



**MEDIDAS DE RESPUESTA A LA  
CRISIS FINANCIERA MUNDIAL:**

**ASUNTOS CLAVE PARA LOS  
PAÍSES EN DESARROLLO**

**Ginebra, Mayo de 2009**

## **EL AUTOR**

Yilmaz Akyüz, autor de este documento, es asesor económico especial del Centro del Sur, Ginebra, anteriormente Director de la División de Globalización y Estrategias de Desarrollo de la Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD). Su dirección electrónica de contacto es: [yilmaz.akyuz@bluewin.ch](mailto:yilmaz.akyuz@bluewin.ch)

## **EL CENTRO DEL SUR**

El Centro del Sur es una organización intergubernamental de países en desarrollo. El Centro del Sur elabora, publica y distribuye información, análisis estratégicos y recomendaciones sobre asuntos económicos, políticos y sociales de orden internacional que interesan al Sur. Con el objeto de alcanzar sus objetivos y dentro de los límites de su capacidad y mandato, el Centro atiende también las solicitudes de asesoramiento normativo y de apoyo técnico y de otra naturaleza que formulan entidades colectivas del Sur, como el Grupo de los 77 y China y el Movimiento de los Países no Alienados. El Centro del Sur goza de plena independencia intelectual en la prosecución de sus objetivos de fomentar la solidaridad y la cooperación entre los países del Sur y de lograr una participación coordinada de los países en desarrollo en los foros internacionales.

El presente documento es producido por el Centro del Sur para contribuir a una mejor participación de los países en desarrollo en las negociaciones internacionales. Se autoriza la citación o reproducción del contenido del presente documento para uso personal siempre que se indique claramente la fuente. Se agradecerá el envío al Centro del Sur de una copia de la publicación en la que aparece dicha citación o reproducción. Todos los derechos reservados.

Las publicaciones del Centro del Sur no reflejan necesariamente las posiciones oficiales de sus Estados miembros o de otros países en desarrollo.

La versión electrónica de esta y otras publicaciones del Centro del Sur pueden descargarse gratuitamente del sitio <http://www.southcentre.org>

Centro del Sur  
Ch. de Champ d'Anier 17, 1211 Ginebra 19, Suiza  
Tel: +41 22 7918050; Fax: +41 22 7988531  
Email: [south@southcentre.org](mailto:south@southcentre.org)  
Website: <http://www.southcentre.org>

© South Centre, Yilmaz Akyüz (2009)

# Centro del Sur

## MEDIDAS DE RESPUESTA A LA CRISIS FINANCIERA MUNDIAL: ASUNTOS CLAVE PARA LOS PAÍSES EN DESARROLLO

### Índice

A. Introducción .....	3
B. Medidas de respuesta en las EDE: Desequilibrio de la balanza de pagos y ayuda internacional.....	4
1. <i>Efectos de la crisis y opciones en materia de medidas internas</i> .....	4
2. <i>Aporte de liquidez internacional</i> .....	7
C. Reforma de la arquitectura financiera internacional.....	12
1. <i>Esferas de reforma para la prevención de la crisis</i> .....	13
a. <i>Disciplina multilateral en materia de política monetaria y financiera</i> .....	13
b. <i>Un sistema internacional de reservas estable</i> .....	16
c. <i>Reglamentación de los mercados financieros internacionales y de las corrientes de capital</i> .....	22
2. <i>Intervención en la crisis y soluciones a ésta</i> .....	27
D. Resumen de conclusiones y propuestas en materia de medidas .....	31
1. <i>Medidas de respuesta inmediata</i> .....	31
2. <i>Prevención de la crisis: Supervisión de las políticas multilaterales</i> .....	32
3. <i>Prevención de la crisis: Sistema internacional de reservas</i> .....	32
4. <i>Prevención de la crisis: Reglamentación de los mercados financieros internacionales</i> .....	33
5. <i>Intervención en la crisis y soluciones a ésta</i> .....	34
6. <i>Otras áreas de reforma del FMI</i> .....	35
Referencias.....	37

## **MEDIDAS DE RESPUESTA A LA CRISIS FINANCIERA MUNDIAL: ASUNTOS CLAVE PARA LOS PAÍSES EN DESARROLLO**

### **A. Introducción**

La crisis financiera mundial desencadenada por la práctica generalizada de préstamos e inversiones de carácter especulativo en las principales instituciones financieras internacionales plantea dos series de desafíos en materia de políticas. En primer lugar, exige unas medidas inmediatas de respuesta para estabilizar los mercados financieros y las corrientes internacionales de capital, frenar el deterioro de la economía y poner en marcha la recuperación económica. A este fin, varios países industriales han tomado hasta el momento una serie de medidas que incluyen llevar a cabo operaciones de rescate a través de la inyección de capital a las instituciones financieras y empresas industriales en dificultades, ofrecer garantías gubernamentales para los activos financieros y depósitos bancarios sujetos a riesgo, relajar considerablemente las condiciones monetarias y reducir de manera rápida y drástica las tasas de interés y por último, ofrecer importantes paquetes fiscales de estímulo. Las economías en desarrollo y emergentes (EDE) también han adoptado medidas para facilitar las condiciones de los créditos y estimular el gasto privado para hacer frente a al impulso desestabilizador y deflacionario generado por la crisis. Sin embargo, muchas de ellas hacen frente a limitaciones de recursos para responder a la crisis con políticas anticíclicas. Existe una fuerte justificación y cierto margen para usar políticas comerciales y financieras para reducir las limitaciones de recursos. Sin embargo, muchas veces una medida eficaz de respuesta depende fundamentalmente del suministro apropiado de liquidez internacional en términos y condiciones adecuados por medio de instituciones financieras multilaterales.

En segundo lugar, esta crisis vuelve a poner de relieve la necesidad de una reforma fundamental del sistema financiero internacional con el fin de garantizar una mayor estabilidad y evitar que se produzcan crisis virulentas con ramificaciones mundiales. Al parecer, se ha logrado un consenso entre los principales protagonistas de la economía mundial sobre la necesidad de reformas, se han puesto en marcha varias iniciativas ad hoc y se han presentado propuestas en diferentes foros; entre ellos, la Organización de las Naciones Unidas (ONU), el Grupo de los 20 (G-20) y las instituciones de Bretton Woods. Sin embargo, es difícil saber en qué medida estas iniciativas darán como resultado la clase de cambios que se necesitan. Los antecedentes a este respecto no son muy alentadores. Pese a que existe un amplio acuerdo sobre una reforma sistémica que permita una mayor eficacia en la gestión de las finanzas internacionales tras una serie de crisis en las economías emergentes en los años noventa y la proliferación de propuestas de reforma, la iniciativa *Financiación para el Desarrollo* no ha producido resultados significativos a este respecto en los últimos siete años.<sup>1</sup> El interés de las EDE en tal reforma es considerablemente mayor en vista de las dimensiones desproporcionadas del daño que les inflige la inestabilidad internacional financiera. Por lo tanto, es importante que estos países lideren el proceso

---

<sup>1</sup> Véase, Akyüz (2002) para información sobre los asuntos planteados y las propuestas presentadas tras la crisis financiera asiática.

y constituyan un punto de vista coherente para que se produzcan cambios reales en varias esferas de interés crucial para ellos, entre ellas el mandato, los recursos, las modalidades operativas y la gobernanza del Fondo Monetario Internacional (FMI), a fin de reducir su vulnerabilidad ante la inestabilidad financiera y las crisis manteniendo, sin embargo, una autonomía política adecuada para la gestión de su integración en el sistema financiero internacional, de las corrientes de capital y de los tipos de cambio.

Estas dos series de cuestiones se superponen en ciertos aspectos. En particular, muchas de las deficiencias de las medidas inmediatas de respuesta que la comunidad internacional ha adoptado para hacer frente a la crisis tienen sus orígenes en las fallas de las disposiciones institucionales para la gestión y la resolución de la crisis. En el apartado siguiente se analizarán las limitaciones a las que hacen frente las EDE para responder a los impulsos desestabilizadores y deflacionarios de la crisis y se evaluarán las iniciativas internacionales para prestar ayuda que se han puesto en marcha hasta el momento. Posteriormente, se analizará la reforma de la arquitectura financiera internacional y se abordarán dos asuntos importantes: prevención de la crisis e intervención y solución de la crisis. Estos análisis se centrarán en las cuestiones que revisten particular importancia para la estabilidad y el crecimiento de las EDE y no en cada una de las cuestiones que plantea la crisis actual. En el apartado final se hará un resumen de las propuestas en materia de medidas presentadas en este artículo.

## **B. Medidas de respuesta en las EDE: Desequilibrio de la balanza de pagos y ayuda internacional**

### ***1. Efectos de la crisis y opciones en materia de medidas internas***

Las repercusiones de la crisis financiera mundial están causando estragos en las EDE. La disminución abrupta de los ingresos provenientes de la exportación de productos básicos y manufacturados, el colapso de las remesas, la alteración de las corrientes de capital privado, el aumento de los márgenes de riesgo, un grado extremo de contracción del crédito que afecta incluso a la financiación del comercio junto con las pérdidas de los valores de los activos, están dando lugar a una acusada desaceleración económica, e incluso a la contracción de la economía, en muchas partes del mundo en desarrollo. Según las proyecciones más recientes del FMI, se estima que el crecimiento promedio de las EDE será apenas de un 1,6% en 2009 frente a un 8,7% en 2007. La reducción prevista del crecimiento de estas economías, de más de 6 puntos porcentuales, sobrepasa la de la economía de los Estados Unidos, epicentro de la crisis, en donde se prevé una contracción de la producción de un 2,8% en 2009, tras un crecimiento de un 2% en 2007. Esta desaceleración traerá consigo una considerable disminución del ingreso per cápita en la mayoría de regiones y países en desarrollo. Por consiguiente, hay riesgo de perder los beneficios obtenidos como resultado de intensos esfuerzos que se han llevado a cabo en años recientes en materia de políticas y reformas para el fomento del desarrollo y el alivio de la pobreza.

En la actualidad hay amplio consenso sobre la necesidad de adoptar medidas macroeconómicas, expansionistas y anticíclicas, en respuesta a los impulsos deflacionarios dimanantes de la crisis. También hay consenso en que bajo las condiciones actuales de marcada preferencia por la liquidez y mayor aversión al riesgo, la política monetaria tendría muy poca influencia sobre la expansión del crédito y el gasto privado. Por consiguiente, es importante principalmente la adopción de políticas fiscales expansionistas, en particular, el incremento del gasto público.

En muchas EDE, el principal impedimento para una política macroeconómica anticíclica es la limitación impuesta por la balanza de pagos. Aunque durante el periodo de expansión precedente varios países de ingresos medianos lograron consolidar situaciones de la balanza de pagos relativamente sólidas y acumular grandes reservas internacionales, la limitación impuesta por la balanza de pagos se ha vuelto, en general, más restrictiva debido a una disminución de los ingresos provenientes de la exportación y las alteraciones de las corrientes de capital privado. De hecho, las reservas han venido disminuyendo en la mayoría de los países en desarrollo e incluso importantes economías excedentarias como la China han venido experimentado salidas de capital. Una aceleración del crecimiento basada en la expansión de la demanda interna seguramente disminuiría aún más las reservas a medida que aumentan las importaciones, lo que ejercería presión sobre la moneda y amenazaría la estabilidad externa y financiera. Esto significa que para las EDE cuyos recursos son limitados, las políticas macroeconómicas expansionistas dependerían de manera crucial del suministro adecuado de financiación externa. Para los países más pobres cuyas corrientes financieras oficiales están vinculadas directamente al presupuesto, la inyección de financiación externa adicional ayudaría también a aliviar las restricciones fiscales que en términos generales se han endurecido como resultado de los efectos negativos de la disminución de los ingresos provenientes de la exportación en los ingresos del Estado y de las depreciaciones de la moneda en el servicio de la deuda pública externa.

Según el Banco Mundial (2009: pág.6), se prevé que en 2009 las necesidades de financiación externa de 98 de las 102 EDE superen a las fuentes privadas de financiación. A falta de financiación oficial para colmar esta laguna, estos países tendrían que usar los instrumentos de política interna bajo su control con el fin de sortear la crisis con los menores perjuicios posibles. Sin embargo, las opciones son bastante limitadas. Los ajustes por fluctuaciones monetarias no serían muy eficaces para promover las exportaciones cuando los mercados extranjeros se contraen. Las devaluaciones abruptas en países con una extensa dolarización de la deuda también podrían provocar efectos perjudiciales en los balances de los agentes privados creando grandes descompensaciones entre monedas y plazos de amortización.

En cambio, la restricción selectiva de importaciones de productos no esenciales, de lujo, y de productos y servicios para los cuales existen sustitutos nacionales, podría ser más eficaz para aliviar las limitaciones en materia de balanza de pagos y facilitar las políticas macroeconómicas expansionistas al permitir el aumento en las importaciones de bienes intermedios y bienes de capital necesarios para la expansión de la producción y los ingresos internos. En algunas EDE la diferencia entre los aranceles aplicados y los aranceles consolidados en el marco de la OMC puede dejar un margen adecuado para una medida de este tipo, pero para un gran número de EDE este margen es generalmente bastante estrecho o, incluso, inexistente.

Por el contrario, las condiciones actuales de muchos países justifican invocar, como último recurso, las disposiciones de salvaguardia en materia de balanza de pagos del Acuerdo General sobre Aranceles Aduaneros y Comercio (GATT) (y del Acuerdo General sobre el Comercio de Servicios (GATS)), especialmente las del Artículo XVIII B que se refieren en particular a las dificultades para equilibrar la balanza de pagos, provenientes principalmente de los esfuerzos de estos países por ampliar sus mercados interiores, así como de la inestabilidad de su relación de intercambio.

En lo ideal, sería altamente deseable evitar medidas comerciales restrictivas, en particular las de naturaleza discriminatoria, cuando intervienen fuerzas deflacionarias mundiales. De hecho, la experiencia del periodo de entreguerras demuestra que las restricciones comerciales discriminatorias ad hoc, junto con políticas individualistas en materia de tipos de cambio pueden empeorar, en lugar de aliviar, las dificultades económicas y dar lugar a conflictos. En la reciente Cumbre del Grupo de los 20 (G-20) los países participantes se comprometieron a “no repetir los errores históricos del proteccionismo de eras anteriores” y a “abstenernos de levantar nuevas barreras a la inversión o al comercio de bienes y servicios, de imponer nuevas restricciones, o de aplicar medidas incompatibles con la Organización Mundial de Comercio (OMC) para estimular las exportaciones” (G-20 2009c: párr. 22). Sin embargo, el G-20 no indica qué tipo de medidas se considerarían proteccionistas y cuáles serían incompatibles con la OMC. Tampoco se menciona ningún compromiso específico.

