



Universidad de San Andrés

Departamento de Ciencias Sociales

Maestría en Política y Economía Internacional (MPEI)

**“La cooperación monetaria como resultado del orden
monetario internacional: un análisis del BIS focalizado en el
período 2007-2017”**

Autor: Mateo Piccolo

DNI: 35.961.142

Director de Tesis: Jorge Carrera

C.A.B.A., 24 de junio de 2020.

ABSTRACT

Este trabajo se pregunta cuáles han sido los problemas y cuáles las soluciones en el orden monetario internacional de la post-crisis de 2007-8, focalizando en el periodo 2007-2017 y en el BIS como espacio de cooperación clave para los banqueros centrales. El enfoque es histórico, por lo cual se repasan primero anteriores órdenes monetarios: patrón oro, período entre-guerras, Bretton Woods y post-Bretton Woods (hasta la crisis). En cada orden monetario se describen los principales problemas observados y la cooperación monetaria que desplegaron los países, siempre caracterizando el panorama general, pero con foco en el BIS. Esta investigación encuentra que el primer grupo de problemas más relevantes del orden monetario internacional de la post-crisis fueron los problemas conjuntos de estabilidad monetaria y financiera: los desbalances financieros y los contagios cross-border de la política monetaria, ambos vinculados con una política monetaria demasiado expansiva en los países desarrollados. El segundo grupo de problemas relevantes fueron los problemas netamente de estabilidad financiera: la regulación y supervisión financiera, incluyendo la adopción en tiempo y forma de los estándares de regulación homogéneos (Basilea III) y la incorporación del análisis de riesgos sistémicos en los enfoques supervisores. La cooperación para estos últimos problemas, más específicos de estabilidad financiera, fue profunda y variada, en general abarcando con éxito casi la totalidad de problemas identificados. Además, la agenda de cooperación para la estabilidad financiera incluyó también una expansión bastante comprensiva de la red de recursos que los países tienen disponibles para afrontar crisis, la llamada “Global Financial Safety Net”. En contraste, la cooperación para la estabilidad monetaria fracasó en lograr avances para que los países desarrollados internalicen los efectos contagio que su política monetaria genera en terceros, en particular contribuyendo a la generación de desbalances financieros cross-border, que siguen siendo a la fecha el problema cooperativo más importante –y sin solución– del orden monetario internacional.

Índice

1. Introducción	4
1.1. Motivaciones del trabajo y estructura	4
1.2. Revisión de la literatura	5
1.3. Marco teórico	9
1.4. Marco metodológico	14
2. Breve historia del BIS y sus particularidades como foro de cooperación	17
2.1. La fundación del BIS	17
2.2. De las reparaciones de guerra a la cooperación monetaria	21
2.3. La organización del BIS	25
2.4. El lugar del BIS como foro internacional: BIS vs FMI	28
3. La cooperación monetaria durante el patrón oro y el período entre-guerras	33
3.1. Cooperación durante el patrón oro	35
3.2. Génova (1922): la génesis de la cooperación monetaria	38
3.3. El ascenso de Estados Unidos y la inestabilidad de entre-guerras	41
3.4. La ruptura del patrón cambio-oro	50
3.5. Conclusiones	51
4. La cooperación monetaria durante Bretton Woods	54
4.1. Las reglas monetarias acordadas en Bretton Woods	56
4.2. Las cuentas corrientes y el <i>beneficial disequilibrium</i>	58
4.3. La batería cooperativa para sostener Bretton Woods	61
4.4. Conclusiones	70
5. La cooperación monetaria durante post-Bretton Woods	72
5.1. La transición hacia post-Bretton Woods	75
5.2. Volatilidad del dólar y <i>benign neglect</i>	76
5.3. Intervención cambiaria coordinada: acuerdos Plaza (1985) y Louvre (1987)	78
5.4. Tres tendencias: regionalización, globalización y la agenda de regulación y supervisión financiera	80
5.5. Conclusiones	88

6. Los problemas del orden monetario internacional post-crisis: ¿cooperación para qué?	90
6.1. Los discursos del BIS en la pre-crisis	93
6.2. Los discursos del BIS en la post-crisis	99
6.3. Los problemas más importantes de la post-crisis	108
6.3.1. La redefinición de la política monetaria en sentido interno: los desbalances financieros	111
6.3.2. La redefinición de la política monetaria en sentido externo: los “spillovers”	123
6.3.3. El ¿problema? de los mandatos de los bancos centrales	127
6.3.4. La revisión del marco integral del banquero central	132
6.3.5. Los problemas regulatorios y de supervisión	139
7. La cooperación monetaria en la post-crisis	148
7.1. Los discursos del BIS y las áreas de éxito y fracaso en la cooperación	148
7.2. El fracaso de la cooperación para la estabilidad monetaria	152
7.3. El éxito de la cooperación para la estabilidad financiera	158
7.3.1. Basilea III, la regulación y supervisión financiera	159
7.3.2. La “Global Financial Safety Net”	170
7.4. Cooperación en la post-crisis de 2007-8 en retrospectiva	191
8. Conclusiones	199
Bibliografía	204
Anexos	225

1. Introducción

1.1. Motivaciones del trabajo y estructura

Se ha escrito sobre cooperación monetaria en instituciones como el Fondo Monetario Internacional (FMI) o el G20 o directamente entre bancos centrales y entre gobiernos. Además, se ha escrito sobre órdenes monetarios de manera separada, como las reglas del patrón oro o el funcionamiento de Bretton Woods, así como se ha investigado también, en menor medida, la comparación histórica entre órdenes monetarios. Creemos que, en el primer grupo de bibliografías, sobre la cooperación monetaria, hay un espacio sub-explorado en el rol del Banco Internacional de Pagos (“Bank for International Settlements”, en adelante BIS). También creemos que hay lugar para aportar sobre el vínculo entre el primer y el segundo grupo de bibliografías: cómo se relacionan la cooperación monetaria con las reglas y los problemas de cada orden monetario internacional. Esos espacios vacíos configuran la motivación de este trabajo.

El BIS es el foro global más antiguo aun en funciones. Además, esta institución ha mostrado una alta flexibilidad para desempeñar distintas funciones a lo largo de cada orden monetario internacional, rasgo que hace aún más interesante su estudio. Tercero, esta institución resume el triple cruce que pretende abordar este trabajo: finanzas internacionales, cooperación monetaria y la práctica del banquero central (la política monetaria). Cuarto y último, este triple cruce para el período post-crisis de 2007-8 debería echar luz sobre cómo la crisis ha redefinido (o está redefiniendo) la política monetaria y qué implican para ésta los problemas del orden monetario internacional.

El trabajo se estructura como sigue: el resto de este capítulo 1 revisa la literatura, sienta las bases conceptuales del trabajo y describe el método de investigación utilizado. El capítulo 2 describe brevemente la historia del BIS, sus objetivos y su funcionamiento, para entender el tipo de cooperación monetaria llevada a cabo en su ámbito. Los capítulos 3 a 5 describen los principales problemas de los órdenes monetarios internacionales previos a la crisis de 2007-8 y la cooperación monetaria llevada a cabo. Corresponden a los períodos del patrón oro y entre-guerras, Bretton Woods y post-Bretton Woods, respectivamente. El análisis de la cooperación monetaria en cada período es detallado para el BIS e incorpora también los procesos más relevantes de cooperación monetaria en otros ámbitos, tales como el FMI, G7, G10 e instituciones regionales. Esto último tiene el objeto de no perder de vista cómo se enmarca el rol del BIS en el concierto de cooperación monetaria. Los capítulos 6 y 7 constituyen el núcleo de este trabajo y analizan la post-crisis, tomando los años 2007-2017. En el 6 se describen en profundidad los problemas más relevantes del

orden monetario internacional y qué implican estos problemas para la redefinición de la política monetaria de la post-crisis, que aún es un debate abierto. El capítulo 7 analiza el otro costado de los problemas, la cooperación: qué herramientas se han desplegado, cuáles problemas han recibido tratamiento y cuáles otros no. Nuevamente, se detallan las herramientas y los procesos cooperativos del BIS y se describen brevemente los de otras instituciones, cuando han intervenido en problemas identificados como relevantes en el orden monetario internacional post-crisis. Finalmente, el capítulo 8 concluye.

Al finalizar este trabajo, la intención es haber respondido a las siguientes preguntas: ¿cuáles son los problemas del orden monetario internacional más relevantes en la post-crisis? ¿en qué medida y cuáles de estos problemas han recibido tratamiento cooperativo? ¿qué herramientas cooperativas se han desplegado con ese propósito? ¿qué rol ha jugado el BIS en estos procesos cooperativos de la post-crisis? ¿cómo se compara a la post-crisis en términos de estos ejes, problemas, cooperación monetaria desplegada y el rol del BIS, con los anteriores órdenes monetarios?

