

SISTEMA MONETARIO INTERNACIONAL Y ESTABILIDAD FINANCIERA

IMPLICACIONES PARA AMÉRICA LATINA

1. PREMISA. LA CUMBRE DE SEÚL

En verano de 2010, el G20 se auto-proclama “*premier forum*” para la cooperación económica internacional, afirmación que no carece de fundamento si se consideran los resultados logrados por el G20 en 2010 y en 2009. La agenda de trabajo del grupo es amplia y abarca áreas donde en el pasado las competencias de las autoridades estaban esparcidas y carecían de coordinación. Posteriormente el G20 se convirtió en síntesis y dirección política para algunos organismos-clave (fundamentalmente el Financial Stability Board y el FMI, sobre el que el G20 ejerce una fuerte influencia), con contribuciones presentadas hoy como elementos de un proceso unificado.

Con la Cumbre de Seúl, el G20 obtuvo algunos resultados importantes y desencadenó otros procesos cuyos frutos se esperan para los dos años siguientes. Los temas principales son: (a) la coordinación de las políticas macroeconómicas y el proceso de revisión por pares (*peer review*) entre los países miembros; (b) la reforma de las IFI, sobre todo la del Fondo Monetario Internacional; (c) la reforma de los regímenes de revisión del sector financiero.

1.1 Coordinación de las políticas macroeconómicas y proceso de revisión por pares

En septiembre de 2009 los líderes aprobaron un ambicioso programa de coordinación de las políticas macroeconómicas de los respectivos países para garantizar un crecimiento fuerte, sostenible y equilibrado (“*Framework for strong, sustainable and balanced growth*”).

Durante mucho tiempo el debate dentro del propio G20 se ha centrado en la espinosa cuestión del ajuste de los tipos de cambio, que muchos consideraban como un paso necesario para poner en marcha un reequilibrio en los presupuestos de los pagos comunitarios, otros como una consecuencia de cambios en la tendencia a consumir y ahorrar/invertir. En muy poco tiempo se llegó a una situación de parálisis en las negociaciones: EE.UU. por un lado, China y otros países emergentes por otro. De repente Europa se encontró incómoda en su posición, con una eurozona en equilibrio respecto al exterior, y en su uso interior estaba desgarrada por el contraste entre los países deficitarios en cuenta corriente y los que se encontraban en surplus, con el agravante de la existencia de profundas diferencias en la situación de las cuentas públicas.

Y hubo más tensiones, las que se generaron por la decisión unilateral de Estados Unidos de aplicar medidas de política monetaria “no convencionales” (*quantitative easing*), anunciada en agosto de 2010 y puesta en práctica en noviembre de ese mismo año. La decisión fue muy criticada por los países emergentes, sobre todo por Brasil, acusada de ser una de las causas principales del aumento en las entradas de

capital extranjero y por tanto de movimientos no deseados en los tipos de cambio. En la práctica, la medida estadounidense fue precedida por la introducción de controles en los movimientos de capital por parte de algunos países emergentes.

Para evitar que todo el proceso fracasara, en octubre se optó por una solución de compromiso, la de buscar unas “directrices” (*indicative guidelines*) para calcular el equilibrio exterior e interior de los países. A falta de resultados concretos, en el Comunicado de Seúl se presentó el denominado “*Seoul Action Plan*”, que para cada país incluía una lista de “*policy commitments*” redactada a partir de planes nacionales que ya existían.

En el comunicado de Seúl se hace hincapié en el rol crucial de las reformas estructurales. El proyecto del *Framework* requiere un compromiso muy firme, que supone una tensión entre los países más preocupados por la situación, por ejemplo Estados Unidos, y los países más interesados en la evolución a largo plazo de la economía, por ejemplo China.