La cuestión de saber si una medida comercial en particular puede considerarse o no una medida proteccionista depende de las condiciones en las cuales se ha adoptado. A este respecto, debe hacerse una distinción entre las restricciones que aplican los países cuyas monedas sirven de moneda de reserva y los países ricos en reservas, y las que aplican las EDE que hacen frente a limitaciones impuestas por la balanza de pagos. Las restricciones a la importación en los primeros implicarían en realidad exportar el desempleo hacia otros países pues al aumentar las exportaciones netas, una medida de este tipo sustituiría la demanda extranjera por la demanda interna. Pero este no sería el caso de las restricciones aplicadas por las EDE que hacen frente a la escasez de liquidez internacional. En este caso, las EDE tendrían que afrontar el estancamiento o la contracción y, por lo tanto, disminuiría la demanda de productos y servicios extranjeros. Las restricciones selectivas a la importación permitirían la asignación de las escasas divisas para facilitar la expansión interna sin reducir la demanda general de productos extranjeros. Esta no puede considerarse una medida proteccionista.

Por consiguiente, no debería privarse a las EDE cuyos recursos son limitados, de sus derechos en virtud de los acuerdos comerciales multilaterales de usar medidas legítimas a fin de evitar la contracción de la actividad económica. Debería hacerse una distinción entre las medidas comerciales de esta índole y las políticas de empobrecimiento del vecino como las restricciones a la importación y las subvenciones, entre ellas las que aplican algunas de las grandes economías industriales, como la cláusula “compre productos y servicios estadounidenses” y las subvenciones a la industria del conjunto de medidas de estímulo y operaciones de rescate en los Estados Unidos, que sirven para proteger los empleos dentro del país en lugar de promover medidas expansionistas y cuya conformidad con las normas de la OMC queda en tela de juicio.

Un segundo conjunto de medidas que podrían emplear los países que se enfrentan a la escasez de liquidez internacional para apoyar la expansión interna se relaciona con la cuenta de capital. Las EDE están registrando salidas netas en las

inversiones de cartera y en los préstamos bancarios internacionales. Además, en muchos de estos países a la fuga de capitales de prestamistas e inversionistas se suman ahora las salidas de capital de sus residentes. Este es en gran parte el resultado de la liberalización generalizada de las inversiones de nacionales en el extranjero en los últimos años, frecuentemente en un intento por aliviar la creciente presión que ejerce el aumento de las entradas de capital sobre las divisas. Está claro que en la medida en que las reservas, los ingresos provenientes de la exportación y los préstamos oficiales se usen para financiar la fuga de capitales, disminuirá la liquidez internacional disponible para la financiación de la cuenta corriente. Además, en las circunstancias actuales, la fuga de capitales también pone en peligro la capacidad de usar la política monetaria para la expansión económica. Por lo tanto, existen argumentos sólidos para restringir las salidas de capital en los países que hacen frente a una acelerada pérdida de reservas. Las restricciones también darían más espacio para la aplicación de medidas anticíclicas, monetarias y fiscales de respuesta a la crisis, a fin de estabilizar la actividad económica e impedir la disminución de las divisas y los consiguientes desequilibrios de los balances de los organismos privados.

## **2. *Aporte de liquidez internacional***

La medida en la que las EDE cuyos recursos son limitados, tengan que aplicar estas restricciones financieras y comerciales dependerá de la velocidad a la que se estabilicen el comercio internacional, los mercados financieros y las corrientes de capital y de la disponibilidad de financiación adecuada de las instituciones financieras multilaterales. Con respecto a lo anterior, el G-20 y las instituciones de Bretton Woods han concebido en los últimos meses una serie de iniciativas que buscan una mejoría en tres áreas principales: aumento de la financiación para las instituciones financieras multilaterales, mayor acceso de las EDE a la financiación multilateral y mejores términos y condiciones de los préstamos multilaterales. Algunas de estas iniciativas tienen implicaciones que van más allá de las cuestiones relacionadas con las medidas inmediatas de respuesta a la crisis y podrían, de hecho, suponer cambios sistémicos más duraderos en la manera como interviene el FMI en las crisis financieras. En el apartado siguiente se analizarán estas cuestiones en el contexto de la reforma de la arquitectura financiera internacional. A continuación se hará una breve descripción de los pasos que se han dado hasta ahora en esas tres áreas, se evaluará su pertinencia para hacer frente a los desafíos que plantean las medidas inmediatas para estabilizar las condiciones económicas de las EDE y para preparar el terreno para la recuperación económica. También se harán algunas propuestas de nuevas medidas.

En materia de nuevos recursos, según el acuerdo alcanzado en la Cumbre del G-20 en abril, se han obtenido compromisos de ayuda internacional por 1.100 millones de dólares de los EE.UU. Este acuerdo incluye la decisión de asignar 250.000 millones en derechos especiales de giro (DEG), aprobada en la reunión posterior del FMI; triplicar los recursos disponibles para el FMI a 750.000 millones de dólares de los EE.UU., 100.000 millones de dólares adicionales para los bancos multilaterales de desarrollo que supuestamente se obtendrán mediante la emisión de

bonos; <sup>2</sup> y 250.000 millones de dólares de los EE.UU. de financiación para el comercio de varias instituciones públicas y privadas, entre ellas los organismos de crédito a la exportación. De los 500.000 millones de dólares de los EE.UU. adicionales para el FMI, sólo 250.000 millones están disponibles inmediatamente a través de préstamos bilaterales de algunos de sus principales accionistas que posteriormente serán incorporados a unos Nuevos Acuerdos para la Obtención de Préstamos más “amplios y flexibles”. <sup>3</sup> Sin embargo, no parece haber un acuerdo sobre la manera como debería obtenerse el resto del dinero. Mientras que algunos grandes accionistas son partidarios de aumentar los NAP mediante la adición de 250.000 millones de dólares de los EE.UU. y animan a las economías ricas en reservas a otorgar préstamos bilaterales, grandes economías emergentes, principalmente el Brasil, China, la Federación de Rusia y la India, insisten en que estos recursos se obtengan por medio de préstamos en los mercados, y han manifestado interés en adquirir bonos a corto plazo que el Fondo podría emitir con este propósito. <sup>4</sup> El fondo estudia actualmente esta posibilidad.

Con respecto al acceso de las EDE a la financiación multilateral, entre las principales iniciativas concebidas recientemente se encuentran, además del acuerdo para la asignación de DEG mencionado arriba, duplicar los límites normales de acceso en el FMI, duplicar los límites de endeudamiento para los países más pobres que reúnen las condiciones para beneficiarse del servicio para el crecimiento y la lucha contra la pobreza (SCLP) y del servicio para *shocks* exógenos, y una nueva Línea de Crédito Flexible (LCF) establecida para la prevención de crisis en las economías emergentes que se han contagiado de la crisis mundial. Se considera que podrán tener acceso a la LCF los “países que cuentan con variables económicas fundamentales y marcos institucionales de política económica muy firmes; están aplicando y tienen un historial sostenido de aplicar políticas muy sólidas”, requisitos que serán evaluados por el FMI según varios criterios preestablecidos. La LCF puede usarse como un instrumento precautorio. A diferencia del anterior Servicio de Liquidez a Corto Plazo (SLC) al cual reemplaza, la LCF no tiene un límite fijo de acceso a los recursos del FMI. <sup>5</sup> Sin embargo, no queda claro si esto implica que el Fondo actuará como

---

<sup>2</sup> El Banco Mundial también ha establecido un servicio de financiamiento para economías vulnerables, para los países más afectados por las crisis alimentaria y financiera, pero no es muy clara su posible contribución a la respuesta a la crisis en las EDE.

<sup>3</sup> El Fondo tiene dos tipos de acuerdos para obtener préstamos bilaterales de sus accionistas: los Acuerdos Generales para la Obtención de Préstamos (AGP) y los Nuevos Acuerdos para la Obtención de Préstamos (NAP). Los AGP fueron establecidos en 1962 con base en las disposiciones del Convenio Constitutivo del Fondo (Artículo VII, Sección 2) para remediar la escasez general de una moneda, que dio origen al G-10. Han sido prorrogados diez veces y su monto inicial ha aumentado de 6.000 millones de DEG a 17.000 millones de DEG en 1983 como respuesta a la crisis de la deuda. Los NAP fueron establecidos en 1998 como un conjunto de acuerdos crediticios con 26 miembros, por un total de 17.000 millones de DEG y se han prorrogado dos veces desde entonces. Tanto en los AGP como en los NAP los compromisos de los distintos países se determinan según sus cuotas. El monto total disponible entre ambos para el Fondo es de cerca de 50.000 millones de dólares de los EE.UU.

<sup>4</sup> Véase, New York Times, “IMF Planning to Sell Bonds to Finance New Loans”, 26 de abril.

<sup>5</sup> El SLC se introdujo en octubre de 2008 tras la propagación y el recrudecimiento de la crisis mundial para países con “un historial sostenido de aplicar políticas muy sólidas y variables económicas fundamentales muy firmes”. Para el acceso a sus recursos existía una condicionalidad ex-ante. A

prestamista de último recurso para los países que considera cumplen los requisitos, prestando cantidades ilimitadas y sin condiciones, con excepción de los tipos de de interés punitivos. Hasta el momento, en el marco de la LCF se ha aprobado para México un acuerdo por 47.000 millones de dólares de los EE.UU. Polonia ha solicitado cerca de 20.000 millones de dólares de los EE.UU. a manera de acuerdo de carácter precautorio y Colombia ha manifestado su interés en un acuerdo similar por 10.000 millones de dólares de los EE.UU.

Por último, como parte de la reestructuración de los mecanismos de crédito del FMI se han puesto en marcha algunas iniciativas para la “modernización de la condicionalidad para todos los prestatarios”.<sup>6</sup> En primer lugar, para acceder a los recursos de la LCF se hará uso de la condicionalidad *ex ante* en lugar de la condicionalidad *ex post*. En segundo lugar, se tomó la decisión de abandonar el uso de criterios de ejecución estructurales, que ya no se aplicarán a los acuerdos del FMI, incluidos los acuerdos con países de bajo ingreso. Se espera que esto le permita al Fondo focalizarse en sus objetivos centrales.

Es difícil juzgar con precisión si estas iniciativas podrían satisfacer las necesidades de las EDE en materia de financiación externa puesto que esto depende crucialmente de la eficacia de las medidas adoptadas por las economías avanzadas responsables de la crisis para restablecer la estabilidad y el crecimiento. Según el Banco Mundial (2009: pág. 6), se calcula que las necesidades de financiación externa oficial de las 98 EDE deficitarias serán de al menos 270.000 millones de dólares de los EE.UU., y esta cifra podría aumentar considerablemente hasta alcanzar los 700.000 millones de dólares. Según la Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD) la brecha podría llegar a ser de 2 billones de dólares de los EE.UU. Si bien se aduce que en la Cumbre del G-20 se logró un acuerdo por 1,1 billones de dólares adicionales, la cantidad real adicional disponible de inmediato parece ser menor, de hecho bastante inferior a la que se había anunciado.<sup>7</sup> Cabe señalar que pese a estas iniciativas para la financiación adicional de las EDE objeto de tanta publicidad, las proyecciones de crecimiento de abril de 2009 del Banco Mundial para estas economías presentan revisiones a la baja con respecto a las previsiones de enero de 2009, de 1,7 puntos porcentuales para 2009 y de 1 punto porcentual para 2010. Estas cifras son más o menos similares a las de las economías avanzadas. (FMI 2009b, recuadro 1.1).

---

diferencia de la LCF, tenía un límite de acceso de 500% de la cuota y no podía tratarse como una línea de crédito precautoria. Nunca se hizo uso de él hasta que fue reemplazado por la LCF. Los países que no reúnen los requisitos para acceder a la LCF pueden utilizar acuerdos *stand-by* que permitirán altos niveles de acceso con carácter precautorio. Los límites de acceso y la posibilidad de que el acceso sea inmediato se fijan mediante criterios de condicionalidad *ex post*; véase, FMI (2009a).

<sup>6</sup> Véase, FMI Comunicado de Prensa 09/85, 24 de marzo de 2009.

<sup>7</sup> En particular, no se vislumbran los 250.000 millones de dólares de los EE.UU. adicionales para el Fondo, no es claro cuál es la fuente de los 100.000 millones de dólares adicionales para el Banco Mundial, y los supuestos 250.000 millones de dólares adicionales para la financiación del comercio parecen ser ficticios. Véase, Giles (2009) y Khor (2009).

El volumen, los términos y las condiciones de la financiación adicional que ofrecerán las instituciones financieras multilaterales podrán variar considerablemente entre las EDE según sus límites de acceso y los criterios de aceptabilidad para las diferentes categorías de financiación. De la asignación de DEG por 250.000 millones de dólares de los EE.UU. las EDE recibirían cerca de 80.000 millones, de los cuales menos de una cuarta parte estaría a disposición de los países de bajos ingresos. Estas cantidades constituyen una ínfima parte de las necesidades estimadas de financiación externa de los países en desarrollo. Muy pocos países pobres, entre ellos países de bajos ingresos y países de ingresos medianos bajos podrían acceder a los préstamos adicionales del Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento (BIRF) financiados mediante la emisión de obligaciones. Según las normas vigentes, los préstamos adicionales del FMI financiados a través de préstamos bilaterales y/o préstamos en los mercados serían, en principio, préstamos no concesionarios. A juzgar por los criterios preestablecidos, un gran número de EDE, entre ellas varios países con acceso a los mercados que se enfrentan con grandes déficit en cuenta corriente, elevados niveles de la deuda pública, inflación alta e inestable, etc., no reúnen las condiciones para acceder a la LCF.

