CAF destina más de dos terceras partes de su portafolio a la infraestructura de energía, agua, transporte y comunicaciones, un área que no ha sido bien servida por el Banco Mundial y el BID en décadas recientes, aunque en ambos casos (y especialmente en el del BID) ha recibido atención creciente en los últimos años. Por su parte, el BCIE define sus tres ejes estratégicos como el desarrollo social, la competitividad y la

integración regional, y como temas transversales la sostenibilidad ambiental y la equidad de género, pero más de tres quintas partes de su cartera se destinan a infraestructura física. El BDC define sus objetivos como la reducción de la pobreza en un marco de desarrollo económico y social sostenible y cuenta con un amplio programa organizado en términos de tres fondos: uno de desarrollo (que incluye el manejo de riesgos naturales, muy importante en esta subregión), uno de necesidades básicas insatisfechas y otro para proyectos dirigidos a la juventud. En la práctica, este banco y, en menor medida el BCIE, destinan muchos más recursos a programas multisectoriales y al sector financiero. Desafortunadamente, la clasificación muy diferente de los objetivos sectoriales de los préstamos hace muy difícil una comparación precisa de los portafolios de las distintas instituciones de desarrollo multilaterales.

Un hecho que se puede destacar es que, aunque la integración regional figura claramente en los objetivos de estas instituciones subregionales, el apoyo a la infraestructura de la integración regional ha sido mucho menos prominente en todas estas instituciones que en el caso del Banco Europeo de Inversiones, aunque ha avanzado gracias a las iniciativas de integración física regional mesoamericana y sudamericana que se pusieron en marcha hace algo más de una década. Esto refleja, por lo demás, la menor atención que se ha otorgado en el pasado a esta dimensión de la integración regional, quizás con la excepción de la integración energética centroamericana, que es de más antigua data. Además, a diferencia del Banco Mundial y, en menor medida del BID, los préstamos por programa figuran de manera menos clara en su portafolio; en la práctica, estos préstamos pueden ser considerados como financiamiento presupuestal general (o incluso, en coyunturas críticas, como préstamos de balanza de pagos). Esta es una de las áreas donde las entidades subregionales pueden ampliar sus actividades.

Por otra parte, como ya se ha mencionado, todas estas instituciones cuentan con una calificación crediticia superior a la de sus miembros. Esto les permite beneficiarse colectivamente del acceso a los mercados de capitales internacionales, al cual no tienen acceso de hecho algunos de sus miembros, o lo tienen solo en condiciones muy desventajosas en términos de costo y/o plazo. Todas ellas se caracterizan por un fuerte sentido de pertenencia, lo cual se refleja además en una baja o nula morosidad de la cartera.

La principal desventaja es la limitada capacidad de las distintas instituciones de desempeñar un papel anticíclico. Gracias a la garantía implícita que otorgan los Estados Unidos y otros países industrializados, el Banco Mundial y el BID están mejor capacitados para ejercer la función de aumentar el financiamiento durante los años de crisis. Así lo indica el cuadro 4, donde se reproduce la evolución de los montos anuales de financiamiento de todas las instituciones durante el auge de 2003-07 y la crisis financiera internacional reciente. En efecto, ambas instituciones fueron capaces de aumentar su financiamiento a la región en forma rápida y sustancial, superando en 2009 los niveles promedio de 2003-07 en 162% y 124%, respectivamente. Debe anotarse que algo similar aconteció durante la crisis de fines del siglo XX. Por este motivo, dentro de la tendencia descendente de largo plazo, la participación de Banco Mundial en el financiamiento a la región ha tendido a aumentarse durante las crisis internacionales (gráfico 5).

CUADRO 4
CRÉDITOS OTORGADOS POR LOS BANCOS MULTILATERALES DE DESARROLLO
A AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE

(En millones de dólares)

Año	Banco Mundial	BID	CAF	BCIE	BDC
2003	5 821	6 810	3 304	682	219
2004	5 320	6 020	3 504	750	114
2005	5 166	6 858	4 746	1 722	153
2006	5 911	6 239	5 521	2 241	137
2007	4 553	8 735	6 607	2 892	211

(continúa)

Cuadro 4 (conclusión)

Año	Banco Mundial	BID	CAF	BCIE	BDC
2008	4 660	11 226	7 947	1 416	348
2009	14 031	15 507	9 170	1 258	174
2010	13 907	12 464	10 533	1 503	301
2011	9 629	10 911	10 066	1 629	
2009 vs. promedio 2003-07	162,1%	123,7%	93,6%	-24,1%	4,3%

Fuente: Informes Anuales de los diferentes bancos.

La CAF ha jugado también un papel anticíclico claro, especialmente durante la crisis reciente, un papel que ya había reconocido explícitamente dentro de sus objetivos como banco de desarrollo antes de la crisis. Sin embargo, el aumento de su financiamiento ha sido algo menos marcado que en los casos del Banco Mundial y el BID. Lo contrario aconteció en el BCIE, que redujo sustancialmente sus préstamos durante los años de crisis, mostrando de esta manera un comportamiento claramente procíclico. En menor escala esto mismo aconteció con el BDC, cuya tendencia ascendente se interrumpió.

Cabe agregar que otra novedad que han desarrollado los bancos de desarrollo y, en particular, el BID y la CAF, ha sido la emisión de bonos denominados en monedas de los países latinoamericanos miembros. Desde que esta innovación fue introducida en 2004, estas emisiones han constituido una alta proporción del total de emisiones de la CAF (Ocampo y Titelman, 2009-10, cuadro 2). La base de los inversionistas ha sido tanto local como internacional. Estos bonos tienen la característica de que permiten separar el riesgo de monedas del riesgo de crédito y de esta manera agregan valor para los inversionistas correspondientes.

Este desarrollo tiene varias implicaciones positivas, tanto para los bancos como para los países. En primer término, se beneficia del desarrollo de los mercados locales de bonos, pero a su vez retroalimenta dicho desarrollo con la participación de agentes altamente confiables para los inversionistas. En segundo lugar, contribuye a reducir la dependencia del financiamiento internacional, que continúa siendo procíclico para los países de la región. Además, permiten a los bancos multilaterales ampliar sus fuentes de financiamiento, al tiempo que reducen sus riesgos como prestamistas, al reducir el riesgo cambiario asociado a los proyectos que financian y que no generan ingresos en divisas. Por último, reducen el riesgo de los países asociado a su exposición a deudas denominadas en monedas extranjeras, cuyo valor se incrementa durante las crisis cuando se deprecian las monedas nacionales.

Conviene agregar que en julio de 2012 comenzará a operar el Banco del Sur. Su gestación ha sido larga, ya que se inició con el lanzamiento de la propuesta en 2007 y la firma del convenio constitutivo en 2009. Su capital potencial es de US\$7.000, una vez se adhieran los siete miembros potenciales²¹. Su gran reto es establecer desde el comienzo un manejo profesional sólido, para garantizar un acceso en condiciones preferenciales (es decir, mejor que la de sus miembros individuales) a los mercados financieros internacionales y eventualmente lograr, como la CAF, el acceso regular a dichos mercados, que es lo que le permite cumplir una función anticíclica.

²¹ Argentina, Brasil y Venezuela (República Bolivariana de) aportarán US\$2.000 cada uno, Uruguay y Ecuador US\$400 millones y Bolivia (Estado Plurinacional de) y Paraguay US\$100 millones. Sin embargo, falta la ratificación de Brasil y Paraguay. Pese al aporte diferencial, funcionará con base en el principio de un país un voto.

B. El financiamiento de balanza de pagos

La región ha creado a lo largo de la historia dos mecanismos de financiamiento de la balanza de pagos: el Fondo Centroamericano de Estabilización Monetaria (FOCEM) y el Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR, originalmente Andino, FAR), en 1969 y 1978, respectivamente. El primero fue un mecanismo de alcance limitado que colapsó durante la crisis de la deuda de los años 1980. El segundo ha sido, por el contrario, una institución exitosa y, de hecho, única en el mundo en desarrollo, que ha prosperado por más de tres décadas.