1.2. Revisión de la literatura

El punto de partida es la revisión del estado de la cuestión respecto de la cooperación monetaria en general, para luego movernos hacia campos más particulares. Rogoff (1985) plantea que la cooperación monetaria puede ser contraproducente al disminuir la credibilidad de los bancos centrales. Jensen (1997), en respuesta a esta teoría, encuentra que la cooperación monetaria lleva a mejores resultados que políticas unilaterales. Por otro lado, desde un abordaje histórico, James (1996) estudia cómo ha sido la cooperación monetaria en distintas épocas, con foco principalmente en el Fondo Monetario Internacional (FMI). Otros aportes sobre cooperación monetaria se basan en casos concretos con un horizonte temporal más corto y mayor foco en el proceso de toma de decisiones, como es Sterling-Folker (2002) sobre Estados Unidos. De acuerdo con esta última, *“monetary cooperation occurs not because policymakers wish to maximize issue area interests and doing so in interdependent systemic conditions requires multilateralism, but because cooperation is sometimes useful in the pursuit of interests derived from role-specific domestic processes that have little if nothing to do with issue area interests and everything to do with internal political power struggles”* (pág. 213).

Achicando el espectro, aparecen aportes de cooperación monetaria específicamente entre bancos centrales, lo cual se acerca más al objeto de estudio del presente trabajo. Flandreau (1997) contrapone los bancos centrales de Inglaterra y Francia en las décadas previas a la Primera Guerra Mundial, durante el patrón oro. El autor pone a prueba la idea de que la cooperación monetaria

entre bancos centrales fue el elemento que estabilizó el patrón oro, concluyendo que las acciones coordinadas eran más la excepción que la regla y, además, aun cuando éstas se daban, tenían más la forma de los intereses individuales de cada banco central que de ganancias conjuntas. En contraste, Simmons (2006) describe el panorama general –actores involucrados y los avances realizados– de la cooperación monetaria durante el siglo XX de manera alentadora, concluyendo que los banqueros centrales han mostrado una gran adaptabilidad para enfocar sus esfuerzos cooperativos a los problemas de cada época. Eichengreen (1987b), en el mismo sentido, remarca como rasgo más sobresaliente de la era Bretton Woods el compromiso político de Europa con Estados Unidos de mantener a flote el orden monetario internacional, aun sabiendo que la convertibilidad oro-dólar no era sostenible. Ello provenía de la valoración de la estabilidad financiera global como un pilar a sostener, lo cual encontraba eco desde Estados Unidos –al menos hasta principios de los ´70– con esfuerzos para mantener la paridad, como la llamada “gold pool”. Cooper (2006), con una óptica similar, refiere a puntos más concretos, como la cooperación regional (Europa y Asia) y los acuerdos para sostener los tipos de cambio fijos de Bretton Woods. Más cerca en el tiempo, otros autores coinciden en visiones que realzan la importancia de la cooperación entre bancos centrales, pero encuentran magros resultados. Padoa-Schioppa (2010) aborda el problema de la falta de un ancla monetaria común (global) a todos los países y asevera que no puede alcanzarse de otro modo que con una cooperación permanente e institucionalizada. Un aporte adicional de este autor es remarcar el desfase entre la interdependencia que se profundiza y la cooperación que no avanza al mismo ritmo, aun antes de la crisis internacional comenzada en 2007 (2006). Llama a esta dinámica la “house in order doctrine”. Esta visión, que Padoa-Schioppa pondera de manera crítica, basa la creencia de la no necesidad de cooperar en que es suficiente con que cada banco central se ocupe de sus tareas al interior de su país. Crockett (2006) y White (2006) recogen este concepto y puntualizan agendas de cooperación que es necesario encarar en el futuro. Caruana (2012g), por otro lado, analiza la cooperación monetaria bajo este mismo lente, pero con posterioridad a la crisis internacional, lo cual redundo en una visión más actual que identifica los efectos de la falta de cooperación. De acuerdo con este autor, la crisis ha servido para redoblar los esfuerzos cooperativos en mejorar la estabilidad financiera, pero no se han logrado avances sustantivos en corregir los fundamentos monetarios del sistema. Caruana es una figura clave en este estudio, dado que se desempeñó como gerente general del BIS de 2009 a 2017.

Otro grupo de autores puntualizan sobre la cooperación monetaria vista en retrospectiva, llegando a la conclusión de que la misma se volvió más necesaria en las últimas décadas. Dentro de este razonamiento, la crisis internacional es un factor explicativo más, pero no el único. Por caso, Taylor

considera que durante la llamada “Gran Moderación”, “*The international monetary system was operating near an internationally cooperative equilibrium (NICE)*” (2013, pág. 4); es decir, que se llegaba a resultados óptimos de estabilidad monetaria y financiera aún sin cooperar. Luego de la crisis, se pasó a ponderar la cooperación como más importante. Por su parte, Ostry y Ghosh (2013) apuntan a la integración comercial y financiera entre países como factores que amplificaron los mecanismos de transmisión de shocks. Sumado a esto, también falta ubicar a la cooperación monetaria y sus ganancias asociadas dentro de los modelos teóricos académicos y de los marcos institucionales en los que se mueven los policy-makers, principalmente los banqueros centrales (Claessens, 2013).

En un campo aún más cercano al de este trabajo, pueden recabarse aportes sobre la cooperación monetaria entre bancos centrales en el marco del BIS. Toniolo (2005) es la referencia obligada sobre el tema, con abundante documentación y una narrativa que describe los principales episodios de cooperación en el BIS y las posiciones de los bancos centrales más importantes desde la creación de la institución hasta 1973. Desde un abordaje también histórico, LeBor (2013) realiza un estudio similar, aunque con un tono crítico. Enfatiza la falta de transparencia del BIS, su atmósfera de “club” y el contraste entre la responsabilidad de los banqueros centrales y la legitimidad que ostentan, en tanto policy-makers no decididos por el voto. Otros trabajos siguen una óptica más analítica, como Simmons (1993), que analiza la creación del BIS –en sí mismo un acto cooperativo– en términos de fallas de mercado y teorías de contratos dinámicos, credibilidad y *enforcement*. Con un enfoque novedoso, Imisiker y Onur Tas (2019) estiman la correlación de la política monetaria entre bancos centrales antes y después de incorporarse a las reuniones bimestrales en el BIS. Kapstein (1991) y Oatley y Nabors (1998), por otro lado, analizan desde posicionamientos contrapuestos qué tipos de ganancias implicó la regulación financiera generada en el seno del BCBS –organismo en el ámbito del BIS– en 1988, conocida como “Basilea I”. Kapstein rescata a Basilea I como una respuesta a una falla de mercado global, donde algunos bancos tenían insuficiente capital para absorber el riesgo de crédito que asumían. En contraste, para Oatley y Nabors se trató de una redistribución de ganancias entre bancos japoneses y estadounidenses, por lo cual no podría hablarse de cooperación para la creación de ganancias mutuas.

Moviéndonos de los trabajos sobre la cooperación monetaria a los trabajos sobre el orden monetario –principales variables de análisis de este trabajo– se encuentra también una vasta literatura sobre el tema, siendo Eichengreen uno de los autores que mejor combinado las perspectivas analítica e histórica. En “Globalización del capital” (1996), el autor explica el surgimiento del patrón oro a inicios de 1870 como una necesidad de los países europeos de comerciar con Gran Bretaña,

principal economía del mundo. En ese contexto, el sistema tenía una tendencia a auto-equilibrarse; los bancos centrales respondían al flujo del oro ajustando la tasa y no tenían mayores restricciones políticas. A principios de siglo XX, sin embargo, se sentía ya la creciente presión política sobre los banqueros centrales, que iban perdiendo la capacidad de consagrar sus políticas a la estabilidad de precios, dado que éstas requerían las más de las veces de medidas impopulares. Luego, el autor caracteriza al sistema de Bretton Woods como dotado de mayor estabilidad, aunque basada en controles de capitales, distinto al caso del patrón oro en el que había movilidad de capitales en buena medida libre. Otras diferencias de Bretton Woods con el sistema anterior fueron la movilidad condicionada de los tipos de cambio –que bajo la regla general eran fijos– y la institucionalización de mecanismos de ajustes, materializados en el FMI.