Se acepta por lo general que cuando las dificultades de la balanza de pagos de un miembro del Fondo tienen origen en conmociones externas de naturaleza permanente, o en una expansión excesiva de la absorción interna, la financiación del FMI debería acompañarse de ajustes de la política interna a fin de reducir los déficit. Sin embargo, cuando las dificultades de la balanza de pagos se deben a conmociones externas de carácter temporal, se debe recurrir a la financiación en lugar de reducir el déficit por medio de ajustes de política. En la crisis financiera actual parecen intervenir elementos de cambio tanto permanentes como temporales. Es de esperarse que la crisis provoque ajustes duraderos en el déficit exterior de los Estados Unidos debido a la reducción, tanto tiempo esperada, del consumo. Desde luego, esto requiere un ajuste en los países con superávit, incluidos los países asiáticos en desarrollo, principalmente China, pero no en las EDE cuyos recursos son limitados.<sup>8</sup> Lo anterior significa que ningún préstamo adicional necesario para afrontar los déficit de la balanza de pagos como consecuencia de las perturbaciones comerciales y financieras de la crisis en las EDE deficitarias debería estar sujeto a la condicionalidad en materia de políticas macroeconómicas procíclicas. Sin embargo, pese a la “reciente modernización de la condicionalidad”, el Fondo ha seguido imponiendo el endurecimiento de las medidas macroeconómicas procíclicas en casi todos los recientes acuerdos *stand-by*: restricción fiscal en Hungría, el Pakistán y Ucrania, y aumentos de los tipos de interés en Letonia y el Pakistán. (TWN 2009). Aunque algunos de estos países presentaran considerables déficit presupuestarios cuando acudieron al Fondo para obtener préstamos, las recesiones no son el mejor momento para llevar a cabo ajustes fiscales.

Tampoco debería suponer una pesada carga para las EDE la financiación multilateral disponible a fin de que puedan superar sus dificultades de la balanza de pagos debidas a una crisis mundial de la que no son responsables. Esto significa que

---

<sup>8</sup> Para más información sobre las repercusiones de la crisis actual en el ajuste externo en China y en los Estados Unidos véase, Akyüz (2008a).

sería necesario un elevado grado de concesionalidad. En efecto, el FMI estableció en los años setenta dos mecanismos petroleros de carácter muy concesional como instrumentos deliberadamente anticíclicos para evitar que las subidas del precio del petróleo provocaran una recesión mundial y para el cual los países gozaban de un acceso prácticamente automático sin condiciones macroeconómicas anticíclicas.

Los países de bajos ingresos deberían ser compensados y no sobrecargados con nuevas deudas y pagos por servicio de la deuda por la financiación que reciben para hacer frente a las perturbaciones de la crisis. Por razones políticas así como de eficacia, las subvenciones de la asistencia oficial para el desarrollo (AOD) no son la mejor manera de lograrlo. Otra opción sería hacer una asignación única permanente de DEG a estos países, con base en algunos criterios de necesidad.<sup>9</sup> El costo de utilizar estas asignaciones podría financiarse colectivamente por medio de los recursos del FMI, incluyendo la venta de oro. A lo anterior debería sumarse una moratoria del servicio de la deuda de estos países con los acreedores oficiales, sin intereses adicionales.<sup>10</sup>

La asignación de DEG sin ningún costo para países de bajos ingresos se puede combinar con una gran asignación reversible para otras EDE de DEG que se podrán recomprar cuando termine la crisis, a fin de proporcionarles recursos sin costo ni condicionalidad. Las asignaciones reversibles de DEG se propusieron en los años noventa para permitirle al FMI actuar como un prestamista de último recurso para operaciones financieras de rescate de las economías emergentes afectadas por la crisis financiera. El recurso a una asignación de este tipo se justifica, sin duda, mucho más ahora, habida cuenta de la fuerte contracción de la producción y del comercio mundial.

Una importante asignación de DEG reversible permitiría extender por todo el mundo la política de “facilitación cuantitativa”, utilizada ampliamente por algunas de las grandes economías para estabilizar las condiciones del crédito interior y los mercados financieros y estimular el gasto. La reversibilidad de estas asignaciones proveería, además, una salida automática a la crisis, con lo que se evitarían presiones inflacionarias cuando la recuperación esté en marcha. Además, satisfacer las necesidades de financiación externa basándose principalmente en la asignación de DEG también ayudaría a evitar varias consecuencias indeseables de la financiación de los préstamos del FMI a través de préstamos bilaterales de sus accionistas, cuestión que analizaremos en el apartado siguiente. Por último, una asignación importante de DEG podría permitirles a las economías emergentes excedentarias como la China diversificar sus reservas y reducir su vulnerabilidad frente a la inestabilidad del dólar.

También deben analizarse minuciosamente el objetivo exacto y la utilidad de los préstamos del FMI en las condiciones actuales. Como en el pasado, las premisas de los actuales programas *stand by* del Fondo parecen ser mantener las cuentas de

---

<sup>9</sup> Para ver un análisis de las asignaciones de DEG a los países pobres como un medio para reducir los costos de mantener reservas, véase, Polak y Clark (2006).

<sup>10</sup> La UNCTAD también ha pedido una moratoria temporal del servicio de la deuda frente a acreedores oficiales para las EDE; véase, UNCTAD (2009).

capital abiertas y asegurarse de que los países en desarrollo deudores permanezcan al día en sus pagos a los acreedores privados. De todos los países con programas *stand by* del FMI, sólo Islandia tiene controles de capital extendidos sobre las salidas de capital de residentes y no residentes, introducidos durante los primeros días de la crisis. Ninguno de los mercados emergentes con programas del FMI ha introducido medidas similares pese a las permanentes salidas de capital. Aunque el Fondo ya no promueva activamente la liberalización de las cuentas de capital, su aversión hacia las restricciones no parece amainar.

Sin duda la justificación de los controles de capital para las salidas de capital en los países que hacen frente a graves dificultades de la balanza de pagos es mucho mayor que las de las restricciones comerciales. Sin embargo, estas últimas han proliferado tanto en las EDE como en las economías avanzadas tras el estallido de la crisis de la escasez de crédito mientras que las cuentas de capital han permanecido abiertas incluso en países con importantes y permanentes salidas de capital.<sup>11</sup>

En estos casos el Fondo debería no sólo apoyar sino también recomendar el recurso temporal a las restricciones cambiarias con lo que se evitaría que la carga del ajuste pese de manera desproporcionada sobre el comercio. Estas restricciones también deberían incluir moratorias temporales de la deuda. Es cierto que la comunidad internacional no ha logrado establecer un mecanismo regular para la protección de los deudores contra litigios en esos casos, un asunto que abordaremos en el apartado D. Sin embargo, el FMI puede manifestar su apoyo mediante su política de “concesión de préstamos a países con atrasos”, con lo cual se impedirá que los acreedores privados puedan recurrir a acciones legales.

También deberían aplicarse este tipo de restricciones a los países que satisfacen los criterios para acceder a la LCF si el acceso de carácter precautorio que otorga la LCF no logra detener los ataques especulativos y las salidas de capital son importantes y persistentes. De hecho, las salidas de capital pueden acelerarse si la recuperación de las economías emergentes queda rezagada con relación a la de las economías avanzadas. Solicitar préstamos al FMI para financiar dichas salidas de capital podría acarrear aumentos desproporcionados en la carga de la deuda pública, especialmente si una parte importante de los activos externos está en el sector privado, como en el caso de Asia durante la crisis de 1997. Además, supone un gran riesgo que el Fondo actúe como prestamista de último recurso para cualquier país. Analizaremos este asunto en el apartado D. Por lo tanto, sería prudente abordar esta cuestión detenidamente en el contexto de una reforma sistémica más amplia de la arquitectura financiera internacional.

### **C. Reforma de la arquitectura financiera internacional**

En la reforma de la arquitectura financiera internacional se plantean dos asuntos clave para las EDE. El primero está relacionado con la prevención de la crisis: cuál es la mejor manera de reducir su vulnerabilidad ante las crisis y la

---

<sup>11</sup> Para información sobre restricciones al comercio, véase Gamberoni and Newfarmer (2009) y Banco Mundial (2009).

inestabilidad financiera internacional manteniendo a la vez la autonomía adecuada en materia de políticas para determinar las pautas y el grado de su integración en los mercados financieros mundiales y controlar las corrientes de capital privado y los tipos de cambio. La prevención de las crisis con repercusiones mundiales exige abordar tres principales fuentes de inestabilidad: políticas, mercados y el sistema actual de reservas internacionales centrado en el dólar. Más concretamente se requiere:

- Una disciplina multilateral eficaz en materia de políticas financieras, macroeconómicas y cambiarias, en países importantes desde un punto de vista sistémico.
- El establecimiento de un sistema internacional de reservas que no esté basado en una moneda o en monedas nacionales.
- La reglamentación y supervisión eficaces de los mercados financieros y las corrientes de capital.

Sin embargo, debe tenerse en cuenta que si bien los acuerdos multilaterales son importantes para reducir la probabilidad de crisis con consecuencias mundiales indeseables, no pueden proteger completamente a las EDE contra la inestabilidad y las crisis ni pueden reemplazar a las políticas e instituciones nacionales en la prevención de crisis. Esto hace que sea aún más importante mantener espacios normativos nacionales adecuados a la vez que se establece un nuevo marco multilateral para la gobernanza de las finanzas internacionales.

La segunda esfera de reforma se relaciona con la respuesta a la crisis. Se acepta por lo general que independientemente de las medidas que puedan adoptarse para garantizar una mayor estabilidad, seguirán presentándose crisis con ramificaciones globales. El daño que ocasionen a la economía mundial y su incidencia dependerán de las medidas de respuesta tanto en el ámbito nacional como internacional. La crisis actual demuestra que son necesarias una cooperación multilateral más estrecha y una disciplina más estricta para garantizar que las medidas nacionales de respuesta tomen en cuenta las repercusiones de sus políticas en otros países y evitar consecuencias internacionales indeseadas y políticas de empobrecimiento del vecino. Más importante aún, es necesario mejorar las intervenciones internacionales en la balanza de pagos, la moneda y la crisis de la deuda de las EDE. Esto requiere, entre otras cosas, una reforma fundamental del mandato, las operaciones y la financiación del FMI.

## *1. Esferas de reforma para la prevención de crisis*

### **a. Disciplina multilateral en materia de política monetaria y financiera:**

Las políticas nacionales casi siempre desempeñan un papel clave en las crisis y la inestabilidad financiera. La desregulación equivocada de los mercados financieros nacionales, la liberalización prematura de las cuentas de capital, y políticas macroeconómicas y de tipos de cambio insostenibles, son frecuentemente las causas inmediatas de la inestabilidad monetaria y de la balanza de pagos y de las crisis financieras. Esto es cierto tanto para las EDE como para las economías avanzadas.

Sin embargo, las repercusiones mundiales de las crisis financieras y de la inestabilidad monetaria en países importantes desde un punto de vista sistémico son mucho más graves que las de las EDE pese a que con frecuencia hay contagio regional de las crisis en las economías emergentes, como fue el caso en Asia oriental durante 1997.

Los ciclos de expansión y crisis de las corrientes de capital hacia los países en desarrollo y las principales crisis financieras internacionales suelen estar vinculadas con grandes cambios en las condiciones macroeconómicas y financieras en los principales países industriales. El fuerte aumento de las tasas de interés en los Estados Unidos y la apreciación del dólar fueron unos de los principales factores de la crisis de la deuda de los años ochenta. Asimismo, el ciclo de expansión y crisis en las corrientes de capital en los años noventa que devastó muchos países de América Latina y de Asia Oriental estuvo muy influido por cambios en las condiciones monetarias en los Estados Unidos y de los tipos de cambio entre las principales monedas de reserva. (UNCTAD Informe sobre el comercio y el desarrollo 1998, Parte II cap. IV; y 2003, cap. II). Lo anterior se hace mucho más perceptible en las condiciones actuales en las que el ciclo de expansión y crisis en los mercados financieros de los Estados Unidos ha producido la más grave crisis financiera y económica mundial de la posguerra.

Es evidente ahora que las consecuencias internacionales adversas de las políticas macroeconómicas, cambiarias y financieras en las economías avanzadas son mucho más perjudiciales para las EDE que las de las políticas comerciales. No obstante, a diferencia del comercio, no existe una disciplina multilateral eficaz en cuestiones monetarias y financieras. Los miembros del FMI tienen las mismas obligaciones *de jure* de mantener unas condiciones macroeconómicas y de la balanza de pagos adecuadas y la estabilidad de los tipos de cambio. Sin embargo, la supervisión del Fondo en materia de políticas se limita principalmente a sus miembros más pobres que tienen que hacer uso de sus recursos a falta de acceso a la financiación privada y, ocasionalmente, a las economías emergentes cuyo acceso a los mercados financieros privados se ha interrumpido. Por el contrario, el Fondo es completamente incapaz de imponer disciplinas significativas a las políticas de sus principales accionistas quienes ejercen una influencia desproporcionada sobre la estabilidad monetaria y financiera.

Los problemas están relacionados no sólo con la eficacia y la equidad sino también con la calidad de la supervisión. Tras una serie de crisis en los países emergentes, el Comité Provisional del Fondo (ahora Comité Monetario y Financiero Internacional, CMFI) aceptó en abril de 1998 que el Fondo debía intensificar su supervisión de las cuestiones del sector financiero y de las corrientes de capital, prestando particular atención a la interdependencia de las políticas y a los riesgos de contagio. (FMI 1998). No obstante, la intensificación de la supervisión del Fondo en las economías emergentes no logró evitar nuevas crisis en la Argentina, la Federación de Rusia y Turquía, que en ese tiempo funcionaban con programas supervisados por el Fondo, en gran parte porque éste no logró diagnosticar las causas profundas del problema y tomar medidas al respecto. De hecho, según una evaluación independiente de la supervisión del Fondo, los responsables de la elaboración de políticas entrevistados tenían importantes reservas sobre la calidad del análisis del Fondo en cuestiones de cuentas de capital. (FMI/GIE 1999: pág.13).

El Fondo tampoco logró identificar la naturaleza y el grado potencial de desestabilización que podría ocasionar la acumulación de la especulación ni emitir señales oportunas y adecuadas de alerta en el periodo previo a la crisis actual. En el Artículo IV relativo a las consultas con los Estados Unidos durante el periodo 2005-2006, los representantes del Fondo manifestaban su preocupación por los principales retos en materia de políticas que afrontaba la economía de los Estados Unidos como reducir los déficit fiscal y exterior y mantener el control sobre la inflación, aunque aseguraba que “en los últimos años el sector financiero de los Estados Unidos ha demostrado ser excepcionalmente resistente”. FMI (2005:pág. 31 y 2006:pág.23). Incluso un mes antes de comenzar la crisis de la escasez de crédito, representantes del FMI adujeron que “la situación hipotética más probable es un aterrizaje suave dado que se recupera el crecimiento y baja la inflación, aunque ambos son susceptibles de riesgos”. (IMF 2007a: Párr. 26). Durante el mismo mes, julio de 2007, la evaluación del personal del FMI sobre las condiciones económicas en Islandia también fue bastante optimista al sostener que “las perspectivas económicas de Islandia a mediano plazo siguen siendo envidiables” aunque añadía algunas advertencias de riesgos de deterioro de la situación asociados con grandes déficit en cuenta corriente, el aumento del endeudamiento y una inflación alta (FMI 2007b: pág. 17).