1.2 Reforma del Fondo Monetario Internacional

En ocasión de la Cumbre de Londres (2 de abril de 2009), los Líderes del G20 lograron un acuerdo político para: (a) triplicar los recursos del FMI, de 250 a 750 mil millones de dólares; (b) realizar una distribución extraordinaria de Derecho Especial de Giro (DEG) de 250 mil millones de dólares; (c) aumentar el volumen de los préstamos asignados por los Bancos Multilaterales de Desarrollo (BMD), seguido de un posible aumento de capital de aquellas instituciones.

Por lo que se refiere a los mecanismos de gobierno del FMI, se decidió lo siguiente:

- duplicar el capital total del Fondo Monetario y distribuirlo de tal forma que el peso relativo de los países emergentes más dinámicos creciera en más del 6%. Cuando la nueva colocación de las cuotas sea operativa, los 10 primeros accionistas del Fondo serán, en este orden: EE.UU., Japón, China, Alemania, Francia, Reino Unido, Italia, Brasil, Rusia e India. El peso de los países BRIC tenderá a aumentar más aún cuando termine la próxima Revisión de las Cuotas FMI que el G20 ha decidido anticipar en enero de 2014.

- modificar el Consejo de Administración del FMI (*Executive Board*). Los 24 miembros del Consejo deberán ser elegidos (antes de la reforma los 5 países más grandes podían nombrar directamente a su representante); además, los países europeos han renunciado a dos escaños para ofrecerlos a los países emergentes.

1.3 Reforma de los regímenes de supervisión del sector financiero

En este apartado las iniciativas abarcaban, entre otras cosas: (a) solución de las crisis bancarias fronterizas (antes de finales de 2012); (b) creación de un proceso de revisión por pares sobre la ejecución de las recomendaciones en el seno del Financial Stability Board; (c) fortalecimiento de la reglamentación y de la supervisión de instituciones, herramientas e infraestructura del sector financiero no bancario (*hedge funds*, derivados OTC, *credit rating agencies*); (d) aumento de la presión sobre las denominadas “jurisdicciones no cooperativas”, para que sean más transparentes y

para reducir los riesgos que éstas conllevan para la estabilidad del sistema financiero global.

Por último, los líderes del G20 resolvieron intensificar el trabajo en las siguientes áreas: (a) desarrollo de políticas “macro-prudenciales”; (b) reformas reglamentarias en los países emergentes y en vías de desarrollo; (c) una más eficaz reglamentación y supervisión del denominado “sistema bancario paralelo” (*shadow banking system*); (d) aplicación de un sistema de reglamentación y supervisión de los mercados de los derivados para las *commodities*; (e) obligación para los países que cuentan con un sector financiero de relevancia sistémica de someterse periódicamente a los Financial Sector Assessment Programs del FMI.

2. LA REFORMA DEL SISTEMA MONETARIO INTERNACIONAL

El interés del G20 se centró en los siguientes temas: (a) el compromiso a evitar desajustes en los cambios; (b) la búsqueda de *benchmark* prudenciales para las reservas en divisa; (c) emisión de Derecho Especial de Giro (DEG) y posible ampliación de la correspondiente cesta de divisas; (d) nuevas reglas compartidas para la gestión de los movimientos de capital; (e) nuevos indicadores para monitorear y vigilar la situación de la liquidez global y de los riesgos que ésta conlleva; (f) más fortalecimiento de las “redes globales de seguridad financiera”; y por último (g) adopción de principios compartidos para facilitar la cooperación entre FMI y los mecanismos regionales de estabilización financiera ya existentes.

Sobre los 5 primeros temas los países tienen opiniones muy distintas entre sí, por lo que no cabe esperar en acuerdos sustanciales para la Cumbre de Cannes que se celebrará en noviembre. Sin embargo, por lo que se refiere a los 2 últimos, parece que hay un consenso más prometedor.