El paso al sistema post-Bretton Woods (“post-BW”) fue, en palabras de Eichengreen, “un salto al vacío” (1996, pág. 198). Inaugurado con la suspensión de la convertibilidad oro-dólar de Estados Unidos en 1973, este sistema se caracterizó –aún se caracteriza, ya que sus principales rasgos siguen vigentes– por la proliferación de regímenes de tipo de cambio flotantes en las principales economías del mundo, aún en presencia de áreas alrededor de las monedas centrales del sistema que mantienen regímenes fijos usando a éstas como referencia (BCE, 2011). Otro rasgo central de este sistema es el aumento exponencial de los flujos de capitales, que a su vez gozan en la actualidad de una movilidad casi irrestricta y de innovaciones tecnológicas –por ejemplo, en sistemas de pagos– que los facilitan. En este contexto, durante los 25 años que corrieron desde inicios de los ‘80 hasta mitad de los ‘00 se formaron desbalances crecientes en cuenta corriente –países con déficit persistentes y otros con superávits persistentes– que adicionaron un factor de inestabilidad al sistema monetario global (Kregel, 2010). La ausencia de un mecanismo de ajuste de estos desbalances (BCE, 2011) se pasó a ver como una “solución” al dilema de Triffin, según el cual si Estados Unidos –en tanto emisor de la principal moneda del mundo– proveía la liquidez en dólares necesaria para mantener los niveles de crecimiento y comercio del mundo, pondría en riesgo su propia credibilidad de poder sostener ese sistema (Triffin, 1978). Esta restricción, que operaba claramente con un respaldo monetario como el oro en épocas de Bretton Woods, perdió validez al pasar al orden post-BW. Los desbalances crecientes fueron la muestra de que no había fuerza que restaurara el equilibrio (el “balance”) en los frentes externos, que cedieron solo al llegar la crisis de 2007-8 y parcialmente.

Combinando ambas variables fundamentales de este trabajo sobresalen aquellos estudios que explícita o implícitamente relacionan la cooperación monetaria entre bancos centrales a través del BIS con los regímenes u órdenes monetarios. Este entrecruzamiento arroja un volumen de lectura

acotada, siendo el aporte más importante el de Borio y Toniolo (2006). Los autores relacionan las nociones de “estabilidad monetaria” y “estabilidad financiera” que dominaron en cada orden monetario con las acciones cooperativas de los bancos centrales emanadas de ese consenso. El trabajo de Borio y Toniolo es el disparador de la presente investigación; mientras que ese trabajo llega hasta antes de la crisis, aquí se pretende seguir un análisis similar (o inspirado en él) y complementarlo analizando la post-crisis.

También analizando específicamente el BIS, Fratianni y Pattison postulan que *“In the early years, cooperation meant to sustain and lubricate the mechanisms of the gold standard, and after World War II the gold-dollar exchange standard. With the collapse of the Bretton Woods system, the Bank [BIS] progressively shifted focus from international monetary cooperation to international financial regulation and supervision”* (2001, pág. 203).

El presente trabajo se basa en aquellas posturas que ven a la cooperación monetaria entre bancos centrales en el marco del BIS como influidas por la percepción de los banqueros centrales y el consenso académico sobre los desafíos que se derivan del orden monetario internacional.

1.3. Marco teórico

Esta investigación se centra en los conceptos que surgen de dos variables fundamentales: orden monetario internacional y cooperación monetaria. Cabe aclarar que las nociones de estabilidad monetaria y estabilidad financiera no serán definidas de antemano precisamente porque su variabilidad a lo largo de distintos órdenes monetarios es lo que da sentido a la relación a analizar. Si tomáramos estos conceptos como inmutables de acuerdo a lo que hoy se entiende por ellos, no obtendríamos resultados interesantes para comparar la cooperación en distintos regímenes monetarios.

Comenzando por el orden/régimen/sistema monetario internacional, McKinnon –tomando a Mundell (1972)– ha distinguido “sistema” de “orden”: el primero trata de *“mechanisms governing the interactions between trading nations, and in particular the money and credit instruments of national communities in foreign exchange, capital and commodity markets”*, mientras que el orden *“represents the framework and setting in which the system operates. It is a framework of laws, conventions, regulations, and mores that establish the setting of the system and the understanding of the environment by the participants in it [...] We can think of the monetary system as the modus operandi of the monetary order”* (McKinnon, 1993, pág. 1). Se conoce también al orden monetario internacional como las “reglas del juego” (McKinnon, 1993; Eichengreen, 1996). Al igual que

McKinnon, este trabajo se centrará sobre el concepto de orden monetario internacional y no de sistema monetario internacional (la definición de “régimen monetario internacional” ha recibido poca atención en el campo de las finanzas internacionales). Los autores especializados en la materia, excepto contadas excepciones, utilizan alternadamente como sinónimos las expresiones “orden”, “sistema” y “régimen”; sin embargo, en este trabajo se respetará la distinta conceptualización que tienen estos términos en el campo de las relaciones internacionales. Por ese motivo se adoptará la expresión “orden monetario internacional”.

Al desarrollar su tipología de órdenes monetarios, McKinnon (1993) lista las reglas de juego relacionadas con tipos de cambio, tenencia de reservas internacionales, convertibilidad en cuenta corriente y cuenta capital, el ancla de precios utilizada y, la más importante, la moneda dominante. Eichengreen (2016), por su parte, esquematiza distintas áreas en las que ve elementos de orden y de desorden en la época actual (i.e., las reglas del juego más importantes en la actualidad): regímenes de tipo de cambio, restricciones en la cuenta capital, políticas macro-prudenciales, provisión de liquidez internacional y el rol ordenador transversal del FMI.

Respecto de la moneda internacional dominante, Eichengreen, Mehl y Chitu (2018) exponen la visión de que hay lugar en el sistema para más de una moneda, más allá de que siempre alguna es la dominante. Es decir, por una parte, es cierto que hay externalidades de red que hacen que la moneda internacional dominante funcione como centro gravitatorio; de ahí la caracterización de los sistemas monetarios como “path dependent” y no como un cúmulo de decisiones individuales desconectadas de los países (Eichengreen, 1996). Sin embargo, *“multiple currencies can coexist – that network effects [externalidades de red], even if present, are not so strong as to leave room for only one international currency”* (Eichengreen, 2016, pág. 46). Ello redundaría en una “negación” o “solución” al dilema de Triffin (Triffin, 1978), ya que la liquidez internacional utilizada como medio de pago para el crecimiento y para el comercio no es necesario que sea provista por un solo país, sino que varios países pueden compartir esa carga. Esta conceptualización del orden monetario como espacio de competencia entre monedas nacionales responde a la llamada “new view”, que se contrapone a la “traditional view”, que desestima la presencia de múltiples monedas internacionales relevantes y sitúa como determinantes a las externalidades de red, las ventajas del “first mover” y las dinámicas de tipo “winner takes all”. De ahí la inercia, según la “traditional view”, de que la misma moneda dominante se mantenga como tal y el sistema –el ámbito de competencia– no promueva oportunidades para que otras monedas la desafíen. Podría re-bautizarse la “traditional view” como la “network effects view”.

Por último, un rasgo que es importante marcar es que las reglas del juego surgen mayoritariamente de decisiones (conjuntas o no) de los Estados; sin embargo, también interviene el mercado en parte de esta dinámica (BCE, 2011), como puede ser en la provisión de liquidez internacional y el uso de unas u otras monedas para el comercio y el financiamiento. El análisis de Bordo y Redish (2013) esquematiza los distintos órdenes monetarios desde el siglo XIX hasta el presente, ponderando si han surgido de las fuerzas del mercado o más bien de la cooperación/negociación activa de actores públicos. Así, según los autores, el patrón oro surgió enteramente de los beneficios de fijar convertibilidades contra una misma unidad entre países con profundos lazos comerciales. En el otro extremo, el sistema de Bretton Woods nació de un completo diseño conciente de policy-makers para evitar fallas de sistemas previos, principalmente los flujos de capitales desestabilizadores y las devaluaciones competitivas. Si bien no es tema directo de este trabajo el origen de las reglas de juego de cada orden, sí estas reglas inciden en la definición sobre los problemas más importantes de cada orden monetario, por lo cual se intentará una comparación entre ellas.

Habiendo repasado el concepto de orden monetario, ¿cuál es su relación con la cooperación monetaria? Según Keynes, *“el principal efecto de [cualquier patrón internacional] es asegurar la uniformidad de movimiento en los diferentes países –cada uno debe ajustarse al comportamiento promedio de todos los demás. [...] La desventaja radica en que dificulta la tarea de cada banco central a la hora de enfrentar sus propios problemas nacionales”* (los corchetes son del autor que lo cita) (Keynes, 1971, págs. 255-256, citado en Kregel, 2015, pág. 7). En principio, pareciera que el “ajustarse al comportamiento promedio de todos los demás” refiere a cómo funcionan las reglas del juego restringiendo el accionar de cada país. Sin embargo, también puede haber un componente de cooperación monetaria voluntaria; de hecho, Keynes resalta (tempranamente) la tensión entre coordinar para resolver los problemas del sistema y resolver los problemas domésticos. No es distinta de la que hoy se conoce como “house in order doctrine” (Padoa-Schioppa, 2006) mencionada anteriormente.