La incapacidad del Fondo para evaluar de manera adecuada los riesgos de la inestabilidad y suministrar alertas oportunas parece tener raíces profundas en la creencia de la Secretaría, apoyada por algunos de sus grandes accionistas, de que los desequilibrios y la inestabilidad generados por los mercados financieros y monetarios que funcionan libremente se corrigen solos, sin que eso conlleve graves costos de ajuste sociales y económicos. El Fondo está obsesionado con que los déficit presupuestarios y la inflación suponen las principales amenazas para la estabilidad macroeconómica y el crecimiento pero ignora que la inflación en los mercados de activos, motivada por préstamos e inversiones especulativos tanto nacionales como internacionales, tiende a suponer amenazas aún mayores pese a que es cada vez más evidente con las crisis recurrentes tanto en los mercados emergentes como en mercados establecidos.

Una pregunta clave es, por lo tanto, cómo superar los problemas relacionados con la calidad, la eficacia y la equidad de la supervisión del FMI. El Grupo de los 20 (G-20) (2009c, Párr.12) manifestó su apoyo a una “supervisión del FMI transparente, equitativa e independiente” pero no hizo recomendaciones específicas sobre la manera de lograrlo. Posteriormente, el CMFI volvió a hacer hincapié en “la transparencia, la equidad y la independencia” y en la necesidad de “mejorar la eficacia de la supervisión”. (IMF 2009c:Párr. 11). Sin embargo, estas declaraciones tienen poca credibilidad ya que es sabido que el CMFI se ha pronunciado de manera similar en la mayoría de las otras reuniones, especialmente en las que han tenido lugar después de episodios de inestabilidad de los mercados monetarios internacionales y financieros.<sup>12</sup>

---

<sup>12</sup> Por ejemplo, en septiembre de 2000 el Comité hizo énfasis en “aumentar el control del Fondo y promover la estabilidad y la transparencia en el sector financiero”. En abril de 2002 alentó al Fondo “ a proseguir las diversas iniciativas puestas en marcha recientemente para incrementar la eficacia de la supervisión y la prevención de crisis, entre ellas la aplicación de los programas de evaluación del sector financiero (PESF)”; en octubre de 2004 destinó cuatro párrafos a “una mayor eficiencia de la

No hay duda de que los problemas relacionados con la calidad, la eficacia y la equidad de la supervisión del FMI no pueden resolverse sin abordar sus deficiencias relacionadas con la gobernanza. No existe una solución prefabricada y es necesaria una mayor reflexión sobre las maneras y los medios de lograr estos objetivos. Habida cuenta de que los mecanismos existentes en el Fondo no han logrado hacerlo hasta el momento pese a repetidas declaraciones de intención, lo mejor sería que este proceso se llevara a cabo fuera del Fondo.

Un funcionario superior del Ministerio de Hacienda británico presentó una notable sugerencia para mejorar la supervisión, que consiste en la separación formal de las decisiones sobre los préstamos de los programas y la utilización de los recursos del FMI a fin de que en su función de supervisión de las economías el Fondo mantenga su independencia frente a cualquier influencia política como un banco central es independiente del funcionamiento de la política monetaria. (Balls 2003). Se afirma acertadamente que la estructura actual del FMI concibe el diseño de los programas como una extensión de la supervisión, pero la ausencia de una distinción clara entre las actividades de préstamo y de supervisión crea incentivos equivocados y disminuye la eficacia de la supervisión. Además, no existe en la actualidad ningún mecanismo formal regular para evaluar si el Fondo pone en práctica normas de supervisión objetivas, rigurosas y consistentes en todos sus países miembros, apliquen éstos o no un programa aprobado por el FMI. Además de la responsabilidad de garantizar la eficacia de las actividades del Fondo, los Directores Ejecutivos también tienen responsabilidades frente a las autoridades de sus países. Esto crea un conflicto de intereses en el que los Directores Ejecutivos tienden a llevar a cabo prácticas de supervisión colusorias que favorecen a los países que representan y convierten la presión colectiva en protección colectiva. Por lo tanto, la supervisión deben llevarla a cabo autoridades independientes de sus gobiernos y que no intervengan en decisiones relacionadas con los préstamos, a fin de que ésta sea imparcial, legítima, que ejerza autoridad, transparente y responsable.

#### **b. Un sistema internacional de reservas estable**

Un sistema de reservas basado en una moneda nacional como mecanismo de liquidación internacional y de activos de reserva plantea un gran dilema. Triffin (1960) lo señaló hace casi medio siglo, al cuestionar la viabilidad de los acuerdos de Bretton Woods basados en el dólar de los Estados Unidos. En un sistema basado en el dólar la tenencia neta de activos en dólares del resto del mundo depende del déficit por cuenta corriente que se registre en los Estados Unidos. Si los Estados Unidos dejan de afrontar déficit por cuenta corriente, la escasez de liquidez internacional podría asfixiar el comercio, la inversión y el crecimiento mundial. Si, por otro lado, los Estados Unidos afrontan crecientes déficit y proporcionan una adecuada liquidez a la economía mundial, la acumulación de pasivos podría socavar la confianza en el dólar y depreciar su valor frente a otros activos de reserva, concretamente frente al oro, en virtud del sistema Bretton Woods. Para restablecer la confianza y superar las

---

supervisión que ejerce el FMI y fortalecimiento de la prevención de crisis”; y en abril de 2006 propuso un “nuevo marco para la supervisión del FMI” que establecía que el personal “deberá rendir cuentas por la calidad de la supervisión”.

presiones inflacionarias haría falta entonces que aumentaran las tasas de interés y disminuyeran los déficit de los Estados Unidos lo que reduciría la actividad económica y el empleo. Por consiguiente, aunque emitir una moneda de reserva le da al país una ventaja en la financiación de sus déficit, también puede resultar problemático. Con la acumulación de pasivos en el extranjero, el país puede perder su autonomía en materia de política monetaria y verse obligado a adoptar políticas deflacionarias.

De hecho, el sistema de tipos de cambio de Bretton Woods colapsó cuando la escasez inmediata de dólares en la posguerra se convirtió en una saturación de dólares con los crecientes déficit de los Estados Unidos, lo que hizo imposible mantener la convertibilidad del oro en un tipo fijo, y condujo a una suspensión unilateral en 1971; el primero y más significativo incumplimiento de las obligaciones internacionales de cualquier país en la posguerra. La adopción de tipos de cambio flotantes, el crecimiento acelerado de los mercados financieros internacionales y de las corrientes de capital, y el auge de Alemania y el Japón como potencias industriales no pusieron en tela de juicio el dominio del dólar. Como lo explicó J. Boughton, historiador del FMI, (2001: pág. 937) Alemania y el Japón “se mostraron reticentes a que se “internacionalizaran” sus monedas y se usaran como reservas... Además, las perspectivas de un sistema de múltiples monedas de reserva eran vistas, tanto en el Fondo como fuera de éste, como un factor potencialmente desestabilizador que debía evitarse en la medida de lo posible. Si los bancos centrales tuvieran varias monedas diferentes, es posible que cambiaran la composición de sus portafolios para optimizar los beneficios esperados. Especulaciones de este tipo podrían aumentar los efectos de las variaciones del mercado sobre la confianza o los beneficios relativos esperados”. En la época de la suspensión de la convertibilidad del oro, la participación estimada del dólar en todas las reservas oficiales distintas al oro era del 70%, en comparación con cerca de un 65% en la actualidad.

La inestabilidad en la balanza de pagos de los Estados Unidos en el período posterior a Bretton Woods sigue sin disminuir e incluso se ve agravada por la ausencia de una disciplina multilateral eficaz que rija sus políticas macroeconómicas; disciplina que el sistema de Bretton Woods había intentado establecer por medio de la convertibilidad del oro. Esto provocó variaciones recurrentes del dólar frente a otras monedas de reserva y desempeñó un papel principal en el aumento de la inestabilidad financiera mundial.

Tras el colapso del sistema Bretton Woods se esperaba que disminuyera la necesidad de reservas, a medida que los países obtenían acceso a los mercados financieros internacionales y estaban más dispuestos a responder a las perturbaciones de la balanza de pagos por medio de ajustes de los tipos de cambio. Sin embargo, la liberalización de las cuentas de capital en las EDE y su mayor acceso a los mercados financieros internacionales ha producido el resultado opuesto. Sin duda, las corrientes internacionales de capital han permitido afrontar déficit de las cuentas corrientes más grandes y persistentes de lo que habría sido el caso si hubieran dependido de sus reservas internacionales. Pero esto también ha provocado la acumulación de grandes saldos de pasivos externos y la creciente presencia de extranjeros en los mercados de valores nacionales. Los países deudores se han vuelto así cada vez más vulnerables a las interrupciones o cambios repentinos de sentido en las corrientes de capital, lo que acarrea graves consecuencias para la estabilidad, el crecimiento y el desarrollo. Esto

se ha hecho cada vez más perceptible después de la crisis asiática de 1997 cuando el único seguro colectivo disponible, concretamente, los préstamos del FMI, demostraron ser muy poco fiables e incluso contraproducentes.

Por consiguiente, la combinación de una mayor liberalización de las cuentas de capital de las EDE, la acumulación de pasivos externos, el comportamiento de los mercados financieros internacionales procíclicos, y la ausencia de mecanismos multilaterales eficaces para el suministro de liquidez internacional y de adecuados procedimientos de renegociación de la deuda, han obligado a las EDE a autoasegurarse acumulando grandes reservas internacionales, la mayoría de ellas en dólares. Aunque tradicionalmente las reservas que cubrieran tres meses de importaciones se consideraban adecuadas para abordar los problemas de liquidez ocasionados por los lapsos de tiempo entre los pagos de las importaciones y los ingresos de las exportaciones, se ha vuelto frecuente la percepción de que a fin de evitar una crisis de liquidez, las reservas internacionales de las EDE deberían cubrir al menos sus pasivos externos a corto plazo.<sup>13</sup>

A finales de 2008 el total de las reservas internacionales de las EDE alcanzó unos 5,5 billones de dólares de los EE.UU., o siete meses de importaciones. Aunque tomadas en conjunto las EDE han registrado superávit por cuenta corriente en los últimos años, sólo cerca de la mitad de sus reservas totales provienen de superávit por cuenta corriente, principalmente de China y los países exportadores de combustibles. El resto lo constituyen las entradas de capital, es decir, son reservas obtenidas por medio de préstamos.<sup>14</sup> En unos cuantos países como China, los actuales superávit por cuenta corriente y la acumulación de reservas se han asociado con un crecimiento rápido. Sin embargo, en un gran número de EDE las reservas adicionales provinieron de las entradas de capital o de superávit comerciales logrados interrumpiendo el crecimiento por temor a que una posible disminución de los precios de los productos básicos o las alteraciones de las corrientes de capital privado hicieran necesaria una inyección de liquidez internacional adicional.

Estas reservas están invertidas en activos de bajo rendimiento, principalmente en letras y bonos del Tesoro de los Estados Unidos. Con base en el margen medio histórico entre la tasa de los empréstitos y el rendimiento de las reservas, el costo anual para las EDE de acumular reservas por medio de préstamos puede estimarse en cerca de 130.000 millones de dólares de los EE.UU. Esto constituye una transferencia neta de recursos hacia los países de las monedas de reserva, particularmente hacia los Estados Unidos, y sobrepasa el total de la asistencia oficial para el desarrollo para los países en desarrollo.<sup>15</sup> El costo para las EDE sería mayor si se tiene en cuenta el

---

<sup>13</sup> Esta se conoce como la regla Guidotti-Greenspan formulada tras la crisis asiática. Para ver un análisis del nivel adecuado de reservas véase el Informe sobre el comercio y el desarrollo de la UNCTAD (1999; Cáp. V).

<sup>14</sup> “Obtenidas por medio de préstamos” en el sentido en que acompañan los activos crecientes de no residentes de una forma u otra, que incluyen participaciones directas en el capital e inversiones de cartera, que suponen transferencias de ingresos al extranjero.

<sup>15</sup> El método usado aquí para estimar los costos de las reservas difiere del método usado en estudios sobre el tema en que aquí se hace una distinción entre reservas generadas y las reservas obtenidas por

crecimiento que dejaría de percibirse si se invierte el superávit de la exportación en el Tesoro de los Estados Unidos en lugar de destinarlo a la inversión y a la importación. Además, las EDE podrían afrontar pérdidas en sus reservas en dólares si el gran aumento de los pasivos del Gobierno de los Estados Unidos ocasionado por las operaciones de rescate y de los paquetes de estímulo fiscal llegara a producir inflación y depreciación del dólar.

Tanto en la Cumbre del G-20 como en el CMFI se ha guardado silencio en torno a una reforma en este asunto clave. Existen varias opciones para establecer un sistema internacional de reservas que no esté basado en las monedas nacionales a fin de evitar estas dificultades. Una de las propuestas es volver al patrón oro. Otra es volver a examinar la propuesta de Keynes, planteada en la Conferencia de Bretton Woods, de introducir una moneda mundial, *el bancor*, que pueda intercambiarse con las monedas nacionales en tipos fijos, emitidos por un banco central mundial, la Unión de Compensación Internacional, para proporcionar a los países liquidez para la compensación de pagos internacionales así como para prestar servicios de sobregiro cuya cuantía se base en el valor de su comercio.<sup>16</sup> Sin embargo, tomar como base los mecanismos existentes y pasar gradualmente del dólar al DEG (o al DEG ampliado), parece ser una solución más práctica.