2.1 Redes globales de seguridad financiera

En 2010, el Fondo Monetario propuso la creación de un ambicioso mecanismo de estabilidad global (*Global Stabilization Mechanism*, GSM) para afrontar crisis de alcance sistémico. Este mecanismo habría sido activado por el propio FMI con el poder de: (a) ofrecer su apoyo financiero a países miembros de forma unilateral, sin esperar una solicitud explícita por parte de los beneficiarios; (b) abrir nuevas ventanillas financieras para el suministro de liquidez a corto plazo, de forma similar a lo que hicieron algunos de los mayores bancos centrales mediante acuerdos de *swap* en divisa con otros bancos centrales; (c) aumentar automáticamente el monto de los préstamos ya realizados y ampliar las limitaciones ordinarias de acceso de los *facilities* existentes.

El G20 no apoyó la propuesta, por lo que fue descartada. En su lugar, el Grupo de los veinte hizo que se aprobaran algunas innovaciones relevantes del propio *lending toolkit*. En concreto se potenció la *Línea de Crédito Flexible* (LCF) — un *facility* de

carácter preventivo creada el año anterior y reservada para países con firmes cimientos y políticas virtuosas – extendiendo su duración y aboliendo el límite presumible de las correspondientes financiaciones (10 veces la cuota de cada país). Además, se creó un nuevo *facility* de carácter preventivo, la *Precautionary Credit Line* (PCL), reservada para países que no reúnen los requisitos de la LCF pero que están dotados de cimientos y políticas todavía relativamente fuertes.

La idea de un GSM fue barajada nuevamente por el G20 en 2011, aunque todavía tiene alguna dificultad en conseguir apoyo. Por otro lado empieza a ganar algún consenso la idea de abrir una *nueva ventanilla financiera para el suministro de liquidez a corto plazo* (3-6 meses) a países afectados por contagio aun siendo “espectadores inocentes” de la crisis. Esta ventanilla representaría un importante progreso en la “caja de herramientas” del FMI. Su diseño todavía se está decidiendo, pero es muy probable que los líderes del G20 anuncien su apoyo oficial en ocasión de la Cumbre de Cannes.

2.2 Acuerdos de estabilización regionales

En principio, los Acuerdos Regionales de Financiación (ARFs) (*Regional Financing Arrangements*, RFAs) cobran un rol importante en el fortalecimiento de las redes globales de seguridad financiera ya existentes. En concreto, éstos aumentan la dotación de recursos oficiales (de cada país y del FMI) con las que afrontar shock “country-specific”, susceptibles de propagarse a nivel regional. Además, los recursos regionales pueden sumarse a los del FMI para reprimir choques regionales de mayor envergadura sistémica (tal como hizo la UE en el caso de Grecia, Irlanda y Portugal).

Actualmente existen cuatro ARFs que cubren 5 regiones del mundo: Europa (con la Medium-Term Financial Assistance, MTFAs, a favor de los países de la UE que no han adoptado el euro, y la EFSF para los países de la eurozona, que en 2013 será sustituida por el European Stability Mechanism, ESM); Asia Oriental (con el acuerdo Chiang Mai Initiative Multilateralization, CMIM), América Latina (con el Latin American Reserve Fund, FLAR); África Septentrional y Oriente Medio (con el Arab Monetary Fund).

Las características operativas y el alcance financiero de estos ARFs son muy diversos y reflejan las peculiaridades de cada región, en primer lugar a nivel de integración político-económica entre los países que lo conforman. Pero la necesidad de intensificar el grado de cooperación entre estos mecanismos regionales y el FMI es evidente.

Actualmente el G20 está trabajando para destilar los principios generales de esta cooperación. Esta última deberá respetar la independencia y las especificidades de las respectivas instituciones, pero también deberá ser capaz de combinar sus ventajas comparadas, al objeto de garantizar una mejor prevención y gestión de las crisis.