La cooperación monetaria en este trabajo será entendida, siguiendo a Fratianni y Pattison (2001), como un caso particular de la coordinación/cooperación internacional donde el juego es de suma distinta de cero; es decir, hay lugar para ganancias conjuntas. Esto contrasta, por ejemplo, con la visión de Oatley y Nabors (1998), que remarcan la posibilidad de ganancias para unos jugadores a costa de la pérdida de otros, aplicada a la regulación financiera surgida en los '80 (“Basilea I”). Se entiende que para hablar de cooperación monetaria en general –más allá del citado ejemplo de estos autores– las ganancias conjuntas de las posibles formas de cooperación son una representación útil de la realidad. Cabe aclarar que para este concepto se utilizarán indistintamente las expresiones

“cooperación” y “coordinación” monetaria, distinto de lo marcado anteriormente respecto de “orden/sistema/régimen”. No se pretende afirmar con esto que ambas expresiones sean siempre y en todo contexto sinónimos, sino que a los efectos de este trabajo se las considera equivalentes, dado el uso de las mismas que hace la academia. En algunos estudios se remarca que la “coordinación” puede entenderse como un sub-tipo de “cooperación”, uno más específico, que involucra un mayor grado de compromiso o una acción puntual tomada conscientemente en consenso entre policy-makers (Agénor & Pereira da Silva, 2018). Sin embargo, esta diferenciación se omite en la mayoría de las investigaciones, por lo cual se considera válido tomar los términos como equivalentes.

La definición de “cooperación monetaria” que se utilizará será laxa, en línea con la sugerida por Padoa-Schioppa: *“process whereby different policy makers work together for a common purpose”* (2006, pág. 4). Esta estrategia de conceptualización no del todo concreta es un denominador común en la literatura, ya que se pretende capturar todos los procesos de interacciones entre los países, que pueden ir variando en forma, en objetivos y en intensidad a lo largo de las épocas.

Caruana (2012g) postula cuatro tipos de cooperación: intercambio de información, puesta en común del modo en el que cada país entiende que funciona el sistema, toma de decisiones conjunta y el establecimiento de estándares de regulación. Otros autores realizan sus propias clasificaciones, como White (2006), que sigue una escala conceptual: cooperación para alcanzar la estabilidad monetaria y financiera (objetivos últimos de los bancos centrales), aquella centrada en objetivos intermedios (entendidos de manera similar a los propuestos por Caruana) y tercero, los servicios concretos provistos por el BIS para la coordinación en todo ámbito entre bancos centrales. Cooper (2006), por su parte, remarca que la toma de decisiones conjunta es el último paso de la coordinación entre bancos centrales y ofrece otros 5 tipos de cooperación que son previos en el grado de “dificultad” para ser alcanzados y repiten los sugeridos por los autores mencionados anteriormente.

Meltzer (2006) también ofrece una clasificación, aunque con la particularidad de abordar únicamente la cooperación para la estabilidad monetaria. Así, la cooperación de más fácil alcance será el intercambio de visiones entre los bancos centrales sobre cuáles creen que son los problemas globales, mientras que el movimiento coordinado de los tipos de cambio sería un paso posterior y que implica, generalmente, decisiones que de otro modo los países no tomarían si decidieran unilateralmente. Más compleja aún que las anteriores dos y la más importante para el autor es la coordinación para resolver los desbalances globales. En este caso, las decisiones son óptimas conjuntas pero también individuales en el largo plazo. El problema radica en que apuntan a

problemas globales sobre los cuales los bancos centrales carecen de legitimidad para ocuparse de manera individual al interior de sus países. De allí se deriva la necesidad de coordinación, más bien para compatibilizar el proceso de toma de decisiones (que pasaría a ser al menos parcialmente global, en lugar de local) con los problemas que se identifican en el orden monetario global.

En línea con las preocupaciones de Meltzer, diversos académicos proponen que se encare “*a broader discussion of how the mandates of large central banks can be altered so as to minimize the adverse spillover effects of their policies, even while their responsibilities continue to be domestic*” (Brookings Institution, 2011, pág. 32). Tal discusión, y eventualmente la instancia formal de toma de decisiones global de política monetaria, si se la alcanzara, también formaría parte de la cooperación monetaria. Esta observación sobre el mandato de los banqueros centrales y sus alcances institucionales reaparecen al evaluar la cooperación alcanzada para enfrentar los problemas del orden monetario internacional.

En un orden más concreto, Cohen (1995b) asimila “cooperación” a aquella destinada a mantener tipos de cambio estables, en una definición más actual y circunscripta a los propósitos de política del orden de post-Bretton Woods. También la distingue entre “policy-optimising approach” –cada país utiliza la cooperación para acercarse a su óptimo individual– y “regime-preserving” o “public-goods approach” –se pueden realizar cambios en los objetivos con el fin de proteger fines colectivos–.

En este trabajo se hará uso de las diversas caracterizaciones de la cooperación que realizan los autores abordados, si bien se focalizará en aquellas que son útiles en el marco del BIS. Esto es: a) intercambio de opiniones en las reuniones mensuales que mantienen los banqueros centrales; b) producción y divulgación de información y estadísticas; c) líneas de crédito u otro tipo de intervenciones para proveer liquidez o estabilizar mercados; d) estándares de regulación financiera globales; e) movimientos conjuntos de variables de política (tasa de interés, tipo de cambio, etcétera).

En particular, respecto del intercambio de opiniones entre los banqueros centrales, debe marcarse que este tipo de cooperación involucra la “percepción” de estos *policy-makers*, tercer concepto fundamental del marco teórico. En las discusiones sobre los problemas del orden monetario global, los *policy-makers* implícitamente se están poniendo de acuerdo (o no) sobre el modo en que funciona ese orden. En la literatura este proceso de discusión fue analizado tempranamente por Frankel como “*agree on the true model*”, llegando a la conclusión de que la cooperación monetaria en muchos casos no alcanza resultados Pareto-óptimos no por fallas institucionales sino por el

desacuerdo sobre los modelos macro que utilizan los policy-makers (Frankel & Rockett, 1988; Frankel, 1986). Esta observación no ha perdido vigencia y, de hecho, Simmons (2006) la retoma, así como también Eichengreen en su comentario al trabajo de Cooper (2006).

Previamente ya Gilpin (1987) había identificado tres problemas fundamentales para alcanzar el éxito en la cooperación monetaria, de los cuales el primero era el “fundamento teórico” (los otros, deseabilidad económica y factibilidad política). Con esta expresión Gilpin se refiere precisamente al modelo con el cual trabajan los policy-makers y los economistas. El autor observa: *“Should exchange rates, for example, be set by the method of purchasing-power parity, as advocated by McKinnon and others, or by the restoration of equilibrium in the American balance of payments, favored by the Reagan Administration? The divergence of views among economists and policy makers on these crucial issues makes agreement on policy matters very difficult.”* (1987, pág. 161). No es casual, de hecho, que el autor ejemplifique con una variable clave como lo es el tipo de cambio y con un economista académico y una administración política con visiones contrapuestas.

Cooper (1989) es otra referencia al respecto. Alineado cronológicamente con los restantes aportes mencionados, el autor utiliza el caso de la cooperación en salud pública como analogía para ilustrar la dificultad de alcanzar la cooperación macroeconómica. Destaca: *“Why did it take so long to achieve international cooperation despite the widely shared objective of preventing the spread of virulent disease? It is now evident that it was due to conflicting views over how best to tackle the problem, over means-ends relationships.”* (pág. 237). En la misma línea, *“But I would conjecture that the major stumbling block to close macroeconomic cooperation is sharp continuing disagreement on means-ends relationships, on the “technology” of macroeconomics and the influence of instruments of policy on national economies.”* (pág. 245). En otro trabajo (1985) incluso provee un ejemplo histórico de este fenómeno: en 1977 Estados Unidos y Alemania Occidental no se pusieron de acuerdo sobre las consecuencias que traería un estímulo fiscal sobre el nivel de precios, el producto y el empleo.

De este modo, la “percepción” en este trabajo se referirá específicamente a la percepción sobre los problemas del orden monetario global; es decir, de qué manera o con qué herramientas teóricas los policy-makers y los académicos se forman las ideas sobre cuáles son los problemas que requieren de cooperación para ser solucionados. No se referirá, por tanto, a otras acepciones de “percepción”, tal como el proceso cognitivo por el cual se forman las ideas de los actores relevantes a partir de sistemas de creencias, códigos operacionales y mapas cognitivos (Haas, 1992).

1.4. Marco metodológico

La investigación será enteramente cualitativa y con el BIS como caso de estudio. Además, será de carácter descriptivo; es decir, se darán atributos de las 2 variables principales: “percepción de los problemas del orden monetario internacional por parte de los policy-makers y académicos” y “cooperación monetaria en el marco del BIS durante el período 2007-2017”. El objetivo es determinar en qué medida estas variables en el recorte temporal en el que focaliza este estudio – cuyo rasgo principal es que contiene a la crisis de 2007-8– difieren respecto de anteriores órdenes monetarios, mediante un análisis de comparación histórica.