Una ventaja importante de los DEG, especialmente para las EDE, es que a diferencia de las reservas en dólares, acumular DEG no entraña costos: se incurre en costos sólo cuando éstos se utilizan. En virtud de los mecanismos actuales, el FMI puede asignar DEG a sus miembros en proporción a sus cuotas. Los miembros obtienen o hacen uso de los DEG por medio de intercambios voluntarios o cuando el Fondo designa a los miembros con fuertes posiciones exteriores para comprar DEG a los miembros con posiciones exteriores débiles. Cuando los DEG acumulados por los miembros sobrepasan o están por debajo de sus asignaciones, producen o pagan intereses respectivamente. La tasa de interés está determinada por el promedio ponderado de las tasas de interés de las deudas a corto plazo en los mercados de dinero de la cesta de monedas de DEG.

La ventaja relativa a los costos de reserva de los DEG ha dado lugar a peticiones de una distribución uniforme para aliviar la carga que la tenencia de reservas supone para los países de bajos ingresos. De hecho, Jacques Polak, ex Director de Investigación del FMI, adujo en un documento conjunto que el único principio que debería guiar ahora la asignación de DEG debía ser “los beneficios de permitir a los países de bajos ingresos adquirir y mantener reservas a una tasa de

---

medio de préstamos. Polak y Clark (2006) también hacen referencia a las reservas ajenas en su estimación del costo para los países en desarrollo más pobres.

<sup>16</sup> Para información sobre un debate reciente de esta propuesta con relación a la crisis actual, véase Monbiot (2008). Paradójicamente, esta propuesta se ha vuelto a examinar ahora para abordar problemas asociados con el sistema de reservas basado en el dólar y el endeudamiento de los Estados Unidos, mientras que en Bretton Woods este mismo país se oponía porque en ese entonces era el mayor acreedor y Keynes proponía gravar los superávits por cuenta corriente. En cambio, en un discurso reciente sobre la reforma del sistema monetario internacional *Reform of the International Monetary System*, en el que proponía la adopción del DEG como moneda de reserva mundial, el Gobernador de China, el país con el mayor superávit, se refirió a la propuesta de Keynes relativa al bancor como “visionaria”; véase, Zhou (2009).

interés mucho menor que la que tendrían que pagar en el mercado y una menor dependencia del sistema en las reservas obtenidas por medio de préstamos susceptibles de ser retiradas cuando más se necesitan.”<sup>17</sup>

La asignación uniforme de DEG sobre la base de las normas existentes no puede dar lugar a considerar el DEG como un activo de reserva principal ni abordar las inequidades y la inestabilidad ocasionadas por el sistema actual basado en monedas nacionales, incluso aunque estas asignaciones se hagan con mayor frecuencia de lo que ha sido el caso hasta ahora. Una solución es hacer del FMI una organización basada en el DEG y permitir que el DEG reemplace las cuotas, los AGP y los NAP a fin de que se convierta en la única fuente de financiación del FMI. Podría autorizarse al Fondo a emitirse a sí mismo DEG hasta un cierto límite, que aumentaría con el tiempo a medida que crece el comercio mundial. En virtud de este esquema se descontinuaría la práctica actual de conceder asignaciones a los países según sus cuotas. Se haría necesario redefinir los límites incondicionales de acceso (los llamados tramo de reserva o tramo de oro) y ampliarlos considerablemente con base, entre otros, en algunos criterios de necesidad.

En un mecanismo de este tipo puede esperarse que la demanda de DEG (o los giros del FMI en DEG) esté inversamente relacionada con el dinamismo del comercio mundial y el ingreso y la disponibilidad de financiación privada destinada a los pagos externos. De este modo, podrían modificarse las asignaciones de manera procíclica y aumentar su frecuencia en épocas de desaceleración mundial. Esto ayudaría a hacer frente a las fuerzas deflacionarias en la economía mundial y a compensar las fluctuaciones en la financiación de la balanza de pagos privada.

Aún habría que trabajar más en varias cuestiones de detalle, pero una vez se logre un acuerdo para reemplazar las fuentes tradicionales de financiación por el DEG, el FMI podría convertirse de hecho en una institución tecnocrática como aquella por la que abogaba Keynes durante las negociaciones de Bretton Woods. Su financiación ya no estaría sujeta a negociaciones arduas, con una gran carga política y dominadas por los principales países industriales. Tampoco se vería en la necesidad de obtener préstamos de algunos de sus miembros a fin de otorgarles préstamos a otros. Un mecanismo de este tipo podría así mejorar considerablemente la gobernanza del FMI y le permitiría mantenerse a igual distancia de todos sus miembros y ayudarle a ejecutar la supervisión de las políticas de manera equitativa y eficaz.

Hacer del Fondo una institución basada en los DEG provocaría, sin duda, un aumento considerable en la oferta de DEG en comparación con las reservas existentes o con el crecimiento que podría esperarse según las prácticas vigentes. Permitiría a importantes países con superávit invertir sus reservas en DEG en lugar de invertirlos en monedas de reserva. También es posible complementar lo anterior con un mecanismo para eliminar el excedente de dólares permitiendo a los países reemplazar rápidamente sus reservas en dólares por DEG sin causar perturbaciones en los

---

<sup>17</sup> Véase Polak y Clark (2006) que también aborda la cuestión de si los DEG deberían emitirse a todos los miembros o únicamente a los países de bajos ingresos.

mercados monetarios. Esta propuesta fue presentada por el Gobernador del Banco Popular de China. Según esta propuesta, el FMI “establecería un fondo abierto denominado en DEG basado en la práctica del mercado que permitiría a varios inversionistas, según lo deseen, realizar suscripciones y recompras en las monedas de reserva existentes.(Zhou 2009).

Esta propuesta corresponde a lo que se conocería después como la cuenta de sustitución, ampliamente debatida en el FMI en los dos anteriores episodios de considerable debilidad del dólar, pero abandonada por varias razones primero, a principios de los años setenta en el Comité de los 20 en un intento por reemplazar el sistema Bretton Woods por uno más viable, y después, a finales de los años setenta y principios de los ochenta, cuando el dólar se debilitó considerablemente.<sup>18</sup> La idea es simple: el FMI emitiría certificados denominados en el DEG que devenguen intereses, contra reservas en dólares entregadas por bancos centrales al tipo de cambio del mercado e invertiría estas reservas en letras y bonos del Tesoro de los Estados Unidos con intereses. La operación no afectaría el volumen total de las reservas internacionales sino su composición, por lo que no habría temores de “inflación”. Los países pueden usar estos certificados para liquidar pagos internacionales o para adquirir monedas de reserva. Esta sustitución daría como resultado el retiro de una gran cantidad de reservas en dólares del mercado que se depositarían en las arcas del FMI. Eliminaría el riesgo de trastornos monetarios que podrían presentarse si los bancos centrales se deshicieran de manera generalizada de sus reservas en dólares.<sup>19</sup>

Quedan por resolver varios asuntos de importancia para las EDE.<sup>20</sup> Ante todo, se plantea el interrogante de quién hará frente al riesgo del tipo de cambio. Un cambio en el tipo de cambio del dólar con respecto al DEG generaría pérdidas y ganancias para el FMI dado que, por definición, una cuenta de sustitución supondría un desfase de las monedas entre activos y pasivos. Un descenso sostenido del tipo de cambio del dólar con relación a otras monedas que constituyen el DEG acarreará pérdidas. El Fondo estará considerablemente expuesto si la cuenta es abierta en lugar de restringida. No hay ninguna garantía de que las diferencias de intereses entre el dólar y el DEG puedan cubrir dichas pérdidas.<sup>21</sup> Lo anterior resulta cierto si se calcula el interés sobre el DEG como se hace actualmente o si se fija en el mercado establecido para el DEG.

En discusiones anteriores respecto a esta propuesta se ha propuesto usar el oro del FMI como garantía. Pero esto significaría que las pérdidas afectarían a todos los

---

<sup>18</sup> Para más información acerca de estas discusiones, véase, Boughton (2001: págs. 936-43). Véase también Bergsten (2009)

<sup>19</sup> Kenen (2005) sugiere que una venta generalizada en euros de reservas en dólares podría contrarrestarse estableciendo una cuenta de sustitución similar en el Banco Central Europeo a fin de evitar efectos indeseables de abandonar el dólar sobre las tasas de interés y los tipos de cambio.

<sup>20</sup> Boughton (2001, 2007) y Bergsten (2007a, 2007b) analizan estos asuntos.

<sup>21</sup> Una alternativa sería que el FMI invirtiera las reservas en dólares en bonos del Tesoro a largo plazo, que generalmente devengan unos tipos de interés más elevados. Pero esto no cubriría necesariamente las pérdidas debidas al cambio de moneda.

miembros del Fondo, ricos y pobres por igual. Si, por otro lado, quienes hacen frente al riesgo del tipo de cambio son quienes tienen los DEG, la operación no tendría sentido; no habría incentivo para que quienes mantienen reservas en dólares recurran a la cuenta de sustitución. Otra posibilidad es que los Estados Unidos hagan frente al riesgo, es decir, que proporcionen activos en dólares que devenguen más intereses para cubrir las pérdidas cambiarias si el dólar pierde valor frente a las otras monedas. Una solución más equitativa sería compartir el riesgo entre los Estados Unidos y los bancos centrales suscritos a la cuenta de sustitución, en lugar de que sea el Fondo, incluidos sus países miembros más pobres, quienes lo afronten.

Un segundo asunto está relacionado con la privatización del DEG. Establecer un mercado privado para los DEG al permitir a los bancos poseerlos y usarlos en intervenciones monetarias con seguridad aumentaría su liquidez y mejoraría su condición de activo de reserva. Lo anterior se considera necesario para que la cuenta de sustitución resulte atractiva para los bancos centrales, no sólo al reemplazar las reservas en dólares sino también las reservas en otras monedas, incluidas posibles monedas como el yuan chino. Sin embargo, esto también podría hacer del DEG un nuevo instrumento de especulación y fuente de inestabilidad. En otras palabras, podría resultar difícil conciliar un nivel de liquidez elevado con la estabilidad de su valor cambiario. Por consiguiente, es importante establecer un equilibrio adecuado entre los dos y asegurarse de que los DEG se usen principalmente para liquidar los pagos relacionados con el comercio y las inversiones internacionales.

### **c. Reglamentación de los mercados financieros internacionales y de las corrientes de capital**

La experiencia pasada demuestra que incluso si se aplican disciplinas monetarias y fiscales y se logra un nivel de estabilidad de los precios relativamente elevado, unos mercados financieros desenfrenados pueden generar inestabilidad y crisis con graves consecuencias para la economía real, especialmente en materia de empleos e ingresos. La inestabilidad financiera mundial provocada por la debacle de las hipotecas de alto riesgo ha demostrado una vez más que la visión angloamericana de que los mercados financieros se regulan por sí mismos, no sólo es equivocada sino también muy perjudicial.

Actualmente hay amplio consenso en la necesidad de una regulación más estricta, pero las opiniones difieren sobre cuál es la mejor manera de hacerlo y cuál debe ser el grado de reglamentación. Además, la regulación de las corrientes internacionales de capital es un asunto sumamente controvertido. La opinión predominante aún es que una vez los mercados y las instituciones financieras están adecuadamente regulados, no hay necesidad de restringir las corrientes internacionales de capital. No obstante, esto no refuta las abundantes pruebas que indican que las normas cautelares no necesariamente traen mayor estabilidad a las corrientes internacionales de capital ni pueden evitar que éstas causen graves perjuicios a una economía. (Akyüz 2008b).

Suelen aducirse varias razones para una reglamentación financiera internacional. En primer lugar, habida cuenta de que la inestabilidad financiera

frecuentemente trae consigo consecuencias mundiales adversas, las prácticas de reglamentación nacionales deberían estar sujetas a disciplinas multilaterales. En segundo lugar, las normas multilaterales garantizarían una igualdad de condiciones y evitarían el arbitraje normativo, es decir, que las empresas huyan de jurisdicciones estrictamente reglamentadas hacia otras más flexibles. Por último, reducirían la influencia de los políticos sobre los organismos de reglamentación y les daría cierto grado de independencia; una preocupación ampliamente compartida ahora tras la política de no interferencia del anterior Gobierno de los Estados Unidos frente a los mercados financieros.

Aunque estas consideraciones son básicamente válidas, hay dificultades tanto políticas como técnicas para establecer una disciplina multilateral en materia de regulación y supervisión financiera. Un organismo supremo internacional con auténticos poderes regulatorios y de supervisión sobre todas las instituciones financieras no constituye una prioridad. Sin embargo, se viene sosteniendo con mayor frecuencia que las instituciones mundiales e importantes desde un punto de vista sistémico deberían ser objeto de reglamentación y supervisión internacional en lugar de nacional. Se han planteado varias propuestas para el establecimiento de organismos internacionales para agencias calificadoras del riesgo crediticio y bancos transnacionales que superen determinado tamaño.<sup>22</sup>

Una posibilidad sería dejar la reglamentación y la supervisión en manos de las autoridades nacionales dentro de un marco establecido según los mismos principios de la Organización Mundial del Comercio (OMC).<sup>23</sup> Esto implicaría el establecimiento de acuerdos multilaterales de carácter vinculante sobre una serie de normas y reglamentos para instituciones financieras entre las que se incluyen bancos, inversores institucionales, agencias calificadoras del riesgo crediticio y compañías de seguros de crédito y fianza. Los gobiernos se comprometerían a aplicar estas normas y reglamentos a través de organismos reguladores nacionales. Por último, podría haber un organismo multilateral para supervisar su aplicación e imponer sanciones por incumplimiento, como negar el acceso a los mercados de otros miembros a las empresas financieras de los países que incumplan sus compromisos.

Sin embargo, aún resulta bastante irrealista esperar que países importantes desde el punto de vista sistémico, entre ellos algunas economías emergentes, estén dispuestos a renunciar a su autonomía en materia de políticas nacionales en la medida necesaria. Cabe señalar que ni siquiera la Unión Europea (UE) ha logrado establecer un sistema de reglamentación unificado. Además, podrían afrontarse serias

---

<sup>22</sup> En Eichengreen y Baldwin (2008) varios autores proponen un organismo mundial único para importantes instituciones y bancos con un elevado nivel de endeudamiento y actividades transfronterizas significativas.