El FOCEM fue un mecanismo de cooperación diseñado en el contexto del Consejo Monetario Centroamericano, creado en 1964 con el propósito eventual de converger hacia una unión monetaria, objetivo que fue eventualmente abandonado. Proporcionaba líneas de crédito de liquidez (hasta de un año) y de estabilización (5 y 8 años) con base en las reservas de los países miembros y de algunas líneas de crédito con la que contaban para este propósito. Su alcance fue muy limitado. Fue usado por primera vez en 1975, pero el financiamiento que otorgó a los países miembros durante el auge de 1975-79 fue apenas de US\$34 millones, equivalente apenas al 5% de los déficit en cuenta corriente de la subregión durante esos años. En 1980-84 más que duplicó dicho financiamiento, a US\$88 millones, pero estos recursos apenas representaron poco menos del 6% de los déficit en cuenta corriente (González del Valle, 1990, Anexo A.1) y una fracción del financiamiento otorgado por el FMI, que alcanzó al equivalente a US\$646 millones en 1983 y que se había acumulado en su mayoría desde 1979. Durante los años siguientes, el FOCEM esencialmente rotó las obligaciones existentes. Fue eliminado finalmente en 1996.

En abierto contraste con esta experiencia, el FLAR comenzó a prosperar en la propia década perdida, cuando facilitó financiamiento a todos sus miembros²². Después de transformarse de fondo andino en latinoamericano en 1991, logró la adhesión de Costa Rica en 1999 y Uruguay en 2008. De acuerdo con sus estatutos, tiene tres funciones básicas: i) proporcionar apoyos de balanza de pagos a través de préstamos o garantías; ii) mejorar las condiciones de inversión de reservas de los países miembros; y iii) contribuir a armonizar las políticas cambiarias, monetarias y financieras de dichos países. La primera ha sido en la práctica la función más importante y a ella me referiré con detalle. La segunda función ha aumentado en años recientes, contribuyendo a manejar los portafolios no solo de reservas de los países sino de otras instituciones públicas y proporcionando asesoría y entrenamiento en ese campo. Ello se ha reflejado en un crecimiento de los depósitos en la institución, que ha sido particularmente marcado desde 2006 (US\$2.297 millones en 2011 vs. un promedio de US\$359 millones en la década previa a 2006). La tercera función ha sido relativamente marginal: ha comprendido la participación en diálogos macroeconómicos regionales, que han sido muy limitados en sus objetivos, y en la organización de conferencias anuales de alto nivel.

De las cinco líneas crediticias con que cuenta la institución, la más utilizada ha sido la de balanza de pagos, que provee financiamiento de hasta tres años (con uno de gracia para amortizaciones) por el equivalente a 2,5 veces el capital pagado²³. Le sigue de cerca la línea de liquidez, que proporciona recursos por un año y hasta por el capital pagado. La línea de reestructuración de deuda, que tiene condiciones similares a la de balanza de pagos pero se limita a 1,5 veces el capital pagado, ha sido usada en dos ocasiones: por Ecuador en 1995 y por Costa Rica en 2003. La línea de contingencia, que se facilita por 6 meses renovables hasta por 2 veces el capital pagado, ha sido utilizada solo por Colombia en 1999 pero no fue desembolsada. En tres casos adicionales, los créditos de balanza de pagos o de liquidez no fueron desembolsados y por ello podrían considerarse implícitamente como créditos de contingencia²⁴. No se ha hecho uso de la una quinta línea de crédito, la de Tesorería.

²² Véase un análisis más detallado de la historia del FLAR en FLAR (2011b) y Ocampo y Titelman (2012).

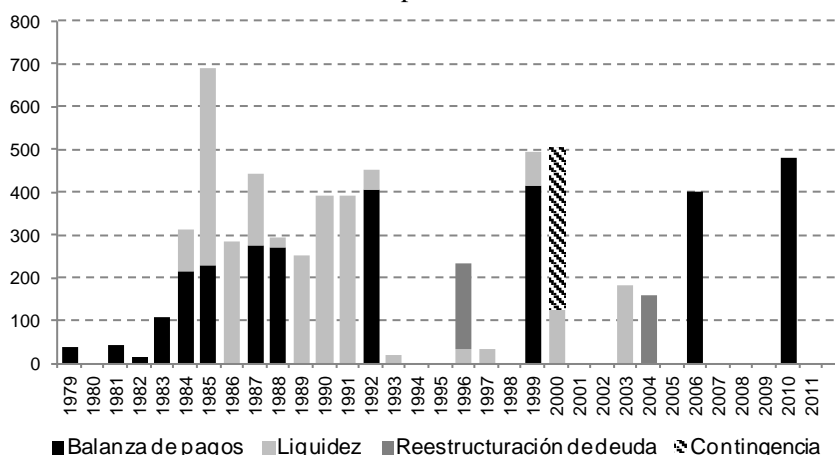
²³ En este caso, como el de las demás líneas de crédito, Bolivia (Estado Plurinacional de) y Ecuador tienen un cupo adicional de 0,1 veces el capital pagado.

²⁴ El crédito de balanza de pagos otorgado a Perú en 1991, uno de liquidez otorgado a Colombia en 1999 (por encima del de contingencia) y uno de liquidez a Bolivia (Estado Plurinacional de) en 2002.

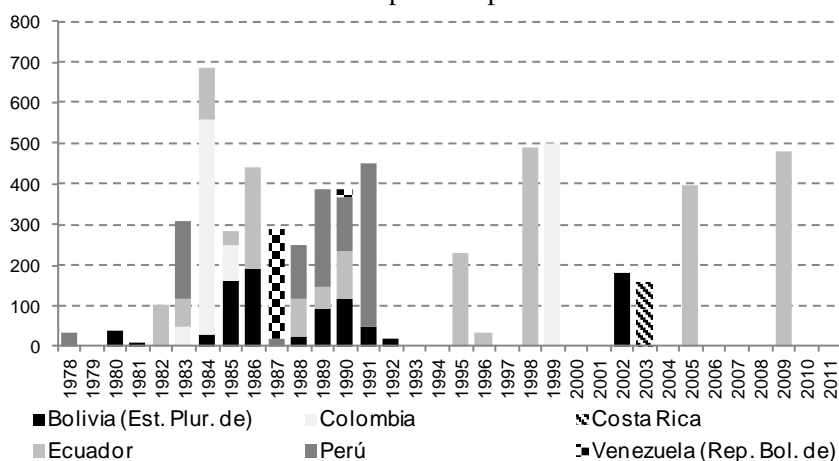
GRÁFICO 6 CRÉDITOS DEL FLAR

(En millones de dólares)

A. Por tipo de crédito



B. Por país receptor



Fuente: FLAR.

El gráfico 6 resume la evolución anual de los créditos otorgados por el FLAR tanto por línea de crédito (panel A) como por país beneficiario (panel B). Como se puede apreciar, los créditos han sido otorgados fundamentalmente durante períodos de crisis: durante la crisis de la deuda de los años 1980 (hasta 1991), 1989-89 y 2009, con la mayor concentración en el primer período. Lo que es igualmente interesante, todos los países miembros (con excepción de Uruguay, que solo se adhirió en 2008) han usado las facilidades crediticias del FLAR. Esto indica que aún si una crisis golpea a todos los países, como fue cierto de la de los años 1980 (que también afectó a Colombia, pese a su menor endeudamiento externo), todos los miembros se pueden beneficiar porque las necesidades no coinciden exactamente en el tiempo, es decir porque las necesidades de financiamiento son en la práctica secuenciales y no simultáneas.