Las técnicas de recolección de datos serán 3: observación de documentos y estadísticas, análisis de los discursos del gerente general del BIS y entrevistas. Las dos últimas, únicamente para el periodo 2007-2017. Cada técnica se utiliza como insumo para caracterizar a las dos variables principales sobre las que trata el estudio, los problemas del orden monetario internacional y la cooperación monetaria.

Las fuentes para la observación de documentos serán: trabajos académicos que discutan el orden monetario internacional, incluidos los de organismos internacionales como el BIS, discursos de banqueros centrales, estadísticas de origen doméstico y de instituciones internacionales, informes anuales del BIS, regulaciones financieras, entre otros documentos. Las fuentes para el análisis de discurso serán 78 discursos de los 2 gerentes generales del BIS en funciones entre 2005 y 2017 (se incluyen 2 años previos a 2007 para conocer los problemas más relevantes antes del comienzo de la crisis). Esto es: 15 discursos de Knight, en funciones entre 2003 y 2008, y 63 discursos de Caruana, en funciones entre 2009 y 2017. Las fuentes para las entrevistas serán 4 altos funcionarios, 3 del BIS y 1 del FSB, junto con una entrevista adicional a un *adviser* (cargo similar al de *visiting economist*) del BIS. Todas las entrevistas fueron realizadas entre may-19 y jun-19, con los 5 funcionarios desempeñándose en sus cargos¹.

Las técnicas de análisis de datos se corresponderán con cada técnica de recolección de datos: análisis de contenido de documentos y estadísticas, análisis de discurso con etiquetas relevantes (sin técnicas cuantitativas ni *word mapping*) y análisis de contenido de las entrevistas.

Para operacionalizar las variables, se define cada una de ellas en tres niveles de abstracción:

- a) Definición nominal: problemas del orden monetario internacional según la percepción de los policy-makers y los académicos en cada orden monetario, con foco en el periodo 2007-2017.

¹ Ver notas al pie 53, 54 y 55 para el detalle de los funcionarios.

Definición real: tipos de cambio fuera de equilibrio; riesgo sistémico por exceso de deuda o por descalces en moneda o plazo; aumento de la volatilidad de las monedas u otras variables; tasas de interés cercanas a cero o negativas; desequilibrios persistentes en la cuenta corriente; riesgo de contagio en caso de default de (o en) un país; efecto negativo en otros países de la política monetaria de un país; regulación insuficiente o inadecuada; generación de desbalances financieros; disponibilidad de recursos de emergencia ante crisis.

Definición operacional: percepción de los policy-makers y los académicos sobre diversos indicadores, como ser déficit/superávit de cuenta corriente en % PIB; tipo de cambio real bilateral y multilateral de Estados Unidos; entrada (salida) de capitales a (de) los países en desarrollo; descalce de moneda y plazo de la deuda del sector privado y público en los países en desarrollo; ratio de servicio de deuda en % del ingreso (DTI); cantidad y tipo de medidas macro-prudenciales implementadas; cantidad de veces que aparece un fenómeno identificado como un problema en discursos del gerente general del BIS, entre otros indicadores.

- b) Definición nominal: cooperación entre los bancos centrales en el marco del BIS en cada orden monetario, con foco en el periodo 2007-2017.

Definición real: reuniones mensuales de los banqueros centrales en el BIS; acuerdos de “swaps” entre bancos centrales; préstamos entre bancos centrales de emergencia; intervenciones coordinadas en el mercado de cambios; movimientos coordinados en la tasa de política monetaria; estándares regulatorios acordados en el BCBS; formalización de mecanismos de decisión conjuntos, rol de los mandatos de cada banco central en la cooperación.

Definición operacional: contratos de swaps entre bancos centrales por monto, contraparte y características (por ej., plazo); magnitud y distribución de los recursos del FMI y de instituciones financieras regionales; cantidad de menciones a cooperación monetaria alcanzada y faltante en discursos del BIS según el tema; cantidad y contenido de estándares regulatorios acordados; episodios de intervención cambiaria coordinada, su magnitud y calidad del acuerdo; episodios de movimientos coordinados de tasa de política monetaria y grado de institucionalización de ese acuerdo; alcance (formal o no formal) del mecanismo de toma de decisiones conjunta entre banqueros centrales; creación, mejora e intercambio de información útil entre bancos centrales por medio del BIS, entre otros indicadores.

2. Breve historia del BIS y sus particularidades como foro de cooperación

“The Bank is completely removed from any governmental or political control. No person may be a director who is also a government official. The Bank is absolutely non-political and is organized and operated on a basis purely commercial and financial, like any properly managed banking institution. Governments have no connection with it nor with its administration.” (LeBor, 2013, pág. 43)

Gates McGarrah, primer presidente del BIS, desde 1930 hasta 1933.

“We publish minutes at the Bank of England because we take a formal decision that we have been mandated to take by the UK government. There are no formal decisions like that taken at the BIS. If the BIS was taking interest rate decisions, it would be right to have that degree of transparency. We don't generate decisions at the BIS. We have informal discussions, then we go home and we take our decisions.” (LeBor, 2013, pág. 269)

Mervyn King, presidente del Bank of England desde 2003 hasta 2013.

El BIS probablemente sea el capítulo de la cooperación monetaria que ha recibido menos atención académica, aun siendo la institución más antigua en ese ámbito; en particular, más antigua que el FMI.

La historia del BIS es la historia de un espacio de encuentro pensado por y para banqueros centrales, un refugio a salvo de los ministros de finanzas y los gobiernos donde se pudiera conversar entre pares. Esa atmósfera de club ha caracterizado al BIS desde su nacimiento y le ha valido el calificativo de opaco y oscuro; aún al día de hoy no se publican minutas de lo conversado en las reuniones (hoy bimestrales) entre banqueros centrales. ¿Cómo podrían hablar frontalmente si supieran que todo lo que dicen en ese ámbito será público? Se perdería precisamente lo valioso de ese intercambio genuino. Por este motivo, desde sus inicios el BIS ha sido bien valorado por los banqueros centrales de los países desarrollados como un ámbito de cooperación laxa e intercambio de visiones, sin mayores compromisos. Con el tiempo –y al ritmo de los distintos órdenes monetarios–, esta institución se fue transformando en un foro concreto para encontrar respuestas coordinadas a una variedad de problemas financieros que han trascendido las fronteras de los países: reconstitución de mecanismos de pago transfronterizos, préstamos de emergencia e intercambios de monedas (“swaps”) entre bancos centrales, intervenciones coordinadas en los mercados de cambios y, más cerca en el tiempo, regulación financiera y contagios (“spillovers”) de la política monetaria entre países, tanto por canales monetarios como financieros.

2.1. La fundación del BIS

Diversos antecedentes del BIS pueden rastrearse en términos de iniciativas de cooperación monetaria. Ya en 1878 se había mantenido una conferencia en París para discutir la posibilidad de adoptar cantidades únicas de oro y plata válidas para todos los países allí presentes, lo cual en la época era de facto una única moneda. Esta propuesta se siguió discutiendo en otra conferencia en 1881, también en París, y luego en 1890 en Washington (Springer, 1892). Más tarde, Julius Wolff, un profesor alemán de la Universidad de Breslau, elaboró para la Conferencia de Bruselas (1892) un plan para la creación de una moneda internacional que sirviera para préstamos de emergencia entre bancos centrales, respaldada por oro y emitida por una organización internacional en algún país neutral entre los contratantes. Durante los siguientes 20 años, hasta desatarse la Primera Guerra Mundial, académicos y políticos de Europa seguirían el debate sobre 3 iniciativas fundamentales de cooperación monetaria. Estas eran: la posibilidad de crear una moneda válida internacionalmente, la necesidad de crear una agencia que saldara los pagos entre los distintos países y lograr un estándar de cooperación permanente para proveer liquidez de emergencia entre bancos centrales en contextos de crisis. Estos debates reflejan lo que en aquella época se consideraban las preocupaciones más relevantes en materia monetaria y financiera. Entre estos aportes para la cooperación monetaria internacional, el más acabado fue el de Luzzatti, que en 1907 puso en la agenda política un análisis sobre los problemas de coordinación que implicaba la necesidad de subir la tasa de interés ante la salida de oro. Ese análisis culminó en la recomendación política de crear un banco internacional encargado de coordinar entre países para lograr la “paz monetaria” (Toniolo, 2005).