3. ACUERDOS DE COOPERACIÓN FINANCIERA EN AMÉRICA LATINA

La creación de acuerdos financieros regionales entre países emergentes, en los últimos tiempos ha cobrado mucha importancia, ya sea por el crecimiento de los flujos comerciales sur-sur y el proceso de integración económica vinculado a éste, o a consecuencia de la aumentada y amplia disponibilidad de reservas internacionales por parte de algunas importantes economías emergentes.

Los acuerdos se pueden dividir en cuatro clases, según el creciente nivel de cooperación monetaria entre los países firmatarios: a) acuerdos sobre los sistemas de pago, cuyo propósito es incentivar los flujos comerciales intrarregionales; b) acuerdos sobre los mecanismos de financiación a corto plazo, cuyo propósito es aliviar las crisis de liquidez; c) acuerdos para la financiación a largo plazo, por lo general para proyectos infraestructurales comunes y otras iniciativas de desarrollo económico; d) acuerdos cuyo propósito es la creación de una zona de divisas y posiblemente de una unión monetaria.

Las iniciativas de cooperación regional entre los países de América Latina no son pocas, pero su impacto económico hasta ahora ha sido más bien escaso. La mayoría de los acuerdos pertenecen a la primera clase arriba mencionada, la de los sistemas de pago regionales: ejemplos de ellos son el Convenio de Pagos y Créditos Recíprocos de la Asociación Latinoamericana de Integración (CPCR-ALADI, entre 12 países), puesto en marcha en la década de los 60, y el Sistema de Pagamentos em Moeda local (SML, entre Argentina y Brasil), puesto en marcha en octubre de 2008, cuyo objetivo específico es apoyar a las pequeñas y medianas empresas.¹

En cambio, el Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR, entre Bolivia, Colombia, Costa Rica, Ecuador, Perú, Uruguay y Venezuela), creado en 1978, pertenece a la segunda clase de acuerdos financieros, es decir los acuerdos para la financiación de la balanza de pagos. No obstante el fondo fuera activo también en los años más recientes, los recursos financieros de los que dispone son demasiado exiguos para ser una protección realmente eficaz contra la sequedad de liquidez que típicamente se produce en ocasión de tensiones financieras.

En agosto de este año, los gobiernos de los países latinoamericanos que forman parte del foro de cooperación política denominado Unión de Naciones Suramericanas (UNASUR, entre Argentina, Brasil, Bolivia, Colombia, Chile, Ecuador, Guyana, Paraguay, Perú, Suriname, Uruguay y Venezuela) decidieron lanzar un plan de acción para potenciar la cooperación financiera mutua. El mandato es el de: i) adoptar medidas para aumentar los flujos de comercio intrarregional, incluso mediante un uso más amplio de las divisas nacionales; ii) estudiar mecanismos para movilizar las reservas internacionales propiedad de estos países, tal vez extendiendo el acuerdo FLAR o creando un nuevo fondo de reservas.

¹ El *Sistema Único de Compensación Regional* (SUCRE) entre los países miembros de la *Alianza Bolivariana para América Latina y el Caribe* (ALBA, que incluye Bolivia, Cuba, Ecuador, Honduras, Nicaragua y Venezuela) es objeto de discusión desde 2009, pero todavía no es operativo (el acuerdo establece, entre otras cosas, la creación de una unidad de cuenta común para la facturación de las transacciones regionales).

Por lo que se refiere al segundo punto del plan, es decir el desarrollo de mecanismos regionales de financiación a corto plazo (mediante swap entre bancos centrales o pooling de reservas internacionales), su objetivo es que los participantes compartan recursos y riesgos, reduciendo por tanto la necesidad de poseer amplios stocks de reservas internacionales y/o de abaratar los costes relacionados con el endeudamiento en los mercados internacionales. Estos acuerdos pueden desempeñar dos funciones: la de protección preventiva contra posibles ataques especulativos y la de asistencia financiera de emergencia a favor de las economías más pequeñas afectadas por una crisis de liquidez temporal. Sin embargo hay dudas sobre la capacidad efectiva de estos acuerdos de movilizar recursos financieros suficientes para afrontar evidentes crisis financieras y sobre todo para reducir el riesgo de contagio a otros países de la región. Por este motivo dichos acuerdos deberían estar considerados como complementos – y no sustitutos – de los mecanismos de seguridad multilateral disponibles a nivel internacional.