<sup>23</sup> Una propuesta planteada tras la crisis asiática era establecer una Autoridad Financiera Mundial (AFM) o convertir el Banco de Pagos Internacionales (PBI) en una gran agencia con “grandes poderes para establecer las mejores prácticas en materia de regulación financiera y de gestión del riesgo en todos los mercados financieros internacionales... para aplicar las normas reglamentarias, con el apoyo de organismos de supervisión de alto nivel... [y] supervisar y mediar en la imposición de controles de capital de los gobiernos nacionales”; véase, Eatwell y Taylor (1998). Para un análisis más detallado véase, Eatwell y Taylor (2000) y para una evaluación, Akyüz y Cornford (2002).

dificultades para armonizar e integrar sistemas legales y marcos conceptuales diferentes para constituir un conjunto de normas uniformes que se apliquen a economías en diferentes estados de desarrollo financiero y con diferentes instituciones y cultura financieras.

Lo que es más importante, un mecanismo de este tipo podría acarrear riesgos y desventajas para las EDE. No es realista esperar que una institución mundial con verdadera influencia sobre las principales economías avanzadas pueda establecerse sobre la base de una distribución de poder marcadamente distinta de la de las instituciones financieras multilaterales existentes. Por lo tanto, quizás no sería prudente crear un nuevo organismo multilateral sin haber resuelto antes de manera satisfactoria los problemas relacionados con la gobernanza que predominan en las instituciones existentes como el FMI, el Banco Mundial (BM) y la OMC.

En segundo lugar, está el conocido problema del enfoque único. Con toda probabilidad, las normas y reglamentaciones que se deberán acordar dentro de dicho mecanismo estarían determinadas por las exigencias de los mercados e instituciones financieras de las economías más avanzadas. Estas no necesariamente serían lo más conveniente para las EDE. Por otra parte, como lo demuestra la experiencia en la OMC, tal vez el trato especial y diferenciado que puede otorgarse a las EDE no sea pertinente en la práctica.<sup>24</sup>

Además, entablar unas negociaciones multilaterales completas podría abrir la caja de Pandora del acceso a los mercados en los servicios financieros, la liberalización de las corrientes de capital y un acuerdo multilateral relativo a la inversión extranjera directa (IED), lo que daría lugar a mayores restricciones del espacio normativo de las EDE. El verdadero peligro para las EDE es que un proceso diseñado para ampliar el alcance de la gobernanza mundial en el ámbito de las finanzas termine extendiendo el alcance mundial de los mercados financieros en todo el mundo. Cabe señalar que una de las recomendaciones de un grupo de trabajo del G-20 en materia de cooperación internacional fue que los países miembros del Foro de Estabilidad Financiera (FEF) “mantuvieran la apertura del sector financiero” (G-20 2009a: pág. 7). No queda claro si los expertos hacen referencia a la liberalización del acceso a los mercados en los servicios financieros o a los nuevos miembros de países en desarrollo del FEF ampliado. Sin embargo, es una clara señal de que los mecanismos mundiales para las reglamentaciones financieras pueden conllevar nuevas obligaciones para las EDE en relación con la apertura de sus sectores financieros a las empresas extranjeras.

---

<sup>24</sup> Eichengreen (2008) propone la creación de una Organización Financiera Mundial cuyos miembros asumirían obligaciones para la reglamentación y la supervisión estipuladas en sus estatutos y acuerdos, pero daría libertad en la manera de cumplirlas. Esto permitiría que las reglamentaciones pudieran ajustarse a la estructura de los mercados financieros individuales. Un organismo independiente de expertos decidiría entonces si los miembros han cumplido o no sus obligaciones e impondría sanciones como negar el acceso a los mercados de otros miembros a los bancos de países que hubieran incumplido. Sin embargo, quizás un mecanismo tan flexible, sin reglas y obligaciones claramente definidas, no proporcione salvaguardias adecuadas para las EDE ni evite el arbitraje normativo.

Un enfoque menos ambicioso sería extender el mandato y mejorar la gobernanza de los organismos existentes como el FEF, el BPI y el Comité de Basilea de Supervisión Bancaria, la Asociación Internacional de Supervisores de Seguros, y la Organización Internacional de Comisiones de Valores. De hecho, en la mayoría de las propuestas existentes para mejorar la gobernanza mundial de las finanzas se prevé un proceso de coordinación más estrecha entre los organismos nacionales de reglamentación, con base en un marco acordado con dichas instituciones, en vez de un sistema basado en reglas y sanciones.<sup>25</sup>

El G-20 también parece ir en la misma dirección al destacar la necesidad de "normas estrictas acordadas internacionalmente", "un marco internacional común y coherentes, que las autoridades financieras nacionales deberán aplicar en sus países de conformidad con las circunstancias nacionales" y "una cooperación sistemática entre los países."<sup>26</sup> Propone "establecer juntas de supervisores para las principales instituciones financieras transfronterizas". (G-20 2009a: pág. 5). El Grupo también ha acordado transformar el FEF en un Consejo de Estabilidad Financiera entre cuyos miembros se incluya a todos los países del G-20 y cuyo mandato abarque la reglamentación y la supervisión de todas las instituciones financieras importantes desde un punto de vista sistémico, así como instrumentos y mercados, entre ellos los fondos de inversión de alto riesgo y las agencias calificadoras del riesgo crediticio.

También se han presentado propuestas para que el FMI desempeñe un papel más importante en materia de supervisión financiera. Sin embargo, el alcance de este papel no debería incluir el establecimiento de normas reglamentarias ni la supervisión de mercados e instituciones financieras. En esta esfera la tarea del Fondo es vigilar la evolución macroeconómica y financiera y dar señales de alerta oportunas sobre los riesgos de inestabilidad y de crisis. La elaboración de Informes sobre la Observancia de los Códigos y Normas (ROSC), introducidos tras la crisis asiática y llevados a cabo en el marco de las consultas del Artículo IVC junto con las actividades con el Banco Mundial del Programa de evaluación del sector financiero (PESF) conjunto pretenden ayudar a promover la estabilidad financiera mundial. Sin embargo, estas actividades han sido sumamente ineficaces debido a varias deficiencias en el diseño y la aplicación de códigos y normas.<sup>27</sup> Por consiguiente, antes de que poder darle al FMI nuevos papeles en la arquitectura financiera, es importante tener un conocimiento muy preciso de los factores que han hecho que los actuales instrumentos y mecanismos resulten ineficaces y eliminarlos por medio de reformas apropiadas.

Un principio rector posible para las EDE en la reforma de la arquitectura financiera mundial en la esfera de la reglamentación y la supervisión financiera podría ser permitir que se logre y se pueda mantener una autonomía considerable en el establecimiento de normas para las instituciones financieras que no realizan actividades transfronterizas significativas. Sólo debería introducirse un marco

---

<sup>25</sup> Véase, por ejemplo, G-30 (2008) y las propuestas presentadas en diversos estudios en Eichengreen y Baldwin (2008).

<sup>26</sup> G-20 (2009b: párr. 4, y 2009c: párrs.13-15).

<sup>27</sup> Para mayor información sobre estas deficiencias véase Cornford (2001), Schneider y Silva (2002) y Schneider (2005).

multilateral para los sistemas reglamentarios nacionales o los organismos reglamentarios mundiales en el caso de las instituciones financieras transnacionales. La naturaleza y el alcance de las reglamentaciones necesarias de las diferentes actividades e instituciones financieras transnacionales es un asunto sumamente complejo que necesitaría considerables deliberaciones. Incluso aunque los países en desarrollo no tengan instituciones transnacionales, deberían tener voz para establecer las reglas y normas mundiales habida cuenta de que suelen realizar actividades comerciales con países de economías avanzadas. Por ejemplo, en las juntas de supervisores propuestas por el G-20 siempre deberían participar supervisores de las EDE en lugar de ser invitados a estos organismos en calidad de supervisores anfitriones “cuando corresponda”, como lo prevé un grupo de trabajo del G-20 (G-20 2009a: párr. 4).

El principal objetivo de las EDE en lo que respecta a la reglamentación de las instituciones financieras transnacionales debería ser asegurarse de que los mecanismos propuestos tienen en cuenta su vulnerabilidad a la inestabilidad financiera y las perturbaciones externas. Es necesario prestar atención al menos a los siguientes aspectos:

En primer lugar, el comportamiento de los prestamistas internacionales de las EDE es altamente procíclico y esto aumenta su vulnerabilidad a los choques externos. En periodos de prosperidad sus normas en materia de préstamos a las empresas financieras y no financieras de los países en desarrollo se vuelven más flexibles y los gobiernos no siempre están en toda su capacidad de evitar este aumento repentino que crea grandes descompensaciones entre monedas y plazos de amortización en los balances de los agentes privados. Cuando los tiempos cambian y con ello la evaluación del riesgo, rápidamente disminuyen los préstamos lo que provoca con frecuencia colapsos monetarios y quiebras generalizadas, para lo cual el Estado asume a menudo obligaciones privadas. Por lo tanto, el principal interés de las EDE con relación a las medidas cautelares anticíclicas para los bancos internacionales que están tan de moda y en cuya importancia se ha hecho hincapié, es el efecto que puedan tener sobre el comportamiento procíclico de los préstamos internacionales.

En segundo lugar, los gobiernos y las empresas privadas en las EDE hacen frente a dificultades similares cuando obtienen préstamos en el extranjero a través de la emisión de valores internacionales. Las agencias calificadoras del riesgo crediticio no sólo se comportan de manera procíclica sino que también presentan un sesgo contrario a los prestatarios de las EDE. Antes del inicio de la restricción del crédito para las hipotecas de alto riesgo, la clasificación crediticia de muchas economías emergentes asiáticas con sólidas posiciones en materia fiscal, de pagos y de reservas, estaba por debajo de la de algunas economías avanzadas con importantes vulnerabilidades en estos frentes; por ejemplo: Islandia. Por consiguiente, el principal objetivo de las EDE en cuanto a la reglamentación de las agencias internacionales calificadoras del riesgo crediticio debería ser acabar con el comportamiento sesgado y procíclico.

En tercer lugar, las EDE no sólo son prestatarias de los mercados internacionales. También invierten en valores de las economías avanzadas emitidos tanto por instituciones públicas o con patrocinio público como por empresas privadas.

Es sabido que varios Bancos Centrales de las EDE han invertido grandes sumas en deuda emitida por empresas patrocinadas por el Gobierno de los Estados Unidos entre estas las compañías hipotecarias Fannie Mae y Freddie Mac. Por otra parte, los llamados activos tóxicos emitidos por instituciones financieras privadas han logrado penetrar las carteras de bancos e inversores institucionales de las EDE. De hecho, esta situación ha ido aumentando a causa de la creciente liberalización de las salidas de capitales de residentes. Por lo tanto, las EDE tienen un creciente interés en una mayor transparencia y evaluación objetiva de la calidad de dichos valores. Esta situación requiere una revisión completa de las normas de contabilidad, de reglamentación y de las garantías de emisión, y de una reforma fundamental de las agencias calificadoras del riesgo crediticio. También podría establecerse para este fin una comisión mundial de seguridad de los productos financieros con la plena participación en pie de igualdad de las EDE.

En cuarto lugar, una creciente fuente de inestabilidad de las corrientes de capital en los países en desarrollo son los inversores internacionales de cartera, entre ellos inversores institucionales e instituciones con un elevado nivel de endeudamiento, concretamente los fondos de inversión de alto riesgo. Naturalmente, es a los Gobiernos y organismos nacionales de reglamentación a quienes incumbe delimitar la naturaleza y el grado de las operaciones de dichos inversores dentro de sus fronteras. Sin embargo, una mayor transparencia de las operaciones de los inversores facilitaría considerablemente esta tarea. El requisito mínimo es registrarse ante las autoridades financieras nacionales. También sería muy valioso el acceso a información sobre el grado y la naturaleza del endeudamiento, el tamaño y la composición de las carteras y las estrategias de inversión de estos inversores para que las autoridades financieras de las EDE pudieran hacer una evaluación razonablemente sólida de los riesgos que conlleva su entrada en los mercados internos de activos.

## **2. *Intervención en la crisis y soluciones a ésta***

Pese a las medidas que se puedan tomar para ejercer control sobre las políticas de los países importantes desde el punto de vista sistémico y para reglamentar las instituciones financieras así como los instrumentos y mercados importantes desde el punto de vista sistémico, es casi seguro que las crisis seguirán ocurriendo. En los países que no gozan del estatus de país de las monedas de reserva, concretamente en las EDE, las crisis de la balanza de pagos y de la deuda también seguirán haciendo necesaria la intervención internacional, excepto donde existan alternativas regionales eficaces. En virtud de los mecanismos vigentes, esta tarea le corresponde al FMI.

Sin embargo, hay varias cuestiones polémicas por resolver en relación con la intervención del FMI en las crisis en las economías emergentes, entre estas sus objetivos, financiación y la condicionalidad de las políticas. Un gran número de países desarrollados y en desarrollo manifestaron un profundo descontento por la manera como se diseñaban y llevaban a cabo estas intervenciones a finales de los años noventa y, tanto al interior como el exterior del Fondo, se presentaron varias propuestas de mejora. (Akyüz 2005). No obstante, estas propuestas se dejaron de lado debido a la oposición de sus principales accionistas, a la tranquilidad que infundió la rápida reanudación del crecimiento en la mayoría de los países afectados por la crisis

financiera y a una importante recuperación de las corrientes de capital en los primeros años de esta década.

En el pasado, la intervención del Fondo en la crisis se manifestaba generalmente en una inyección de liquidez concebida para que los países permanecieran al día en los pagos de su deuda con acreedores privados, mantener la convertibilidad de la cuenta de capital e impedir el incumplimiento en los pagos, junto con políticas fiscales y monetarias más estrictas para recuperar la confianza. Los paquetes de medidas de rescate superaron muchas veces los límites aceptados en función de la cuota y con frecuencia se combinaban con contribuciones bilaterales de los principales países industriales. Como se ha señalado, las intervenciones recientes no divergen de manera significativa de este patrón: las cuentas de capital se siguen liberalizando pese a las rápidas salidas de capital y al agotamiento de las reservas, la condicionalidad de las políticas sigue siendo procíclica y el FMI recurre cada vez más a los fondos prestados por sus principales accionistas.

Este enfoque resulta problemático por diversas razones. Las políticas procíclicas se suman a la contracción de la actividad económica provocada por las perturbaciones externas financieras y comerciales, lo que trae consigo un aumento del desempleo y de la pobreza. El recurrir a los principales accionistas para obtener fondos aumenta su influencia en el diseño de los programas del FMI e incluso les permite favorecer sus intereses nacionales, como se vio en la República de Corea durante la crisis de 1997. Lo que es más importante, las operaciones de rescate socavan la disciplina de los mercados, suponen un riesgo moral y fomentan los préstamos imprudentes puesto que los acreedores y los inversores no están en capacidad de asumir las consecuencias de los riesgos que toman. La carga de la crisis recae casi completamente sobre los deudores, en particular sobre los gobiernos de las EDE generalmente obligados a asumir los pasivos externos de los deudores privados que ya no pueden hacer frente al servicio de su deuda. Además, se pone en peligro la integridad financiera del Fondo, particularmente conforme crecen las operaciones paralelamente al rápido aumento de los préstamos y las inversiones transfronterizas.