Concluida la Primera Guerra Mundial, el foco de las cumbres monetarias viró hacia tres objetivos: restablecer las paridades de pre-guerra con el oro, evitar la competencia por tasas de interés entre bancos centrales –entre otros modos de proteccionismo– y fijar y gestionar las reparaciones de la guerra. El asunto más urgente y difícil de resolver resultaron ser las reparaciones. Tan agudo era el problema que el propio Tratado de Versalles (1919) de paz no fijó la suma a abonar por Alemania, sino que delegó la tarea a un Comité de Expertos. Éste asesoraría a la Comisión de Reparaciones, que fijó los porcentajes a distribuir entre los aliados (si bien serían revisados posteriormente): el 52% de las reparaciones sería para Francia, mientras que el 22% iría a Gran Bretaña, 10% a Italia y 8% a Bélgica, entre los más relevantes (Toniolo, 2005). Finalmente, en 1921 los expertos llegan a la cifra de 132 mil millones de marcos alemanes y se hace un plan de pagos para Alemania, que incumple a finales de ese mismo año. De ahí en adelante, se sucederían fallidos intentos de efectivizar el pago, incluyendo la ocupación francesa a la zona alemana del Ruhr, con un doble propósito: cobrarse las reparaciones por medio de carbón y asegurarse que el plan de desarme

alemán se llevaría a cabo efectivamente. En el plano diplomático, Alemania pediría moratorias y condonaciones reiteradamente, lo que desembocó en dos sucesivos planes.

El primero de ellos fue el Plan Dawes, acordado en 1924 luego de la crisis inflacionaria en Alemania de 1923. Además de reprogramarse los pagos, este plan sirvió como puerta de entrada a los bancos privados, mayormente de E.U., para prestarle a Alemania –en plena fiebre financiera de los años '20– y que así pudiera hacer frente a las reparaciones pautadas. Los fondos privados debían facilitar la tarea, pero una vez que ese influjo se interrumpió, Alemania se vio forzado a incumplir nuevamente el plan. Esto ocurrió en 1928, dando pie a un segundo programa de reestructuración, el Plan Young, acordado en París a inicios de 1929.

La negociación del Plan Young marcó la gestación del BIS. Aún el foco estaba puesto en salvar las reparaciones alemanas haciéndolas negociables para privados. Con ese fin, se propuso la creación de un agente de cobro que actuara también como fiduciario y organizador de la operación: el BIS. La idea era evitar seguir con las negociaciones políticas sobre las reparaciones; en su lugar, el BIS centralizaría los derechos de cobro de los gobiernos acreedores hasta que se pudieran vender a privados y éste determinara además objetivamente si era procedente o no reprogramar los pagos de reparaciones cuando Alemania lo solicitara.

Durante el resto del año 1929 se negoció el estatuto del BIS en las Conferencias de La Haya y Baden-Baden, ya con presencia de diplomáticos en lugar de banqueros, firmándose oficialmente la Convención que da origen al BIS en La Haya en 1930 (BIS, 2016a). Un rasgo aparentemente anómalo del Pacto es que fue firmado por gobiernos² pero los miembros del BIS han sido desde siempre los bancos centrales. Y aún más anómala es la representación de Estados Unidos, que al no haber querido participar de la firma de la Convención³, no envió oficiales al BIS (hasta 1960) sino que ese rol lo tomó un conglomerado de bancos locales, liderado por el J. P. Morgan. La actitud de

² La Convención fue firmada por los gobiernos de Alemania, Bélgica, Francia, Reino Unido, Italia y Japón (BIS, 2016a).

³ Si bien Estados Unidos no firmó la Convención de La Haya, su representación por medio del conglomerado de bancos locales posiciona a este país como séptimo miembro fundador del BIS, figurando de ese modo en la Carta Constitutiva. La negativa a firmar provino de Henry Stimson, Secretario de Estado de Hoover. El Secretario prohibió la presencia de cualquier funcionario de la Reserva Federal (FED), a pesar de los reiterados intentos del propio Young (presidente de la FED), de Lamont (de J. P. Morgan) y de Harrison (presidente de la FED de Nueva York) de convencerlo. Esta controversia suscitó una encendida crítica por parte de la delegación estadounidense en París mientras se discutía el Plan Young: *“If Washington had made the most diligent study to find a way of bringing the [Paris] Conference to failure, it could not have used a method more effective than that adopted by Secretary Stimson. The officials in Washington seem to have not the remotest conception that they are blithely playing with dynamite. Even though Washington itself may not wish to cooperate at least it can refrain from torpedoing before it gets started the machinery from which it is to benefit.”* (Simmons, 1993, pág. 394).

Estados Unidos fue una muestra más del “aislacionismo activo” norteamericano ejercido en diversos ámbitos diplomáticos en aquella época, sin dejar de ser extraño que los dos Planes que reprogramaron los pagos de las reparaciones fueron presididos por estadounidenses (Dawes y Young), así como fueron estadounidenses los dos primeros presidentes del BIS (Gates McGarrah y Leon Fraser) (BIS, 2018d). Si bien por otros motivos, la representación japonesa también tuvo un carácter especial⁴.

Todos los países representados estuvieron de acuerdo en crear el BIS, pero cada uno tenía sus propios motivos. Thomas Lamont –de J. P. Morgan–, en una posición que representaba a buena parte del sector financiero de E.U., pretendía reforzar la capacidad de pago de Alemania, dadas las acreencias de la guerra a distintos gobiernos y la porción de las reparaciones alemanas que tenían los propios bancos. Además, pretendía que el BIS fuera rentable y que sirviera como barrera de contención para que no cayera el patrón oro (Simmons, 1993), preocupación que compartía Inglaterra (Fratanni & Pattison, 2001). Los británicos estaban divididos entre gobierno y banco central: el ala ejecutiva no veía con buenos ojos la creación del BIS, sino como una concesión a Alemania y una puerta de entrada a futuras condonaciones, si bien la presencia misma de la institución también funcionaba como un reaseguro del compromiso alemán a pagar. Para el Bank of England era pura ganancia: quedaban pocas reservas en oro y con cada turbulencia europea la libra sufría; era urgente estabilizarla para mantener el patrón oro y conservar el rol central de la libra, insumo clave para la provisión de servicios financieros al resto del mundo. Francia, como principal acreedora, tenía intereses en facilitar el cobro de su parte, no sólo por motivos macroeconómicos sino también de política interna, para mostrar el éxito en el cobro ante su población (Simmons, 1993). Alemania, por otro lado, necesitaba estabilizar el marco y el presupuesto público, para lo cual precisaba de entradas de capitales y, para ello, el acuerdo de los aliados en un plan de pagos. Además, negociaciones territoriales pendientes con Francia (incluyendo la liberación del Ruhr) quedarían trabadas hasta comprometerse con las reparaciones (Simmons, 1993). LeBor (2013) revela otro tipo de intenciones desde la óptica alemana: el BIS sería utilizado para reabrir el asunto de las reparaciones con el objetivo de anularlas, haciendo uso de la fachada neutral de esta institución.

⁴ El Banco Central de Japón tenía impedimentos legales para mantener participación accionaria del BIS, motivo por el cual encomendó a un conglomerado de bancos locales la tenencia de las acciones, reteniendo el derecho de voto y la nominación de oficiales (Toniole, 2005). En 1952 Japón se ve forzado a renunciar a sus derechos como firmante de la Convención de La Haya de 1930 luego de la firma del Tratado de Paz de San Francisco con los aliados, ganadores de la Guerra, que pone fin a la ocupación de Japón, devolviéndosele su soberanía. Luego, en 1970, el Banco Central de Japón se convertiría finalmente en miembro del BIS.

2.2. De las reparaciones de guerra a la cooperación monetaria

Las reparaciones era el tema candente que el BIS venía a resolver como un tercero neutral, pero la cooperación entre banqueros centrales tenía espacio para muchos asuntos más; los redactores del Estatuto captaron bien esta amplitud en el Artículo 3 (que no fue modificado desde su creación): *“The objects of the Bank are: to promote the co-operation of central banks and to provide additional facilities for international financial operations; and to act as trustee or agent in regard to international financial settlements entrusted to it under agreements with the parties concerned.”* (BIS, 2016a, pág. 7). Esta visión salvó el destino del BIS, que seguiría en pie luego de que las reparaciones llegaran a su fin prematuro.

A mediados de 1931 Alemania sufrió una nueva crisis presupuestaria y de salida de capitales, a lo que se sumó esta vez una corrida bancaria. El banco central perdió en junio de ese año un tercio de todas sus reservas (en oro y otras monedas), si bien la merma había comenzado hacía varios meses. Ante la evidente imposibilidad de cumplir con los pagos pautados, Hoover –presidente de Estados Unidos– propuso una moratoria de un año de todas las deudas “políticas”; es decir, no sólo las reparaciones alemanas sino también las deudas intra-aliados. Hoover entendía que el contagio al resto de Europa haría imposible afrontar las corridas a las principales monedas (libra y franco francés) si se exigían los pagos. La delicada situación alemana desembocó finalmente en un préstamo de USD 100 millones a tres semanas de plazo, a ser aportados en partes iguales por la Reserva Federal de Nueva York, los bancos centrales de Inglaterra y Francia y por el propio BIS. Pero también estos fondos se esfumaron, tras la demora francesa por los detalles resultantes de la moratoria (Toniolo, 2005). Los meses siguientes vieron pasar Conferencias de urgencia, préstamos de emergencia de corto plazo y propuestas inaceptables para unos y otros países, incluyendo reprogramaciones y negociaciones territoriales; todo esto en un contexto de profundización de crisis europea, sobre todo en Alemania. Finalmente, dos Comités sucesivos en el marco del BIS fueron creados para asesorar sobre cómo seguir con las reparaciones; el Segundo de ellos, el “Comité Beneduce”, estableció en Diciembre de 1931 que *“The adjustment of all intergovernmental debts (Reparations and other War Debts) to the existing troubled situation of the world [...] is the only lasting step capable of re-establishing confidence which is the very condition of economic stability and real peace”* (Toniolo, 2005, pág. 130). El término “adjustment” era un eufemismo para “condonación”. El martillazo final se daría en la Conferencia de Lausana 6 meses después (1932), enterrando definitivamente el asunto de las deudas de la guerra condonando a Alemania.