Los principales beneficiarios han sido, sin embargo, los países más pequeños de la comunidad andina, Bolivia (Estado Plurinacional de) y Ecuador. También es cierto, como veremos, que un fondo del tamaño actual no podría satisfacer demandas sustanciales por parte de los miembros de mayor tamaño. Estos dos hechos indican que el FLAR no solo ha operado sino que necesita hacerlo con reglas implícitamente redistributivas. Los países más grandes dentro del acuerdo se beneficiarán de todas maneras de estos créditos a los más pequeños en la medida en que ello contribuya a evitar una contracción severa en los flujos intrarregionales de comercio.

CUADRO 5
FLAR VS. IMF: CRÉDITOS A LOS PAÍSES MIEMBROS, 1978-2011

(En millones de dólares)

	Liquidez	Balanza de pagos	Reestructuración de deuda	Contingencia	Total FLAR	Porcentajes	Desembolsos FLAR	Desembolsos FMI	FLAR/FMI
Viejos miembros									
Bolivia (Estado Plurinacional de)	779	153	0	0	931	15,1	750	998	0,75
Colombia	560	229	0	375	1 164	18,8	664	0	
Ecuador	700	1 588	200	0	2 488	40,2	2 488	1 159	2,15
Perú	519	636	0	0	1 154	18,7	746	2 213	0,34
Venezuela (República Bolivariana de)	23	271	0	0	294	4,7	294	3 642	0,08
Nuevos miembros									
Costa Rica	0	0	156	0	156	2,5	156	0	
Uruguay	0	0	0	0	0	0,0	0	0	
Total	2 579	2 876	356	375	6 186	100,0	5 098	8 011	0,64
Porcentajes	41,7	46,5	5,8	6,1	100,0				

Fuente: FLAR y Banco Mundial, Indicadores sobre desarrollo mundial.

Nota: En los casos de Costa Rica y Uruguay, el financiamiento del FLAR y el FMI se refiere al período desde cuando el país es miembro.

El cuadro 5 resume, por otra parte, la manera como los distintos países han utilizado las facilidades crediticias existentes. En términos absolutos, Ecuador ha sido el usuario más importante, ya que se ha beneficiado de dos quintas partes de los créditos otorgados por el FLAR a lo largo de su historia y de cerca de la mitad de los desembolsados. Colombia, Perú y Bolivia (Estado Plurinacional de) le siguen, en ese orden, con cerca de una quinta parte de los créditos otorgados cada uno (o 15% si nos enfocamos en los desembolsos). Venezuela (República Bolivariana de) y Costa Rica (este último miembro más reciente) han usado las líneas en menores montos. En términos de utilización de las distintas facilidades, Bolivia (Estado Plurinacional de) y Colombia han preferido usar las líneas de liquidez, en tanto que Perú y, en particular, Ecuador, han hecho un uso más activo de las líneas de balanza de pagos; este último ha usado, de hecho, más de la mitad de los recursos que se han desembolsado a través de esta línea en la historia del FLAR.

Por su parte, el Cuadro 6 compara la historia de los préstamos desembolsados por el FMI con aquellos otorgados y desembolsados por el FLAR a sus países miembros. El FLAR ha superado a la institución global en varios períodos, incluyendo los años críticos de la crisis de la deuda, la crisis de las economías emergentes de fines de los años 1990 y comienzos de los 2000s, y la crisis financiera global reciente. De hecho, para el período en que ha existido, la FLAR ha superado al FMI, si excluimos a Venezuela (República Bolivariana de) de las estimaciones. En varias ocasiones, los países han preferido usar al fondo regional sobre el mundial, incluyendo a Perú en medio de la crisis severa que enfrentó 1988. Colombia también prefirió usar al FLAR sobre el FMI durante las dos últimas décadas del siglo XX, y lo mismo es cierto de Costa Rica desde cuando es miembro del fondo regional y de Ecuador en años recientes.

CUADRO 6
PRÉSTAMOS DEL FLAR Y EL FMI A PAÍSES MIEMBROS DEL FLAR
(Millones de dólares)

Subperíodo	FLAR		FMI	FLAR/FMI
	Aprobado	Desembolsado	Desembolsado	Desembolsado
1978-1982	195	190	984	0,19
1983-1988	2 263	2 263	1 089	2,08
1989-1993	1 250	847	4 279	0,20
1994-1997	267	267	1 012	0,26
1998-2002	1 174	494	403	1,22
2003-2007	556	556	244	2,28
2008-2011	480	480	0	
Total	6 186	5 098	8 011	0,64
Excluyendo Venezuela (República Bolivariana de)	5 893	4 804	4 370	1,10

Fuentes: FLAR y Banco Mundial, Indicadores sobre desarrollo mundial.

Nota: Préstamos acumulados por subperíodos. En los casos de Costa Rica y Uruguay, los préstamos del FMI se refieren únicamente a los años en los cuales estos países eran miembros del FLAR.

El principal período en el cual el FMI ha superado al FLAR fue en 1989-93, cuando Venezuela (República Bolivariana de) usó en gran escala los recursos del FMI, a lo que se agregó un crédito de Perú en 1993. Este caso, al igual que el uso de los créditos contingentes del FMI que ha usado Colombia desde 2009 (sin desembolso alguno) indica que el FLAR no puede satisfacer demandas sustanciales de sus miembros de mayor tamaño. Este patrón es similar al que observamos en el caso de los bancos de desarrollo donde, pese al avance logrado por los bancos subregionales, y especialmente de la CAF, el Banco Mundial está en capacidad de responder en mayor escala a demandas anticíclicas de financiamiento en gran escala por parte de los países de la región.

Por otra parte, la historia de uso de las líneas de ambos fondos por parte de los países miembros del FLAR indica que una de las grandes ventajas de un fondo regional es que facilita que los países adopten estrategias diferentes de uso de sus potenciales facilidades crediticias a las cuales tienen acceso. Bolivia (Estado Plurinacional de) y Ecuador han tendido a utilizar las líneas del FLAR y el FMI en forma complementaria. Otros países han preferido utilizar el fondo regional en períodos específicos: Colombia durante los años 1980 y 1990, Perú en la segunda mitad de la década de 1980 y Costa Rica y Ecuador en épocas recientes. El FMI ha predominado, por el contrario, cuando hay grandes necesidades de financiamiento de los países de mayor tamaño: Venezuela (República Bolivariana de) en 1989-91, Perú en 1993 y las líneas contingentes que ha usado Colombia recientemente.

C. Los acuerdos de pagos

El mecanismo más antiguo de cooperación financiera regional, pero también donde se han dado los principales fracasos, son los acuerdos de pagos asociados al comercio intrarregional. El más antiguo fue el centroamericano, creado en 1961 por tres países y al cual se habían adherido todos los miembros del Mercado Común Centroamericano dos años más tarde. A ellos se agregó el Convenio de Pagos y Créditos Recíprocos de la ALADI, creado en 1965 y reformado en 1982, y la Facilidad de Compensación Multilateral (*Multilateral Clearing Facility*) de CARICOM de 1977. Todos ellos prosperaron hasta los años 1970, beneficiándose del auge del comercio intrarregional que tuvo lugar durante las dos décadas anteriores a la crisis de la deuda, pero también retroalimentando el auge del comercio recíproco. Sin embargo, el primero y el tercero fueron víctimas de la crisis de la deuda de los

años 1980, en tanto que el de la ALADI sobrevivió e incluso prosperó durante esos años. En años recientes se han lanzado, además, nuevas iniciativas en este campo, cuyo desarrollo es todavía limitado.