A medida que estos problemas se hicieron cada vez más aparentes con las intervenciones del FMI en las crisis recurrentes de los años noventa y principios de la década de 2000, una solución propuesta fue responsabilizar o hacer partícipes a los acreedores e inversores internacionales en la resolución de las crisis financieras y restringir los préstamos del FMI con el fin de estimular esta participación. Algunos países del Grupo de los Siete (G-7) como Alemania, el Canadá e Inglaterra apoyaron esta propuesta. Para poder llevarla a cabo, se propusieron varios esquemas tanto voluntarios como obligatorios, entre ellos moratorias de la deuda y controles cambiarios de carácter temporal. El Directorio Ejecutivo del FMI reconoció que “en circunstancias extremas, si no es posible alcanzar un acuerdo sobre una moratoria voluntaria, los miembros pueden necesitar, como último recurso, imponerla en forma unilateral” y que dado “el riesgo de que esta medida desencadene salidas de capital... el miembro debería considerar si podría ser necesario recurrir a controles más exhaustivos de cambios o de capital”. El FMI dijo que aceptaría “una moratoria impuesta por un miembro... a través de una decisión... de conceder préstamos a países con atrasos en los pagos a acreedores privados”.<sup>28</sup>

---

<sup>28</sup> Para mayor información sobre el debate de esta cuestión en el FMI, véase, Akyüz (2005: págs. 9-15).

La Secretaría del Fondo también dirigía sus acciones hacia el establecimiento de un mecanismo formal para que los acreedores privados participaran en la resolución de las crisis de la deuda soberana a través de un Mecanismo de Reestructuración de la Deuda Soberana. Estaba previsto que los países que hicieran frente a graves dificultades de la balanza de pagos y de la deuda soberana pudieran “acudir al Fondo y solicitar una moratoria temporal en el reembolso de sus deudas y durante ese tiempo negociar la reprogramación de la deuda con sus acreedores, dado que el Fondo aprueba este tipo de acciones. Durante este periodo limitado... el país tendría que ofrecer garantías a sus acreedores de que el dinero no estaba saliendo del país, lo que probablemente significaría la imposición de controles cambiarios de carácter temporal” (Krueger 2001: pág. 7). Sin embargo, debido a la oposición de sus principales accionistas y de los mercados financieros y a la falta de apoyo firme de algunos países en desarrollo, esta propuesta perdió fuerza en un principio cuando se otorgó a los acreedores una influencia considerable y se eliminaron las disposiciones para las moratorias, y posteriormente se abandonó por completo.

En respuesta a los efectos adversos de la crisis en el comercio y en las corrientes de capital en las EDE, la comunidad internacional ha decidido ahora establecer un nuevo servicio, la línea de crédito flexible (LCF), para permitir al Fondo prestar grandes cantidades de liquidez a ciertos países que reúnen las condiciones para beneficiarse del servicio con base en ciertos criterios previamente determinados. Sin embargo, esta disposición no se ha acompañado con medidas para hacer frente a los consiguientes riesgos morales, la inequidad en la distribución de la carga y la amenaza potencial a la integridad financiera del Fondo. Esta última es un motivo especial de preocupación habida cuenta de que la mayor parte de los miembros del Fondo no tiene acceso a este servicio. Esto hace que sea aún más importante establecer mecanismos paralelos para involucrar a los acreedores e inversores privados en la resolución de las crisis de la balanza de pagos y de la deuda en las economías emergentes.

Un componente central de dichos mecanismos es el reconocimiento de los derechos de los países que hacen frente a salidas de capital importantes y sostenidas a imponer moratorias temporales de la deuda y controles cambiarios, y proteger legalmente a los deudores previendo la suspensión de acciones judiciales. La decisión de una moratoria debe tomarla unilateralmente el país en cuestión y debe sancionarla un grupo de expertos independiente en lugar del FMI porque entre los países afectados están los accionistas del Fondo que también es en sí un acreedor. Hay poca duda de que los países recurrirán a las moratorias con considerable prudencia y discreción. Como lo ha señalado un ex Vice Director del Banco de Inglaterra, la probabilidad de que un “marco adecuadamente articulado para abordar los problemas de liquidez soberana induzca a los deudores al incumplimiento... no es mayor que la probabilidad de que las leyes de quiebras induzcan a los deudores empresariales al incumplimiento” (Clementi, 2000).

Los préstamos del Fondo deberían centrarse en las transacciones en cuentas corrientes, y debería imponerse límites a los préstamos otorgados a países con salidas de capital importantes y sostenidas, pese al carácter fungible del dinero y a que en la práctica no siempre es posible identificar claramente la necesidad adaptada a cada

préstamo. Es posible que los préstamos a unos tipos de interés (punitivo) progresivamente mayores, como los que el Fondo parece poner en práctica actualmente, no frenen la demanda de liquidez de los países que reúnen las condiciones para beneficiarse del servicio de la LCF. En vez de eso, el Fondo debería fomentar la participación de los acreedores privados recomendando, e incluso exigiendo, el uso de moratorias temporales y controles cambiarios cuando sea necesario.

Las restricciones de este tipo deberían aplicarse así las dificultades de los pagos tengan origen en deudas privadas o soberanas o en la salida rápida de inversores extranjeros, o se deban a problemas de liquidez o de solvencia, una distinción que no siempre resulta clara. En casos de señales claras de insolvencia, los límites de los préstamos del FMI deberían ser más estrictos, es decir, los países no deberían contraer préstamos con fuentes multilaterales para financiar deudas impagables con acreedores privados, como ocurrió frecuentemente durante la crisis de la deuda en los años ochenta (Sachs 1998: pág. 53).

Debido a la ausencia de un sistema jurídico convenido multilateralmente para la renegociación de deudas, la práctica tiende a ser desordenada y ad hoc, y tiende a favorecer a los acreedores. Con mucha frecuencia el FMI se ocupa de coordinar y resolver dificultades causadas por el servicio de la deuda, debidas a problemas sea de solvencia o de liquidez, con base en un programa de ajuste convenido con el país deudor. Generalmente, el Fondo busca lograr un acuerdo voluntario con los acreedores, pero su posición es asimétrica; aunque ejerce una influencia considerable frente a los deudores soberanos no puede imponer términos y condiciones apropiados a los acreedores. Incluso en los contratos de bonos con cláusulas de acción colectiva (CAC), los tenedores de bonos pueden esperar y optar por litigar en busca de mejores condiciones. Una reestructuración ad hoc como esta rara vez ha asegurado la sostenibilidad cuando se han presentado problemas de solvencia. En los casos en que las dificultades causadas por el servicio de la deuda se debían a la falta de liquidez, se prestaba ayuda por medio de la renovación del plazo de vencimiento a tipos de interés punitivos, pero esta ayuda generalmente llegaba cuando la crisis había avanzado demasiado y no lograba evitar el daño<sup>29</sup>

Los acuerdos multilaterales para las renegociaciones adecuadas de la deuda soberana deberían ser lo suficientemente eficaces para tratar de contener los daños causados al deudor por las dificultades del servicio de la deuda y permitir la pronta recuperación y el crecimiento, como suelen hacer muchas economías avanzadas por medio de los procedimientos nacionales de declaración de quiebra, entre ellos el Capítulo 11 del Código de la Quiebra de los Estados Unidos. También deberían ser justos en la distribución de la carga y hacer que los acreedores asuman todas las consecuencias de los riesgos que han tomado, riesgos que ya han sido recompensados generosamente. En la medida de lo posible, la reestructuración de la deuda, incluidos los refinanciamientos y los valores cancelados en libros, debería basarse en negociaciones entre el deudor y los acreedores, y facilitarse por medio de la

---

<sup>29</sup> Para un análisis de la reestructuración de la deuda promovida por el Fondo en las crisis de los mercados emergentes véase Akyüz (2002).

introducción del refinanciamiento automático y de CAC en los contratos de crédito. Sin embargo, los procedimientos imparciales de arbitraje son necesarios para resolver contenciosos en caso de que no se logre un acuerdo sobre los términos de la reestructuración.

Los procedimientos existentes para la renegociación de deudas oficiales necesitan asimismo cambios fundamentales. Las decisiones sobre la reestructuración de dichas deudas le corresponden actualmente a un club de acreedores, el Club de París, y están vinculadas a los programas de ajuste estructural del Banco Mundial y a evaluaciones de sostenibilidad. La sostenibilidad se evalúa generalmente sobre la base del volumen de la deuda y del servicio de la deuda que un país puede tolerar sin una adecuada atención a sus implicaciones para el desarrollo y la pobreza. Además, las consideraciones de índole política dominan frecuentemente los resultados del alivio de carga de la deuda. Podría ser muy conveniente desvincular la reestructuración de las deudas oficiales del FMI y dejar el análisis de la sostenibilidad de la deuda a un organismo independiente de expertos, nombrado con el consentimiento de los deudores. El Fondo, el Banco y los organismos de las Naciones Unidas podrían hacer contribuciones a este proceso en sus respectivas áreas de trabajo. También debería permitirse a los países deudores presentar sus propios análisis en materia de sostenibilidad. También debería prestarse atención al establecimiento de procedimientos imparciales de arbitraje para los contenciosos sobre deudas oficiales siguiendo el modelo del Capítulo 9 del Código de la Quiebra de los Estados Unidos que abarca a los deudores públicos y aplica los mismos principios que el Capítulo 11<sup>30</sup>.

## **D. Resumen de conclusiones y propuestas en materia de medidas**

### ***1. Medidas de respuesta inmediata***

- a. Las EDE no deberían soportar una carga pesada a fin de responder a las repercusiones de una crisis de la que no se les puede considerar responsables.
- b. No se debe negar a las EDE que hacen frente a limitaciones en materia de balanza de pagos el derecho a usar medidas comerciales legítimas con el fin de mitigar el impacto de la crisis en los empleos, los ingresos y en la pobreza. Dichas medidas no deberían asimilarse a las restricciones a la importación y subvenciones aplicadas por las economías avanzadas que no hacen frente a limitaciones de este tipo.
- c. Se debería alentar a las EDE a utilizar restricciones temporales a la cuenta de capital y moratorias temporales de la deuda para poner fin a las salidas de capital importantes y sostenidas. El FMI debería apoyar estas acciones,

---

<sup>30</sup> Para las justificaciones de un capítulo 9 internacional sobre insolvencia, véase Raffer (1993).

cuando sea necesario, por medio de la concesión de préstamos a países con atrasos.

- d. Cualquier tipo de financiación adicional que puedan necesitar las EDE para responder positivamente a las perturbaciones de la crisis debería ser incondicional, a bajo costo y/o no crear endeudamiento. La mejor manera de lograrlo es a través de asignaciones de DEG en lugar de donaciones o préstamos del FMI financiados mediante préstamos bilaterales de sus accionistas:
- Una asignación excepcional permanente de DEG para los países de bajos ingresos con base en sus necesidades, en donde los costos de los intereses de los retiros sean financiados internamente por el FMI.
  - Una gran asignación reversible de DEG a otras EDE.

Debería existir una moratoria del servicio de la deuda de los países de bajos ingresos con acreedores oficiales, incluidas las instituciones de Bretton Woods, sin costo adicional

## **2. *Prevención de la crisis: Supervisión de las políticas multilaterales***

- a. Es necesario mejorar considerablemente la eficacia, la equidad y la calidad de la supervisión del FMI en materia de políticas macroeconómicas, financieras y cambiarias. Esto es indispensable a fin de asegurar una mayor disciplina multilateral en las políticas de países importantes desde el punto de vista sistémico y para que exista una mayor coherencia entre el comercio y las finanzas a este respecto. Estas mejoras son necesarias también para transmitir señales de alerta oportunas sobre los riesgos de la inestabilidad macroeconómica y financiera.
- b. El logro de estos objetivos depende en gran parte de que se corrijan las deficiencias del Fondo relacionadas con la gobernanza. En virtud de los mecanismos actuales se presenta un conflicto de intereses en el que los Directores Ejecutivos emiten juicios sobre la supervisión de las políticas de los países a los cuales representan. Una solución a este problema podría ser separar formalmente las actividades de supervisión de las decisiones en materia de préstamos y confiarlas a un organismo independiente.

## **3. *Prevención de la crisis: Sistema internacional de reservas***

- a. El actual sistema de reservas basado en múltiples divisas pero centrado en el dólar es sumamente inestable. Resulta muy costoso para las EDE que se ven obligadas a mantener grandes cantidades de reservas a manera de autoseguro a expensas del crecimiento y el desarrollo. Debería ser remplazado por un sistema que no se base en monedas nacionales.

- c. Un sistema de reservas basado en DEG parecería ser la opción más viable. Esto requiere cambios fundamentales en los mecanismos actuales en materia de asignación y uso de los DEG.
- d. Una manera de lograrlo es hacer del FMI una institución basada en los DEG permitiéndole asignarse a sí mismo DEG y que éstos reemplacen las cuotas, los AGP y los NAP y se conviertan en la única fuente de financiación del FMI. Esto también mejoraría la gobernanza del FMI al acabar con su dependencia de países importantes para su financiación. Las asignaciones de DEG podrían vincularse al crecimiento del comercio mundial de manera anticíclica. En virtud de un mecanismo de este tipo, los límites de acceso no condicional se deberían volver a definir y ampliar considerablemente
- e. Esto podría complementarse con un mecanismo para permitir reemplazar las actuales reservas de monedas por DEG sin causar perturbaciones en los mercados monetarios. Lo anterior puede lograrse por medio de una cuenta de sustitución en el FMI, que fue objeto de múltiples debates en los dos episodios anteriores de debilidad del dólar a principios de los años setenta y ochenta.
- f. Sin embargo, hay que ser cautelosos al seguir este camino, especialmente en asegurar que el riesgo de los tipos de cambio recaiga en el FMI y entre sus miembros en los países pobres; y que el DEG no se convierta en un nuevo instrumento de especulación.