En cualquier caso, para que sean eficaces, los acuerdos regionales para la financiación a corto plazo necesitan unas condiciones mínimas. En primer lugar deberán contar con el apoyo de uno o más países participantes relativamente fuertes, con una buena reputación crediticia a nivel internacional, amplia disponibilidad de reservas y una economía firme. Además estos países deberán tener mucho interés en guiar el proceso de cooperación regional. Si por un lado la existencia de estrechos vínculos comerciales y financieros con los otros países de la región tiende a ser un incentivo para este tipo de cooperación, por otro lado estas mismas circunstancias son altamente favorables para que una crisis originada en un país se propague al resto de la región. En América Latina, el grado de integración comercial, y sobre todo financiera intrarregional, es todavía bastante escaso. Sin embargo al mismo tiempo, precisamente por ser fuertes exportadores de materia prima y dependientes de las entradas de capital exterior, las economías de la región son vulnerables a los propios choques exteriores, como por ejemplo un derrumbe de los precios de las materias básicas o un aumento de los tipos de interés internacionales.

La segunda prerrogativa es la robustez de los acuerdos desde el punto de vista institucional. De hecho, la actividad de préstamo debe ser sometida a un suficiente control técnico y debe ser protegida contra una excesiva influencia de la esfera política. Es indispensable crear mecanismos eficaces para el intercambio de información y la supervisión de las políticas puestas en práctica por los países miembros, de manera que tenga lugar un grado suficiente de coordinación macroeconómica, al objeto de prevenir estrategias de tipo proteccionista (*beggar-thy-neighbour*) en periodos de estrés económico y financiero e impedir, para un plazo más largo, la formación de desequilibrios difíciles de sostener a nivel regional. El diseño de las propuestas actuales deberían tener muy en cuenta estos importantes objetivos, así como las condiciones previas necesarias para lograrlos.

No menos importante, en la perspectiva de una posible ampliación del rol de los acuerdos financieros regionales en América Latina, es apoyar modalidades idóneas de cooperación con las instituciones financieras multilaterales, como por ejemplo el Fondo Monetario. Este tipo de coordinación es importante en primer lugar en el

propio interés de los países de la región potenciales beneficiarios de las financiaciones, pues en ausencia de coordinación sería muy difícil establecer la mejor repartición entre las contribuciones de las instituciones regionales e internacionales o podrían producirse condiciones conflictivas. Más en general, la competición entre instituciones regionales e internacionales terminaría debilitando a ambas y no dejaría aprovechar las complementariedades entre fuertes competencias técnicas presentes en instituciones como el Fondo Monetario y no dejaría conocer las especificidades locales presentes en los organismos regionales. En fin, si se reconociera preventivamente esta necesidad de coordinación, sería más fácil – caso de producirse un episodio de crisis en un país – activar todas las herramientas posibles de apoyo, reduciendo los riesgos de extensión de la crisis a nivel regional.

Los ejemplos más recientes de acuerdos financieros regionales firmados en Europa y en Asia reconocen con firmeza la oportunidad de una estrecha coordinación a nivel multilateral. En el caso de la iniciativa Chiang Mai, por ejemplo, la asignación de recursos financieros a los países queda explícitamente condicionada a la activación de un programa con el FMI. En el caso de los mecanismos de asistencia europeos, si bien su activación no esté formalmente vinculada a la existencia de un programa con el FMI, en cualquier caso ha quedado probado que éstos siempre se han realizado de forma conjunta, y todos los gobiernos europeos apoyan fuertemente esta orientación para el futuro.

Giorgio Gomel

Banca d'Italia