El primero de estos acuerdos funcionó muy bien por casi dos décadas. Entre 1962 canalizó US\$8.194 millones, equivalentes al 92% del comercio intrasubregional y logrando un grado de compensación del 87%. Gracias a su éxito, a partir de 1976 se permitió que otras transacciones corrientes se canalizaran a través del acuerdo. Más aún, este éxito se dio pese a las tensiones políticas de entonces (en particular, la guerra entre El Salvador y Honduras en 1969) y las económicas generadas por los programas macroeconómicos de ajuste de Costa Rica de fines de los 1960 y comienzos de los 1970. Sin embargo, el sistema colapsó a comienzos de la crisis de la deuda. El principal problema fueron los cuantiosos déficit de Nicaragua y las deudas que acumuló con Costa Rica y Guatemala debido a su incapacidad de cumplir la obligación de cubrirlas en divisas en los cortes semestrales de cuentas. A su vez, como vimos, el mecanismo de financiamiento de balanza de pagos, FOCEM, era muy pequeño para financiar dichas obligaciones. Las deudas acumuladas, por cerca de US\$700 millones, llevaron al uso decreciente del mecanismo a lo largo de la década de 1980. Los intentos de revivirlo a fines de dicha década con apoyo de la Unión Europea, así la iniciativa previa para crear un mecanismo de pagos novedosos (el Derecho de Importación Centroamericano), fracasaron por la no participación de países claves. El sistema fue formalmente suspendido en 1992 (Guerra Borges, 1996).

A su vez, el sistema de compensación del CARICOM multilateralizó un sistema de pagos basado en acuerdos bilaterales creado en 1969 y que promovía el uso de monedas locales en el comercio intrasubregional. El sistema exigía inicialmente compensaciones trimestrales, pero a partir de 1978 se convirtieron en compensaciones semestrales, aunque autorizando a los países deficitarios a diferir hasta la mitad de sus obligaciones. El sistema canalizó US\$436 millones, lo cual representó una proporción baja de las transacciones intrarregionales, entre otras cosas porque las de petróleo y fertilizantes solo se incluyeron en 1980 y muchas se siguieron pagando por fuera del acuerdo con posterioridad. El mecanismo colapsó, sin embargo, muy pronto, en 1983, debido a déficit de algunos de sus miembros, especialmente Guyana, que no pudo ser financiado por los dos principales países superavitarios, Barbados y Trinidad y Tobago²⁵, cuando estos enfrentaron sus propias dificultades de balanza de pagos a comienzos de los años 1980. Para el final del acuerdo, las deudas de Guyana sumaban casi el cupo máximo de US\$100 millones, más de la mitad de las cuales correspondían a obligaciones acumuladas en períodos previos (Bulmer-Thomas, 2012, pp. 397-98; Miller, 1993)

A diferencia de estos mecanismos, el Convenio de Pagos y Créditos Recíprocos de la ALADI no solo superó sino que incluso prosperó durante la década perdida de los años 1980. El mecanismo venía creciendo, en forma paralela al comercio intrarregional, desde su puesta en funcionamiento a mediados de los 1960 y había logrado una creciente cobertura del comercio intrarregional y un alto grado de compensación, de un 70-80% (gráfico 7). Esto último fue, sin duda, lo que logró que este acuerdo sobreviviera los años 1980, a diferencia de los acuerdos centroamericano y caribeño. Aunque el monto de las transacciones canalizadas se redujo a comienzos de los años 1980, esto fue esencialmente el resultado del colapso del comercio intrarregional, ya que el grado de canalización del comercio intrarregional a través del Convenio siguió creciendo, hasta alcanzar un 90% en el segundo lustro de dicha década, manteniendo, además, su alto grado de compensación.

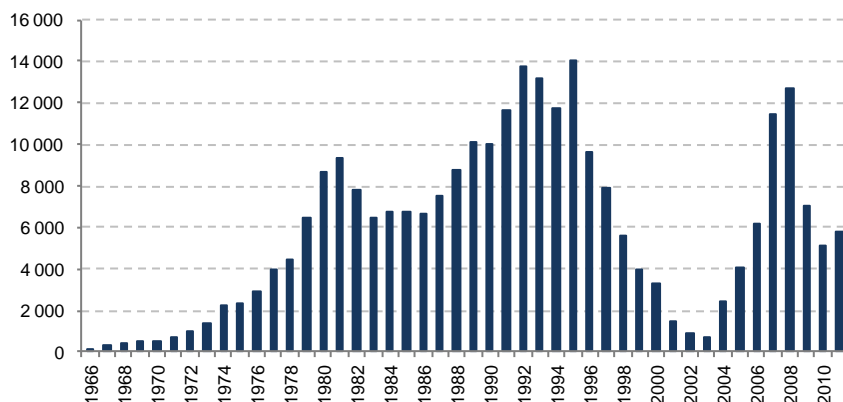
Sin embargo, después de alcanzar su nivel más alto a mediados de la década de 1990 (US\$14.020 millones en 1995), el mecanismo entró en desuso. La razón básica fue, sin duda, la liberalización creciente de las transacciones en divisas que hizo que para las empresas resultara más útil emplear las facilidades en dólares de entidades crediticias privadas, que proporcionaban no solo un sistema de pagos muy eficiente sino también crédito en moneda extranjera y acceso a mercados de derivados para protegerse contra la volatilidad del tipo de cambio, una demanda que se hizo cada vez mayor debido al uso cada vez más frecuente de tipos de cambio flexibles. A su vez, el Convenio acumuló algunas desventajas. En particular la tasa de interés que cobra para las deudas acumuladas, de Libor más 100

²⁵ Barbados fue desde 1982 el principal país superavitario dentro del acuerdo de pagos. Trinidad y Tobago lo fue previamente y continuó siendo el principal país superavitario en el comercio intra-subregional y de hecho el principal exportador a los países del CARICOM, pero muchas de sus exportaciones de petróleo se siguieron pagando por fuera del acuerdo.

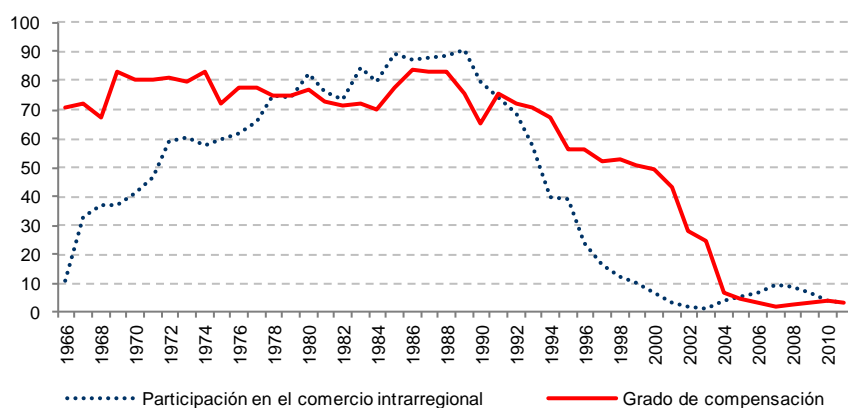
puntos, tiende a ser inferior al rendimiento de las reservas internacionales, por lo cual los bancos centrales prefieren pagar sus obligaciones en forma anticipada. Por este motivo, el grado de compensación se redujo considerablemente. Así las cosas, el éxito del Convenio resultó altamente dependiente de las restricciones a los mercados de divisas que existían en el pasado y no se pudo adaptar bien a un ambiente libre de dichas restricciones.

GRÁFICO 7
ACUERDO DE PAGOS Y CRÉDITOS RECÍPROCOS DE LA ALADI
(En millones de dólares)

A. Montos canalizados



B. Cobertura del comercio y grado de compensación



Fuente: ALADI.

El acuerdo revivió a partir de 2004, alcanzando nuevamente un monto de US\$12.657 millones en 2008. Sin embargo, ese monto representa ahora menos de una décima parte del comercio intrarregional. Su uso creciente depende nuevamente de las restricciones cambiarias impuestas por Venezuela (República Bolivariana de). Como este país tiene un déficit comercial con respecto a casi todos los miembros de Convenio, el grado de compensación es, además, muy limitado. Ha habido algunas iniciativas para reformar el Convenio con el fin de revitalizarlo, pero hasta ahora no se han adoptado.