#### ***4. Prevención de la crisis: Reglamentación de los mercados financieros internacionales***

- a. El principio que podría guiar el enfoque de las EDE en la reglamentación de instituciones, mercados e instrumentos financieros podría ser el de conservar suficiente autonomía interna en materia de políticas y a la vez buscar reducir su vulnerabilidad a la inestabilidad y a las crisis a través de la reglamentación y la supervisión de organismos con actividades transfronterizas.
- b. Un organismo supremo internacional con auténticos poderes regulatorios y de supervisión sobre todas las instituciones financieras no es realista ni deseable. Esto resulta cierto también si se pretende copiar a la OMC en el área de las finanzas, con acuerdos multilaterales vinculantes sobre las reglas y normas que deben aplicar los gobiernos nacionales y las sanciones por incumplimiento.
- c. Un mecanismo de esa índole podría conllevar una grave pérdida de autonomía y conducir al problema de un enfoque único. Además, hay riesgo de que el proceso diseñado para ampliar el alcance de la gobernanza mundial en el ámbito de las finanzas podría terminar extendiendo el alcance de los mercados financieros a todo el mundo, obligando a las EDE a abrir más de lo necesario sus mercados de servicios financieros.

- d. Al evaluar varias propuestas para reformar la reglamentación de las instituciones financieras y los mercados mundiales, las EDE deben prestar atención a lo que éstas podrían ofrecerles en términos de reducción de la vulnerabilidad:
- Reducir el comportamiento procíclico en los préstamos bancarios internacionales a las EDE;
  - Reducir el sesgo contra las EDE y el comportamiento procíclico en las calificaciones de las agencias calificadoras del riesgo crediticio;
  - Mejorar la calidad de los activos en los que las EDE invierten sus reservas y ahorros privados;
  - Mejorar la información sobre los inversores internacionales de cartera para las EDE.
- e. Antes de otorgar al FMI un papel más importante en materia de supervisión y monitoría financiera, es importante que las EDE tengan un conocimiento muy preciso de los factores que han hecho que las actividades de los Informes sobre la Observancia de los Códigos y Normas (ROSC) y del Programa de evaluación del sector financiero (PESF) hayan resultado sumamente ineficaces y eliminarlos por medio de reformas adecuadas.

## 5. *Intervención en la crisis y soluciones a ésta*

- a. El Fondo no debería imponer condiciones estructurales al aportar liquidez internacional; tampoco debería insistir en ajustes de las políticas macroeconómicas cuando los desequilibrios de la balanza de pagos se deben a perturbaciones externas temporales que están fuera del control del país prestatario.
- b. Las operaciones de rescate del FMI a los prestamistas e inversores internacionales en países que hacen frente a salidas rápidas de capital socavan la disciplina de los mercados, fomentan los préstamos imprudentes, hacen que la carga recaiga en los deudores y ponen en peligro la integridad financiera del Fondo. El FMI no debería financiar las salidas de capital importantes y sostenidas, sino hacer que los acreedores y los inversores privados participen en la resolución de las crisis de la balanza de pagos y de la deuda en las economías emergentes.
- c. Deberían reconocerse los derechos de los países que hacen frente a salidas de capital importantes y sostenidas de ejercer moratorias temporales de la deuda y controles cambiarios, y se les debería brindar protección legal a los deudores previendo la suspensión de acciones judiciales.
- d. La reestructuración de la deuda soberana deberá basarse en lo posible en negociaciones entre el deudor y los acreedores, y facilitarse por medio de la introducción del refinanciamiento automático y de CAC en los contratos de

crédito. Sin embargo, es necesario un sistema internacional imparcial de arbitraje para resolver contenciosos relacionados con la deuda soberana.

- e. Los análisis de sostenibilidad de la deuda en la reestructuración de las deudas oficiales no deberían seguir en manos del FMI sino de un organismo independiente de expertos. Debería considerarse la posibilidad de introducir el arbitraje para la reestructuración de la deuda pública de las EDE.

## **6. *Otras áreas de reforma del FMI***

- a. Varias de las medidas necesarias para reducir la posibilidad de las crisis financieras cuyas repercusiones son mundiales y la capacidad de asegurar una mejor intervención en la crisis requieren cambios fundamentales en el FMI. También hace falta que se pongan en marcha reformas adicionales, especialmente en aspectos relacionados con su mandato y gobernanza, con el fin de mejorar su eficacia y su relevancia.
- b. Se han debatido ampliamente las deficiencias en la gobernanza del Fondo en varias áreas incluida la elección de su presidente, la distribución de los derechos de voto, la transparencia y la rendición de cuentas; no hacen falta comentarios adicionales a este respecto. Sin embargo, cabe destacar que las reformas en al menos dos áreas mencionadas más arriba pueden mejorar considerablemente la gobernanza del Fondo más de lo que pueden hacerlo los cambios en áreas en las que se ha insistido en debates públicos:
  - Acabar con la dependencia del FMI en sus accionistas para la financiación del Fondo por medio de cuotas y préstamos bilaterales (AGP y NAP) haciendo del Fondo una institución basada en DEG.
  - Separar la supervisión y el programa de préstamos y dejar la tarea a autoridades que sean independientes de sus gobiernos y que no participen en decisiones en materia de préstamos.
- c. El Fondo debe centrarse en su principal responsabilidad que consiste en salvaguardar la estabilidad monetaria y financiera internacional. Por consiguiente:
  - Debería mantenerse al margen de políticas y financiación del desarrollo y mitigación de la pobreza. Esto constituye un desvío injustificado y esta es un área que pertenece a los bancos multilaterales de desarrollo. Todos los servicios creados para este propósito deberían transferirse al Banco Mundial a medida que el Fondo termina sus actividades en materia de desarrollo y préstamos a largo plazo.
  - También debería mantenerse al margen de las políticas comerciales. Sus intentos por promover la liberalización unilateral del comercio en las EDE haciendo uso de sus recursos socava el poder de negociación de estos países en las negociaciones comerciales multilaterales. Su principal tarea en esta área es asegurar un entorno comercial mundial

predecible ayudando a asegurar unas situaciones estables de la balanza de pagos y de los tipos de cambio.

## Referencias

- Akyüz, Y. y A. Cornford. (2002). "Capital flows to developing countries and the reform of the international financial system." En Deepak Nayyar, ed., *Governing Globalization*. Nueva York: Oxford University Press.
- Akyüz, Y. (ed.) (2002). *Reforming the Global Financial Architecture; Issues and Proposals*. Zed Books: Londres.
- Akyüz, Y. (2005). "Reforming the IMF: Back to the Drawing Board." *Documento de Debate* Número 38 (G-24) UNCTAD. Ginebra.
- Akyüz, Y. (2008a). "The Current Global Financial Turmoil and Asian Developing Countries." ESCAP Series on Inclusive & Sustainable Development 2; también reimpresso en TWN Global Economy Series 11.
- Akyüz, Y. (2008b). Managing Financial Instability in Emerging Markets: A Keynesian Perspective. *METU Studies in Development*, 35(10).
- Balls, Edward. (2003). "Preventing Financial Crises: The Case for Independent IMF Surveillance." Remarks made at the Institute for International Economics. Washington, D.C. 6 de marzo.
- Banco Mundial (2009). "Swimming Against the Tide: How Developing Countries Are Coping With The Global Crisis." Documento de antecedentes preparado por el Banco Mundial para la Reunión de los Ministros de Finanzas y la Reunión de Gobernadores de los Bancos Centrales del Grupo de los 20, celebrada en Horsham (Reino Unido) los días 13 y 14 de marzo de 2009.
- Bergsten, C.F. (2007a). "How to Solve the Problem of the Dollar." *Financial Times*, 11 de diciembre.
- Bergsten, C.F. (2007b). "Objections Do Not Invalidate Substitution Account Benefits." *Financial Times*, 29 de diciembre.
- Bergsten, C.F. (2009). "We Should Listen to Beijing's Currency Idea." *Financial Times*, 8 de abril.
- Boughton, J.M. (2001). *Silent Revolution: The International Monetary Fund, 1979-89*. FMI, Washington, D.C.
- Boughton, J.M. (2007). "Third Time Lucky for Scheme to Support Dollar?" *Financial Times*, 14 de diciembre.
- Clementi, D. (2000). "Crisis Prevention and Resolution – Two Aspects of Financial Stability." *BIS Review*, 11 de septiembre.
- Cornford, Andrew. (2002). "Standards and Regulations." En Y. (ed.), *Reforming the Global Financial Architecture. Issues and Proposals*. Londres: Zed Books:
- Eatwell, J. y L. Taylor (1998). Why We Need a World Financial Authority. Wider Angle 2/98. WIDER, Helsinki.

- Eatwell, J. y L. Taylor (2000) *Global finance at risk: the case for international regulation*. Cambridge: Polity Press.
- Eichengreen, B. (2008). “Not a New Bretton Woods but a New Bretton Woods process.” En Y. Eichengreen y R. Baldwin (eds.), *What G20 Leaders Must Do to Stabilise Our Economy and Fix the Financial System*. Centre for Economic Policy Research, Londres. Disponible en:[www.voxeu.org](http://www.voxeu.org).
- Eichengreen, B. y R. Baldwin (eds.) (2008). *What G20 Leaders Must Do to Stabilise Our Economy and Fix the Financial System*. Centre for Economic Policy Research, Londres. Disponible en:[www.voxeu.org](http://www.voxeu.org).
- FMI/GIE (Grupo independiente de expertos del FMI). (1999). *External Evaluation of IMF Surveillance*. Informe de un grupo independiente de expertos. Washington, D.C.
- FMI (1998) “Interim Committee Communiqué.” 16 de abril. Washington, D.C.
- FMI (2005) “United States: Staff Report for the 2005 Article IV Consultation.” 30 de junio. Washington, D.C.
- FMI (2006) “United States: Staff Report for the 2006 Article IV Consultation.” 30 de junio. Washington, D.C.
- FMI (2007a) “United States: Staff Report for the 2007 Article IV Consultation.” 11 de julio. Washington, D.C.
- FMI (2007b) “Iceland: Staff Report for the 2007 Article IV Consultation.” 26 de julio. Washington, D.C.
- FMI (2009a) “Review of Fund Facilities- Analytical Basis for Fund Lending and Reform Options.” 6 de febrero, Washington, D.C.
- FMI (2009b) *World Economic Outlook*. Abril. Washington, D.C.
- FMI (2009c) “Comunicado del Comité Monetario y Financiero Internacional de la Junta de Gobernadores del Fondo Monetario Internacional” Comunicado de prensa 09/139 25 de abril, Washington, D.C.
- Gamberoni, E. y R. Newfarmer (2009). “Trade Protection: Incipient but Worrisome Trends.” 4 de marzo. Disponible en:[www.voxeu.org](http://www.voxeu.org).
- Giles, C. (2009). “Large Numbers Hide Big G20 Divisions.” *Financial Times*, 2 de abril.
- Grupo de los Treinta (G-30) (2008) *Financial Reform. A Framework for Financial Stability*. Washington, D.C. Disponible en:[www.group30.org](http://www.group30.org).
- Grupo de los Veinte (G-20) (2009<sup>a</sup>). *Enhancing Sound Regulation and Strengthening Transparency*. Informe final. Grupo de trabajo 1. Disponible en:[www.g20.org](http://www.g20.org).
- G-20 (2009b). *Reinforcing International Cooperation and Promoting Integrity in Financial Market*. Informe final. Grupo de trabajo 2. Disponible en:[www.g20.org](http://www.g20.org).

- G-20 (2009c). “The Global Plan for Recovery and Reform.” Comunicado de la Cumbre del G-20, Londres 2 de abril. Disponible en:[www.g20.org](http://www.g20.org).
- Kenen, P.B. (2005). “Stabilizing the International Monetary System.” *Journal of Policy Modelling*, 27(4), Junio: 487-93
- Khor, M. (2009). “Reality behind the Hype of the G20 Summit.” TWN Info Services on Finance and Development, 7 de abril (en línea). Disponible en:[www.twinside.org.sg](http://www.twinside.org.sg).
- Krueger, Anne O. (2001). “International Financial Architecture for 2002: A New Approach to Sovereign Debt Restructuring.” Discurso pronunciado en la cena anual de los miembros del National Economists Club Washington, D.C. American Enterprise Institute. 26 de noviembre.
- Monbiot, G. (2008). “Keynes is Innocent: The Toxic Spawn of Bretton Woods was no Plan of His.” *The Guardian*, 18 de noviembre.
- Polak, J.J. y P.B. Clark (2006). “Reducing the Costs of Holding Reserves. A New Perspective on Special Drawing Rights.” En Y. Kaul y P. Conceição (eds.). *The New Public Finance. Responding to Global Challenges*. Oxford University Press.
- Raffer, K. (1993). “What’s Good for the United States Must be Good for the World: Advocating an International Chapter 9 Insolvency.” *From Cancún to Vienna. International Development in a New World*. Bruno Kreisky Forum for International Dialogue. Viena.
- Sachs, J.D. (1998). “External Debt, Structural Adjustment and Economic Growth.” In *International Monetary and Financial Issues for the 1990s. Vol. IX*. UNCTAD, Ginebra.
- Schneider, B. (2005). “Do Global Standards and Codes Prevent Financial Crises? Some Proposals on Modifying the Standards-based Approach.” Texto de discusión de la UNCTAD Número 177, Ginebra.
- Schneider, B. y S. Silva. (2002). “Conference Report on International Standards and Codes: The Developing Country Perspective.” Conferencia que tuvo lugar el 21 de junio de 2002 en La Secretaría del Commonwealth. Overseas Development Institute: Londres.
- Triffin, R. (1960). *Gold and the Dollar Crisis: the Future of Convertibility*. Yale University Press.
- TWN (Red del Tercer Mundo) (2009). “The IMF’s Financial Crisis Loans: No Change in Conditionality.” 11 de marzo. Disponible en:[www.twinside.org.sg](http://www.twinside.org.sg).
- UNCTAD Informe sobre el comercio y el desarrollo (varios temas). *Informe sobre el comercio y el desarrollo* Naciones Unidas: Ginebra.
- UNCTAD (2009). “Temporary Debt Moratorium Needed for Some Poor Nations, UNCTAD Chief says.” Comunicado de prensa de la UNCTAD PR/30/2009/13. Ginebra.
- Zhou X. (2009). “Reform the International Monetary System.” Banco Popular de China, 23 de marzo. Disponible en:[www.pbc.gov.cn/english](http://www.pbc.gov.cn/english).