Luego del fallido intento por restablecer el patrón oro en 1933 durante la Conferencia de Londres (se profundiza este tema en el siguiente capítulo), el BIS queda relegado a su función de ejecutor de transacciones bancarias para sus miembros. Los banqueros centrales se siguieron reuniendo periódicamente, pero el ambiente de autarquía y belicismo hacía imposible encontrar una solución coordinada a la inestabilidad de los tipos de cambio y los flujos de capitales. En 1939, al desatarse la Segunda Guerra Mundial, se interrumpieron las reuniones y sólo se mantuvieron las operaciones bancarias que no comprometieran la neutralidad del BIS mientras duraran las hostilidades (BIS, 2017b).

La llegada al poder del nazismo en 1933 abrió una fuente de suspicacia respecto de las reuniones entre banqueros centrales de países enfrentados políticamente. Si bien el espacio de conversaciones entre pares era de utilidad para los banqueros centrales, la situación era insostenible para los gobiernos (mayormente de Reino Unido y Francia), que desde un inicio habían visto al BIS como un club permeable al espionaje y al financiamiento de guerra para enemigos. El incidente del oro checo no ayudaría a revertir esta imagen. En marzo de 1939, luego de anexar la zona del Sudetenland de Checoslovaquia, Alemania pidió al BIS que le transfirieran al Reichsbank el equivalente a 23 toneladas de oro checo (en divisas) que estaba depositado en cuentas que el Bank of England tenía en el BIS. Una segunda orden de transferencia, similar a la primera, fue enviada al propio Bank of England, para que transfiriera otras 27 toneladas de oro de una cuenta checa a una cuenta del BIS, ambas en el Bank of England. La segunda orden no fue ejecutada, por orden del gobierno inglés, pero la primera a cargo del BIS sí, ya que en la formalidad era una orden de transferencia como cualquier otra y no había gobierno que hiciera valer el carácter político de esa transferencia que el gobierno checo estaba solicitando bajo coerción alemana. Durante los días siguientes, luego de recibir los fondos checos, el Reichsbank vació las cuentas y cambió esos fondos por oro en los bancos centrales de Holanda y Bélgica (Toniolo, 2005). Este fue el episodio individual más significativo de la dudosa neutralidad del BIS durante la Segunda Guerra. Sin embargo, hubo varios otros, en general favorables a Alemania, totalizando otras más de 21 toneladas de oro en acreditaciones al Reichsbank en cuentas en el BIS, retiradas en su totalidad durante el curso de la Guerra (BIS, 1997).

Culminada la Guerra, el orden monetario internacional quedó marcado por el Acuerdo de Bretton Woods, negociado en buena medida entre Estados Unidos y Gran Bretaña. Si los oficiales norteamericanos nunca habían visto al BIS con buenos ojos –una institución europea desde su nacimiento–, las secuelas colaboracionistas con el régimen nazi no eran de ayuda. Junto con el Acuerdo de Bretton Woods se firmó la orden de liquidar al BIS en *“the earliest possible moment”*

(BIS, 2018c)⁵. Luego de dos años después de que se retomaran las reuniones entre banqueros centrales, se llegó a un acuerdo en 1948 entre la Comisión Tripartita por la Restitución del Oro Monetario (Estados Unidos, Francia y Reino Unido) y el BIS (BIS, 1997). Mediante este Acuerdo, el BIS devolvió las más de 3 toneladas de oro alemán que aún conservaba a los bancos centrales de Holanda y Bélgica, que, según las pericias realizadas, se habían re-estampado en Alemania con fechas falsas previas a 1939. Ese compromiso destrabó el congelamiento de activos que había impuesto en 1943 el Tesoro de los Estados Unidos y la Resolución que establecía la liquidación del BIS quedó así en el olvido (LeBor, 2013).

El orden que inauguró el Acuerdo de Bretton Woods suscitó para el BIS un reenfoque de sus actividades –una de las tantas muestras de su maleabilidad de funciones– en pos de alcanzar nuevamente la convertibilidad de monedas en Europa. Con ese fin, se constituyó como agente de pago de la European Payments Union (EPU) en 1950, un esquema de compensaciones de balances de crédito entre países. En 1958 se alcanzó exitosamente la convertibilidad completa en cuenta corriente en Europa, por lo que se reemplazó la EPU por el European Monetary Agreement (EMA), también con el fin de administrar el neteo de balances entre países (BIS, 2017b) (BIS, 2018c).

El problema en los ´50 habían sido los esquemas de pagos; en los ´60 pasó a ser la liquidez de los bancos centrales. Esto es, la estabilidad de los tipos de cambio “fijos pero ajustables” acordados en Bretton Woods. Con el progresivo paso de un contexto de falta de dólares a uno de sobreabundancia de dólares en el mundo (se aborda esto más adelante), la preocupación pasó a ser la sostenibilidad del tipo de cambio que funcionaba como pilar del sistema, el del dólar-oro. De hecho, Estados Unidos se comenzó a involucrar oficialmente en el BIS en 1960 (si bien aún como observador, hasta 1994), interrumpiendo la indiferencia que había mostrado hasta entonces a la búsqueda de respuestas coordinadas en el campo monetario.

Los años ´60 vieron florecer un abanico de intentos por sostener el orden de Bretton Woods, quizá en el punto histórico más alto hasta el presente de activismo y de creatividad en cooperación monetaria⁶. Si bien se desarrollan más adelante en este trabajo, deben mencionarse la “London Gold

⁵ Henry Morgenthau, Secretario del Tesoro de Roosevelt y cabeza negociadora en Bretton Woods por Estados Unidos, diría en referencia al BIS que el FMI y el Banco Mundial “*would drive the usurious money lenders from the temple of international finance.*” (Fratianni & Pattison, 2001, pág. 200). El asunto de la liquidación del BIS fue incluso un *quid pro quo* con el propio Keynes, que estaba en contra (Steil, 2013). De todos modos, Toniolo (2005) adjudica más la supervivencia del BIS a sus propios funcionarios y sus bancos centrales miembros.

⁶ Una discusión vinculada con la presente investigación es si el orden de Bretton Woods *requería* de un alto grado de cooperación monetaria para funcionar –comparado con otros órdenes monetarios– por sus propias reglas del juego. En este trabajo se habla indirectamente de los órdenes monetarios como más o menos

Pool” (LGP), los swaps de monedas y los préstamos de emergencia entre bancos centrales como las herramientas de cooperación más relevantes. Más allá de sus diferencias, el objetivo era dotar a los bancos centrales de poder de fuego para mantener las paridades, en situaciones en las que el mercado las ponía en duda.

Al perder efectividad los parches para salvar la convertibilidad oro-dólar, Richard Nixon cerró la llamada “gold window” en 1971 y se inició una nueva reconversión para las tareas del BIS, a medida de las nuevas preocupaciones de los bancos centrales. A nivel europeo, la tarea de administración del BIS migró del esquema estable del EMA a la llamada “serpiente”, un mecanismo de contención de las bandas de fluctuación entre tipos de cambio europeos a partir de la provisión de valores de referencia. A medida que la integración política europea avanzó, se tendió hacia reglas aún más estrictas. El BIS sirvió a los banqueros centrales europeos para administrar la European Currency Unit (ECU) y acordar el Tratado de Maastricht (1991). A partir de allí, la integración monetaria europea seguiría por el carril político, con la creación del European Monetary Institute (EMI), precursor del Banco Central Europeo (BCE), que sentó las bases del funcionamiento del euro.

Por su parte, a nivel global el orden de post-Bretton Woods puso en agenda para el BIS los problemas de estabilidad financiera y el monitoreo de flujos de capitales, ya libres de controles. Lo que antes habían sido intervenciones en el mercado de cambios para estabilizar las monedas pasaron a ser políticas discrecionales de cada banco central, sin la ayuda del BIS (Fratanni & Pattison, 2001). Tampoco se requerían ya préstamos de emergencia para sostener las monedas en los países avanzados, porque habían desaparecido los compromisos explícitos de tipo de cambio. El paradigma de estabilidad de precios pasó a ocupar el lugar central y, en consecuencia, la cooperación monetaria sufrió un revés, dada la percepción de los banqueros centrales de que las políticas expansivas para contener los desbalances globales perjudicaban aquel objetivo primordial de estabilidad de precios (Toniolo, 2005).