Desde mediados de la década pasada ha habido dos iniciativas adicionales en el área de pagos intrarregionales. La primera fue el lanzamiento en 2006 de un acuerdo entre Argentina y Brasil para pagos en monedas locales, que comenzó a funcionar en 2008, con la expectativa de que sería ampliado con posterioridad a otros miembros del MERCOSUR. El acuerdo permite el pago en monedas de los dos países para transacciones hasta por 360 días, con la característica novedosa de que las compensaciones son muy frecuentes, por lo cual los bancos centrales minimizan el riesgo cambiario en el cual incurren.

El mecanismo ha resultado útil para empresas medianas y pequeñas que no tienen acceso a los instrumentos en divisas que ofrecen los bancos comerciales. Ha sido utilizado fundamentalmente por importadores argentinos de productos brasileños, pero su cobertura del comercio bilateral ha sido muy baja: 1,1% en 2009, 2,2% en 2010 y 2,5% en 2011.

A su vez, cuatro miembros del ALBA (Bolivia (Estado Plurinacional de), Cuba, Ecuador y Venezuela (República Bolivariana de), con la expectativa de que Nicaragua se adherirá al acuerdo) lanzaron en 2009 su propio mecanismo de compensación, el Sistema Unificado de Compensación Regional de Pagos, SUCRE (cuyas siglas tienen, en forma simbólica, el nombre de la antigua moneda nacional de Ecuador). El uso de una unidad de cuenta común, el sucre, basado en las tasas de cambio de los países miembros, implica que los bancos centrales incurren en un riesgo cambiario potencialmente importante, una característica que está ausente en el resto de los acuerdos. El mecanismo ha sido utilizado principalmente en las transacciones entre Ecuador y Venezuela (República Bolivariana de), y especialmente por importadores ecuatorianos, pero ha sido también limitado: US\$12,0 millones en 2010 y US\$172,8 millones en 2010, que representa también una baja proporción del comercio bilateral correspondiente (0,2% en 2010, el único año para el cual puede ser estimado). Existe en principio el compromiso de complementar este acuerdo con un fondo de reservas común, pero no se han dado pasos firmes en tal dirección.

Cabe anotar que el FLAR (entonces todavía FAR) creó en 1984 un instrumento que tiene algunas características similares al sucre: el peso andino. Era una unidad de cuenta creada para facilitar los pagos entre los bancos centrales autorizados (los andinos y los de Argentina y Brasil). Entonces se emitieron el equivalente a US\$80 millones a los países miembros: US\$20 millones a Colombia, Perú y Venezuela (República Bolivariana de) y US\$10 a Bolivia (Estado Plurinacional de) y Ecuador. Los saldos tenían que ser pagados en divisas 180 días después de haber sido utilizados, con un interés de Libor más 25 puntos base, y operaba, por lo tanto, como una línea de crédito de corto plazo carente de riesgo cambiario (su principal diferencia con el sucre). Entre 1985 y 1990 se hicieron transacciones por US\$158,3 millones en pesos andinos, pero desde entonces dejó de ser utilizado. Perú y Ecuador fueron los principales usuarios y Colombia el único país que no los usó. Eran empleados principalmente para pagar los saldos en el Convenio de Pagos de la ALADI (un 55% de las transacciones) o las obligaciones con el FLAR (FAR) mismo, en cuyo caso operaban como una extensión de 180 días de las obligaciones.

D. La cooperación financiera regional y la crisis en curso

A manera de conclusión, vale la pena analizar en qué medida el grado de cooperación regional alcanzada sirve para enfrentar una agudización de la crisis en curso, un escenario que parece altamente probable en vista de las dificultades que viene experimentando el área euro. En este sentido, las experiencias del pasado indican que los mecanismos con que cuenta la región pueden ser muy útiles, pero resultan insuficientes en una crisis de alcance mundial.

Entre los bancos subregionales, solo la CAF ha logrado cumplir una función claramente anticíclica, que es en cualquier caso más limitada a la que puede llevar a cabo el Banco Mundial e incluso el BID. Lo que esto indica es que los bancos subregionales también son dependientes del acceso a los mercados internacionales de capitales, que es procíclico para estas instituciones, como para los países de la región. Por otra parte, la capacidad del Banco Mundial de emprender una operación anticíclica como la que llevó a cabo en 2008-09 es más limitada hoy, debido a las restricciones de capital que enfrenta la entidad y que ya la han obligado a reducir los nuevos préstamos. Esto es cierto aún si culmina la capitalización acordada durante la crisis (que tiene todavía un bajo nivel de suscripción a mediados de 2012), ya que fue insuficiente. En todo caso, una acción conjunta del Banco Mundial, el BID y de la CAF puede jugar un papel positivo en una coyuntura adversa, y los primeros podrían apoyar las acciones que en tal sentido realicen el BCIE y el BDC, sirviendo, por ejemplo, como garantes de los bonos que emitan estas instituciones. El Banco del Sur ofrece posibilidades adicionales, pero será necesario que dicha institución establezca un manejo profesional sólido para que pueda tener acceso en condiciones ventajosas a los mercados internacionales de crédito.

Una innovación importante para los bancos de desarrollo subregionales son los préstamos por programa que ya han desarrollado el Banco Mundial y el BID. Como ya se señaló, estos créditos funcionan en la práctica como préstamos presupuestales de carácter general y durante las crisis también como préstamos de balanza de pagos. La gran ventaja de estos créditos es su desembolso rápido. En todo caso, esta virtud es menos importante en el caso de los bancos subregionales, que son en general más ágiles en sus operaciones de crédito que el Banco Mundial y el BID.

Los convenios de pagos ofrecen, por su parte, posibilidades interesantes en una coyuntura crítica. Sin embargo, sus potencialidades dependen de que haya un alto grado de compensación en las transacciones intrarregionales o intrasubregionales. Por el contrario, en presencia de grandes desequilibrios, dichos acuerdos pueden colapsar, a no ser que cuenten con un sistema complementario para financiar los déficit de balanza de pagos, una función que puede eventualmente proveer un fondo de reservas al cual estén asociados (una propuesta que se presenta más adelante). También existen posibilidades interesantes de avanzar hacia un sistema multilateral de pagos en monedas locales, con cruces frecuentes de cuentas para evitar que los bancos centrales incurran en riesgos cambiarios. Como hemos visto, la principal restricción al uso de monedas locales es la ausencia de servicios similares a los que proveen los bancos en divisas y, en particular, de créditos comerciales que resulten competitivos y un mercado de futuros en las monedas locales. Las formas como se puede promover el desarrollo de dicho mercado deben ser objeto de análisis por parte de los bancos centrales. El uso de monedas de cuenta para los pagos intrarregionales también ofrece algunas potencialidades, ya sea en la modalidad del peso andino o del sucre, e incluso se pueden crear muy gradualmente las bases para el uso futuro de esa moneda como instrumento privado de pago en las transacciones intrarregionales. Las autoridades deben ponderar cuál de estas opciones —un sistema de pagos en monedas locales o la creación de una moneda de transacción intrarregional— es preferible, ya que resulta redundante poner ambas en funcionamiento.

Las mayores potencialidades las ofrece la construcción de un fondo regional de reservas de gran alcance, tanto en términos de membresía como de tamaño. Dado su excelente comportamiento histórico, la solución obvia es construir dicha institución a partir del FLAR. Los estudios existentes²⁶ han demostrado, por lo demás, que las correlaciones entre las variables macroeconómicas no son todas positivas o no son estadísticamente significativas, por lo cual un fondo regional sí es viable (Agosin y Heresi, 2011; Machinea y Titelman, 2007). Además, aún si dichas correlaciones son positivas y hay, por lo tanto, contagio, el fondo puede ser viable si la demanda de recursos del fondo es secuencial o si afecta a distintos países con intensidad diferente, como ha sido cierto en ambos casos en la historia del FAR/FLAR,. Otros ejercicios han mostrado que la mezcla de acceso a un mayor volumen de reservas y variabilidad de las mismas (el llamado “*coverage ratio*”) es benéfico para el grueso de los países (Machinea y Titelman, 2007; Rosero, 2011). Para aquellos para los cuales no lo es, una razón puede ser que el tipo de cambio absorbe los choques externos, por lo cual puede haber beneficios colaterales asociados a la mayor estabilidad de esta variable. Por último, un ejercicio retroactivo realizado por la FLAR (2011b) muestra que todos los países miembros se han beneficiado de sus servicios en términos de acceso a sus líneas de crédito en relación con aquellas disponibles en los mismos momentos en los mercados. Nótese que hay beneficios adicionales que no se incluyen en estos ejercicios, en particular la contribución potencial a reducir el contagio regional, incluyendo el efecto de las crisis financieras sobre el comercio intrarregional.

Un fondo ampliado podría cubrir una proporción alta de las necesidades de financiamiento. Agosin y Heresi (2011) han estimado que con el 15% de las reservas de 2008 de los 12 países más grandes de la región (US\$70.000 millones) se podrían haber cubierto todas las salidas de capital que tuvieron lugar después de la quiebra de Lehman Brothers, excepto las de Brasil, y que hubiera cubierto el M_1 de todos los países, excepto Brasil y México. Un ejercicio del FLAR (2011a) indica que un fondo sudamericano más modesto, equivalente a tres veces el capital actual, y con contribuciones de Brasil iguales al doble de los países con mayores aportes actuales, tendría una capacidad crediticia de unos US\$21.000, suficientes para cubrir en promedio el 82% de las deudas de corto plazo y el 27% del M_1 de

²⁶ Véase una relación más detallada de estos ejercicios en Ocampo y Titelman (2012).

los países, si las demandas son simultáneas, pero con coberturas en general pequeñas de los países más grandes, por lo cual sería bueno aspirar a un fondo de mayor tamaño.

Una reforma de esta naturaleza debería utilizar al fondo de reserva como la base institucional del mecanismo de pagos y créditos recíprocos de la ALADI y de los sistemas de pagos entre bancos centrales (o la creación gradual de una moneda de transacción de alcance regional), ampliados en ambos casos a todos los miembros del nuevo FLAR. La gran ventaja es que ofrecería las líneas de balanza de pagos complementarias es la liquidez de dichos acuerdos de pagos. Podría funcionar en parte con acuerdos de canje (*swaps*) entre los bancos centrales, como en el Acuerdo de Chiang Mai, aunque en este caso complementarios a los aportes de reservas. Un fondo de reservas ampliado seguramente tendría que acordar un mecanismo de voto ponderado, que podría tener en cuenta tres factores diferentes: votos básicos iguales por país, una proporción basado en las contribuciones de reservas al fondo común y votos adicionales más bajos proporcionales a las líneas de canje aportadas.

Una institución de este tipo podría ser el marco para ampliar significativamente el diálogo de políticas macroeconómicas. Este diálogo ha tenido lugar en el pasado en distintas formas pero su institucionalidad ha sido débil. Debería transformarse en un sistema formal de intercambio de información, diálogo entre las autoridades y alerta temprana. Sobre este sistema se deberá ir construyendo un mecanismo de supervisión macroeconómica, que es esencial para el funcionamiento de fondo de reservas regional de gran alcance y que serviría de base para una eventual coordinación de políticas. Estas tareas en materia de información, diálogo y supervisión deberían abarcar las variables fiscales, monetarias, crediticias y las regulaciones macro-prudenciales que adopten los países. Sin embargo, se debería evitar la tendencia a adoptar metas explícitas para ciertas variables, al estilo de las adoptadas en el pasado para replicar el Tratado de Maastricht, que fueron meramente simbólicas en la región y carecieron, por lo tanto, de credibilidad (de hecho, carecieron de credibilidad aún en el caso europeo). Por el contrario, en materia macro-prudencial podría ser conveniente adoptar principios comunes e incluso normas de alcance regional.

Un tema que ha sido objeto de debate reciente se refiere a las líneas de crédito que ofrezca este FLAR ampliado y los instrumentos en los cuales puede invertir sus recursos. En este caso, las líneas con que ya cuenta la FLAR son un buen punto de partida. De ellas, la línea de crédito de contingencia debe ser ampliada hasta dos años (como ya lo hizo el FMI con su propia línea) y se podría crear una línea de crédito compensatoria relacionada con el deterioro de los términos de intercambio, que parece factible dada las correlaciones muchas veces negativas que tienen los términos de intercambio de los países de la región (Agosin y Heresi, 2011). No parece, sin embargo, conveniente en este caso, a diferencia de los bancos de desarrollo (donde dicha función la desempeñarían los créditos de programa), evolucionar hacia préstamos presupuestales, pero una alternativa podría ser hacer algo más flexible la línea de Tesorería (extendiendo, por ejemplo, el plazo); de otra manera, esa línea debería ser eliminada.

También se ha propuesto que el fondo pueda invertir en bonos emitidos por los países de la región. Esta propuesta sería inconveniente, ya que un principio fundamental para el funcionamiento de un mecanismo de apoyo a la balanza de pagos es que sus inversiones tengan una correlación nula o negativa con las variables macroeconómicas que afectan a sus miembros (FLAR, 2011b). La inversión en fondos regionales iría en contra de este principio y reduciría, por lo tanto, la capacidad del fondo de operar como un instrumento anticíclico. Esto es aún menos conveniente si los bonos están denominados en monedas nacionales, ya que ello agregaría un riesgo cambiario a las operaciones del fondo de reserva. Nótese nuevamente que los bancos de desarrollo sí pueden e incluso deben ser activos en los mercados de bonos en monedas locales, una actividad en la cual la CAF ya está inmersa, que ofrecen beneficios evidentes tanto a los países como al banco multilateral.

Debido a las limitaciones que tendría aún un FLAR ampliado para enfrentar coyunturas críticas de alcance mundial, una alternativa adicional es crear mecanismos de apoyo del FMI a los fondos regionales. Una modalidad puede ser un acceso a líneas específicas del FMI. Otra, mucho más ambiciosa, puede ser incluir en la fórmula de asignación de DEGs los aportes que los países hagan a los fondos regionales de reservas (Ocampo, 2002 y 2006). Por lo demás, un paso mínimo en tal dirección sería que los aportes a dichos fondos fueran considerados como reservas internacionales por parte del FMI.

Bibliografía

- Agosin, Manuel y Rodrigo Heresi (2011), “Hacia un Fondo Monetario Latinoamericano”, FLAR, Papers and Proceedings of the 2010 Conference of Economic Studies, publicado en marzo 2011, pp. 69-102, disponible en: <https://www.flar.net/contenido/contenido.aspx?catID=152&conID=2592>
- Boorman, Jack T. y André Icard (eds.), *Reform of the International Monetary System: The Palais Royal Initiative*, New Delhi: SAGE Publications
- Bulmer-Thomas, Victor (2012), *The Economic History of the Caribbean since the Napoleonic Wars*, Cambridge: Cambridge University Press.
- Caruana, Jaime (2010), “Basel III: Towards a safer financial system”, Banco de Pagos Internacionales, septiembre 15.
- CEPAL (Comisión Económica para América Latina y el Caribe) (1994), *El regionalismo abierto en América Latina y el Caribe: La integración regional en servicio de la transformación productiva con equidad*, Libros de la CEPAL No. 39, enero.
- (2001), *Crecer con estabilidad: el financiamiento del desarrollo en el nuevo contexto internacional*, Bogotá, CEPAL:Alfaomega.
- CIC (Cámara Internacional de Comercio), Comité Bancario (2009), “ICC Trade Finance Survey: An Interim Report- Summer 2009”, septiembre 4.
- Comisión de Larousière (2009), *The High-Level Group on Financial Supervision in the EU, Chaired by Jacques de Larousière*, Bruselas, 25 de febrero.
- Comisión Warwick (2009): *International Financial Reform*, noviembre, disponible en: warwick.ac.uk/research/warwickcommission/
- Comité de Basilea (Comité de Supervisión Bancaria de Basilea) (2010): *The Basel Committee Response to the financial crisis; Report to the G-20*, October, disponible en: <http://is.org/publ/bcbs179.pdf>
- Culpeper, Roy (2006), “Reforming the Global Financial Architecture: The Potential of Regional Institutions”, en José Antonio Ocampo (ed.), *Regional Financial Cooperation*, Washington D.C.: Brookings Institution y CEPAL, capítulo 2.
- D’Arista Jane y Stephany Griffith-Jones (2010), “Agenda and Criteria for Financial Regulatory Reform”, en Stephany Griffith-Jones, José Antonio Ocampo y Joseph E. Stiglitz (eds.), *Time for a Visible Hand: Lessons from the 2008 World Financial Crisis*, Nueva York, Oxford University Press, capítulo 7.

- Eichengreen, Barry (2011), *Exorbitant Privilege: The Rise and Fall of the Dollar and the Future of the International Monetary System*, New York: Oxford University Press.
- Erten, Bilge y José Antonio Ocampo (2012), “Building a Stable and Equitable Global Monetary System”, Documento preparado para el Comité de Políticas de Desarrollo del Consejo Económico y Social de la ONU, abril.
- FLAR (Fondo Latinoamericano de Reservas) (2001a), “Un ejemplo ilustrativo de escenarios de capital para un FLAR ampliado con países de la Unasur actualmente no miembros”, Documento de trabajo interno, noviembre 18.
- ___ (2001b), “El FLAR dentro de la arquitectura financiera regional: historia y desempeño en perspectiva”, Documento de trabajo interno, diciembre.
- FMI (Fondo Monetario Internacional) (2002), “Guidelines on Conditionality”, Prepared by the Legal and Policy Development and Review Departments, Washington D.C., September 25, <http://www.imf.org/External/np/pdr/cond/2002/eng/guid/092302.pdf>.
- ___ (2009), “IMF implements major lending policy improvements”, Washington, DC, March, <http://www.imf.org/external/np/pdr/fac/2009/032409.htm>.
- ___ (2011), “Recent Experiences in Managing Capital Inflows: Crosscutting Themes and Possible Policy Framework”, febrero 14.
- ___ (2012), “Liberalizing Capital Flows and Managing Outflows: Background Paper”, marzo 16.
- FMI-OIE (Oficina de Evaluación Independiente) (2008), *An IEO Evaluation of Structural Conditionality in IMF-Supported Programs*, January, http://www.ieo-imf.org/eval/complete/eval_01032008.html.
- G-20 (Grupo de los 20) (2011), “G-20 Coherent Conclusions for the Management of Capital Flows Drawing on Country Experiences”, noviembre 3-4, disponible en: <http://www.g20.org/>.
- Gallagher, Kevin P., Stephany Griffith-Jones y José Antonio Ocampo (eds.) (2012a), *Regulating Global Capital Flows for Long-Run Development*, Boston: Boston University, Pardee Center Task Force Report, marzo.
- ___ (2012b), “Capital Account Regulations for Stability and Development: A New Approach”, en Kevin P. Gallagher, Stephany Griffith-Jones y José Antonio Ocampo (eds.) (2012a), *Regulating Global Capital Flows for Long-Run Development*, Boston: Boston University, Pardee Center Task Force Report, Resumen ejecutivo, marzo.
- González del Valle, Jorge (1990), “Fortalecimiento del Fondo Centroamericano de Estabilización Monetaria”, San Jose: Secretaría Ejecutiva del Consejo Monetario Centroamericano, Estudio preparado para el Programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo, junio..
- Griffith-Jones, Stephany y José Antonio Ocampo (2010): “Building on the Counter-Cyclical Consensus: A Policy Agenda”, disponible en: <http://www.g24.org/research.htm>.
- ___ (2011), “La arquitectura financiera internacional a la luz de la crisis: algunos logros y numerosos desafíos”, en José Antonio Alonso y José Antonio Ocampo (dirs.), *Cooperación para el desarrollo en tiempos de crisis*, Madrid: Fondo de Cultura Económica, capítulo 3.
- ___ José Antonio Ocampo y Joseph E. Stiglitz (eds.), *Time for a Visible Hand: Lessons from the 2008 World Financial Crisis*, Nueva York, Oxford University Press.
- Guerra Borges, Alfredo (1996), “El sistema regional de pagos en Centroamérica 1961-1992 y la cooperación financiera de la comunidad europea”, en *La integración económica centroamericana ante el reto de la globalización*, Managua: Coordinadora Regional de Investigaciones Económicas y Sociales. Disponible en: <http://www.obela.org/system/files/SistPagosMCCA1961-92.doc>.
- Gabel, Ilene (2012), “Financial Architectures and Development: Resilience, Policy Space, and Human Development in the Global South”, Documento de base para el Informe sobre Desarrollo Humano 2012, Nueva York, Programa de Naciones Unidas para el Desarrollo, junio.
- Habermeier, Karl, Annamaria Kokenyne y Chikako Baba (2011), “The Effectiveness of Capital Controls and Prudential Policies in Managing Large Capital Inflows”, IMF Staff Discussion Note SDN/11/14, agosto 5.
- Kawai, Masahiro y Domenico Lombardi (eds.) (2012), *Financial Regionalism and the International Monetary System*, Washington D.C.: Brookings Institution Press, en prensa.
- Kenen, Peter B. (2001), *The International Financial Architecture: What’s New? What’s Missing?*, Washington: Institute for International Economics.
- Keynes, John M. (1942-43), “The Keynes Plan”, reproducido en J. Keith Horsefield (ed.). *The International Monetary Fund 1945-1965: Twenty Years of International Monetary Cooperation*. Vol. III: Documents, Washington: Fondo Monetario Internacional, 1969, pp. 3-36.
- Machinea, José Luis y Daniel Titelman (2007), “¿Un crecimiento menos volátil? El papel de las instituciones financieras regionales”, *Revista de la CEPAL*, No. 91, abril, pp. 7-27.

- Mistry, Percy S (1999), "Coping with Financial Crises: Are Regional Arrangements the Missing Link?", en *International Monetary and Financial Issues for the 1990s*, Vol.10, Ginebra: UNCTAD.
- Miller, Ginne Lea (1993). "The CMCF and CARICOM Trade", Working Paper, Central Bank of Barbados, November. Disponible en: <http://www.centralbank.org.bb/WEBCBB.nsf/vwPublications/7E210902EE90521B042579C90044CB81?OpenDocument>
- Mohan, Rakesh (2012), "Capital Account Management: The Need for a New Consensus", en Kevin P. Gallagher, Stephany Griffith-Jones y José Antonio Ocampo (eds.) (2012), *Regulating Global Capital Flows for Long-Run Development*, Boston: Boston University, Pardee Center Task Force Report, marzo, capítulo 2.
- 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*, enero 21.
- ___ (2009), Report of the Commission of Experts Convened of the President of the UN General Assembly on Reforms of the International Monetary and Financial System (Comisión Stiglitz), septiembre, disponible en: http://www.un.org/ga/econcrisissummit/docs/FinalReport_CoE.pdf.
- ___ (2011), *Millennium Development Gaps Report 2011*, Nueva York: Naciones Unidas.
- Ocampo, José Antonio (1999), *La reforma del sistema financiero internacional: un debate en marcha*, Santiago: Fondo de Cultura Económica y CEPAL.
- ___ (2002), "Recasting the International Financial Agenda", en John Eatwell y Lance Taylor (eds), *International Capital Markets: Systems in Transition*, Nueva York: Oxford University Press.
- ___ (ed.) (2006a) *Regional Financial Cooperation*, Washington D.C.: Brookings Institution y CEPAL [Existe una versión con un menor número de capítulos en castellano *Cooperación financiera regional*, Santiago: Libros de la CEPAL No. 91].
- ___ (2006b), "Regional Financial Cooperation: Experiences and Challenges", en José Antonio Ocampo (ed.), *Regional Financial Cooperation*, Washington D.C.: Brookings Institution y CEPAL, capítulo 1.
- ___ (2010), "Reforming the Global Reserve System", en Stephany Griffith-Jones, José Antonio Ocampo y Joseph E. Stiglitz (eds.), *Time for a Visible Hand: Lessons from the 2008 World Financial Crisis*, Nueva York, Oxford University Press, capítulo 16.
- ___ (2011), *Reforming the International Monetary System*, 14th Conferencia Anual de WIDER, Helsinki: WIDER.
- Ocampo, José Antonio y Daniel Titelman (2009-10), "Subregional Financial Cooperation: The South American Experience", *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 32 No. 2, invierno.
- ___ (2012), "Regional Monetary Cooperation in Latin America", en Masahiro Kawai y Domenico Lombardi (eds.) (2012), *Financial Regionalism and the International Monetary System*, Washington D.C.: Brookings Institution Press, en prensa.
- Ostry, Jonathan D., Atish R. Ghosh, Karl Habermeier, Marcos Chamon, Mahvash S. Qureshi y Dennis B.S. Reinhardt (2010), "Capital Inflows: The Role of Controls," IMF Staff Position Note SPN/10/04, Washington, D.C.: Fondo Monetario Internacional, febrero 10.
- Ostry, Jonathan D., Atish R. Ghosh, Karl Habermeier, Marcos Chamon, Luc Laeven, Mahvash S. Qureshi, y Annamaria Kokenyne (2011), "Managing Capital Inflows: What tools to use?", IMF Staff Discussion Note SDN/11/06, Washington, D.C.: Fondo Monetario Internacional, abril 5.
- Padoa-Schioppa, Tomasso (2011), "The Ghost of Bancor: The Economic Crisis and Global Monetary Disorder", en Jack T. Boorman y André Icard (eds.), *Reform of the International Monetary System: The Palais Royal Initiative*, New Delhi: SAGE Publications, capítulo 6.
- Pisani-Ferry, Jean (2012), "The Euro Crisis and the New Impossible Trinity", *Bruegel Policy Contribution*, enero.
- Polak, Jacques J. (1979), "Thoughts on an International Monetary Fund based fully on SDR", Pamphlet Series No. 28, Washington D.C: Fondo Monetario Internacional.
- Rosero, Luis Daniel (2011), *Essays on International Reserve Accumulation and Cooperation in Latin America*, Tesis doctoral, Universidad de Massachusetts, Amherst.
- te Velde, Dirk y Isabella Massa (2009), "Donor Responses to Global Financial Crisis: A Stock Take", ODI Working Paper No. 11, Londres, diciembre, disponible en: <http://www.odi.org.uk/resources/details.asp?id=4630&title=global-financial-crisis-donor-responses-stock-take>.
- Titelman, Daniel (2006), "Subregional Financial Cooperation: The Experiences of Latin America and the Caribbean", en José Antonio Ocampo (ed.), *Regional Financial Cooperation*, Washington D.C.: Brookings Institution y CEPAL, capítulo 7.
- 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.

- Williamson, John (1977), *The Failure of World Monetary Reform, 1971-1974*, New York: New York University Press.
- Wyplosz, Charles (2006), “Regional Exchange Rate Arrangements: The European Experience”, en José Antonio Ocampo (ed.), *Regional Financial Cooperation*, Washington D.C.: Brookings Institution y CEPAL, capítulo 4.
- (2012), “Financial Regionalism in Europe: Gaps Hurt”, en Masahiro Kawai y Domenico Lombardi (eds.) (2012), *Financial Regionalism and the International Monetary System*, Washington D.C.: Brookings Institution Press, en prensa.
- Zhou Xiaochuan (2009), “Reform the international monetary system”, People’s Bank of China, Beijing, disponible en: <http://www.bis.org/review/r090402c.pdf>.



NACIONES UNIDAS

Serie

CEPAL

macroeconomía del desarrollo

Números publicados

Un listado completo así como los archivos pdf están disponibles en

www.cepal.org/publicaciones

131. La arquitectura financiera mundial y regional a la luz de la crisis, José Antonio Ocampo (LC/L.3584), 2013.
130. Política tributaria para mejorar la inversión en América Latina, Claudio Agostini y Michel Jorratt, (LC/L.3589), 2013.
129. La inversión y el ahorro en América Latina: nuevos rasgos estilizados, requerimientos para el crecimiento y elementos de una estrategia para fortalecer su financiamiento, Sandra Manuelito y Luis Felipe Jiménez, (LC/L.3603), 2013.
128. Interacciones intergubernamentales entre los impuestos sobre el petróleo y el gas y la protección ambiental, Giorgio Brosio, (LC/L.3583), 2013.
127. Política fiscal e inversión: Un enfoque sistémico y de crecimiento inclusivo, José María Fanelli, (LC/L.3556), 2012.
126. Elites económicas, desigualdad y tributación, Juan Pablo Jiménez y Andrés Solimano, (LC/L.3552), 2012.
125. La reforma tributaria uruguaya de 2006: Algunas consideraciones de economía política y comportamental, Andrés Rius (LC/L.3550), 2012.
124. Informalidad y tributación en América Latina: Explorando los nexos para mejorar la equidad, Juan Carlos Gómez Sabañi y Dalmiro Morán, (LC/L.3534), 2012.
123. Clase media y política fiscal en América Latina, Diego Avanzini, (LC/L.3527), 2012.
122. Crecimiento, empleo y distribución de ingresos en América Latina, Jürgen Weller (LC/L.3516), 2012.
121. Revenue sharing: the case of Brazil's ICMS, José Manuel Arroyo, Juan Pablo Jiménez and Carlos Mussi (LC/L.3489), 2012.
120. Estimación de la recaudación potencial del impuesto a la renta en América Latina, Darío Rossignolo (LC/L.3484), 2012.
119. Imposición a la renta personal y equidad en América Latina: Nuevos desafíos, Juan Carlos Gómez Sabaini, Juan Pablo Jiménez y Darío Rossignolo (LC/L.3477), 2012.
118. Tax structure and tax evasion in Latin America, Juan Carlos Gómez Sabaini and Juan Pablo Jiménez (LC/L.3455), 2012.
117. Commodities, choques externos e crecimiento: reflexões sobre a América Latina, Ricardo de Medeiros Carneiro (LC/L.3435), 2012.
116. Fragilidad externa o desindustrialización: ¿Cuál es la principal amenaza de América Latina en la próxima década?, Roberto Frenkel y Martín Rapetti (LC/L.3423), 2011.
115. Desafíos e implicancias fiscales de la inversión en infraestructura baja en carbono, Martina Chidiak y Verónica Gutman (LC/L.3403), 2011.

- El lector interesado en adquirir números anteriores de esta serie puede solicitarlos dirigiendo su correspondencia a la Unidad de Distribución, CEPAL, Casilla 179-D, Santiago, Chile, Fax (562) 210 2069, correo electrónico: publications@cepal.org.

Nombre:

Actividad:

Dirección:

Código postal, ciudad, país:

Tel.:.....Fax:.....E.mail:.....