La internacionalización de los servicios financieros, por otra parte, generó para los países miembros del BIS la necesidad de “nivelar la cancha” en términos de regulación y trajo a su atención regiones del mundo que eran nuevas para la institución, principalmente Asia y América Latina. Este fenómeno tuvo el doble efecto de incorporar a bancos centrales de estas regiones como destinatarios de los préstamos de emergencia del BIS (por motivos de estabilidad cambiaria y financiera, aún en

requerentes de cooperación, pero más bien se aborda directamente qué grado y tipo de cooperación monetaria efectivamente se observó en cada orden, independientemente de si ese orden finalmente cayó o no por falta de cooperación.

ausencia de tipos de cambio fijos en la mayoría de ellos) y de impulsar estándares de regulación financiera común entre los países miembros. Esto último, a grandes rasgos, se logró en 1988 (“Basilea I”), ajustándose en dos oportunidades (“Basilea II” en 2004 y “Basilea II.5” en 2009) y revisándose íntegramente de raíz luego de la crisis internacional (“Basilea III”).

De la mano de la globalización de los mercados financieros, se globalizó el BIS. Si bien sus tareas ya contemplaban las miras fuera de Europa (Japón y Estados Unidos), la membresía se amplió tardíamente. Es a partir de la década del '90 que se incorporaron bancos centrales de distintas partes del mundo, dándole la forma actual al BIS como una institución verdaderamente global, a tono con los problemas monetarios y financieros, también globales⁷. La tercera ola de incorporaciones (la primera había sido la europea en los '30 luego de fundarse el BIS; la segunda, la de los '90) vendría en los 2000, para completar los 60 miembros a 2017 (luego ampliados a 63 en 2020)⁸. En el mapa de la página siguiente se pueden ver las incorporaciones al BIS según la década.

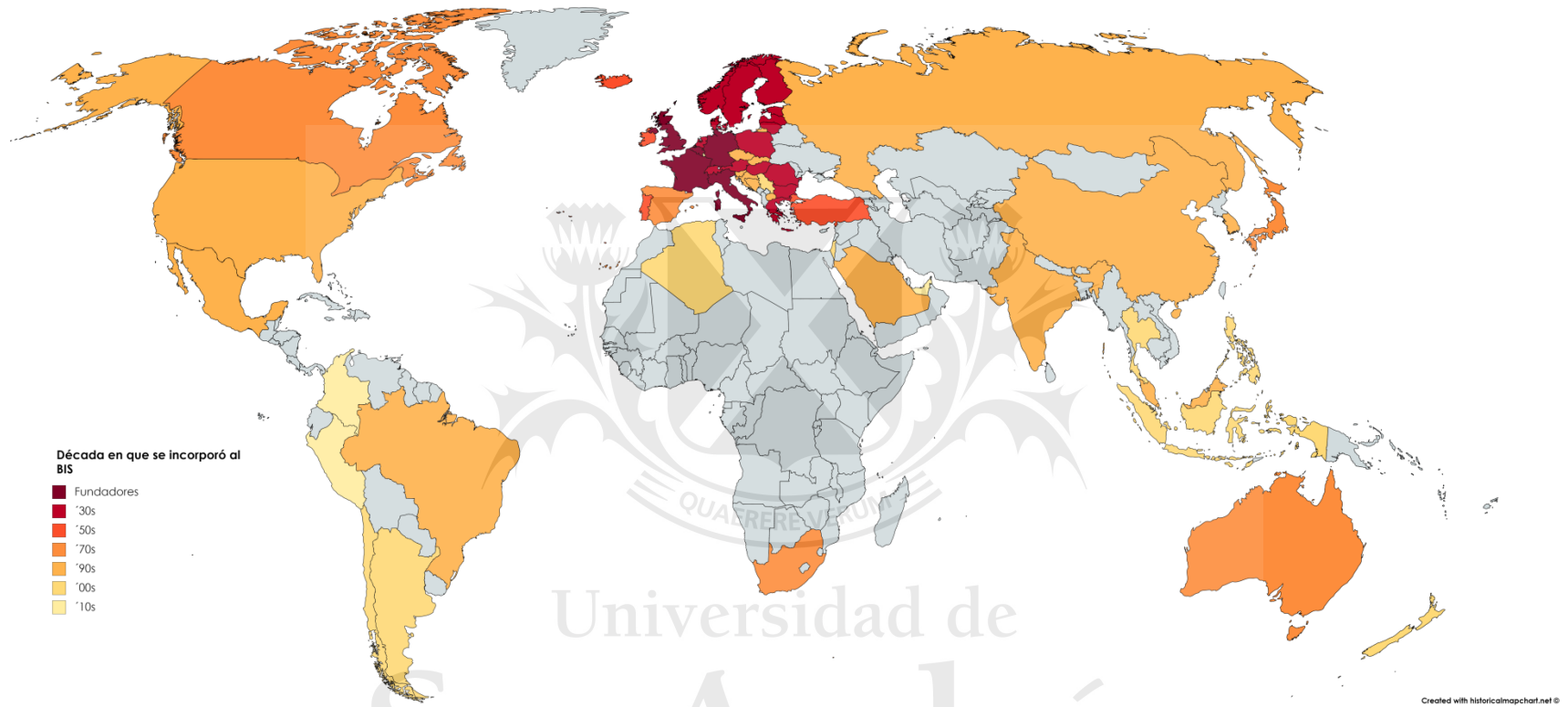
2.3. La organización del BIS

Actualmente, en términos de organización, el BIS concentra principalmente sus actividades de cooperación e investigación sobre temas monetarios y financieros en uno de los 3 Departamentos: el Monetario y Económico; siendo los restantes el Bancario y el Secretariado General. En el ámbito del Departamento Monetario y Económico (“Monetary and Economic Department”, MED), el BIS provee tareas de administración a 6 Comités, cada uno con su foco y su historia. Además, cada uno de estos Comités se organizan independientemente, con un sub-grupo de miembros respecto de los miembros del BIS (BIS, 2018a) (Toniolo, 2005):

⁷ Luego de que el European Monetary Institute (EMI) mudara su sede de Basilea a Frankfurt en 1994, el BIS perdió protagonismo en tratamiento de los problemas monetarios europeos. En consecuencia, para ganar impulso político nuevamente, Andrew Crockett –británico ex Bank of England y FMI–, entonces gerente general, inició la apertura del BIS al mundo. Con ese fin, presionó para que la FED suscribiera el capital accionario del BIS y sumara formalmente a sus mandatarios como miembros en lugar de observadores, lográndolo en 1994 (LeBor, 2013).

⁸ Al constituirse el BIS, los privados tenían permitido tener acciones, si bien los derechos de voto fueron siempre de los bancos centrales o instituciones financieras representativas que ellos apuntaran. En 1976 se hizo una recompra voluntaria de acciones a los privados, que redujo de un tercio a un sexto la tenencia de acciones del BIS en manos de estos agentes. Finalmente, en 2001, se recompró compulsivamente toda acción privada y se limitó la tenencia sólo a bancos centrales, en línea con el espíritu cooperativo de la institución (BIS, 2017b).

Mapa con incorporaciones al BIS según la década.



Fuente: elaboración propia en base a Toniolo (2005) e informes anuales del BIS. Herramienta utilizada: HistoricalMapChart.net.

Nota: no se ven pintados en el mapa a Hong Kong (ingresó al BIS en 1996) y al BCE (1999).

- Markets Committee (MC): creado en 1961 y anteriormente llamado Gold and Foreign Exchange Experts Committee hasta 2002. Se creó para monitorear la evolución de la London Gold Pool (LGP), un dispositivo de compra-venta de oro de gestión pública creado para contener el riesgo de convertibilidad del dólar. Con el tiempo, expandió su área de estudio hacia el funcionamiento de los mercados financieros en general y la operatoria de los bancos centrales.
- Committee on Global Financial System (CGFS): creado en 1971 y anteriormente llamado Euro-Currency Standing Committee hasta 1999. Se creó para monitorear el funcionamiento de los mercados cuando comenzaron a internacionalizarse, con foco en las conexiones entre países. Con el tiempo, amplió su campo de análisis a la estabilidad financiera en general y cambios de tendencias de largo plazo en su funcionamiento, incluyendo la incorporación de tecnología y el mercado de derivados.
- Basel Committee on Banking Supervision (BCBS): creado en 1974 luego de las quiebras del Bankhaus Herstatt (mayor quiebra alemana desde 1931) y el Franklin National Bank (de Estados Unidos). Tiene la misión de mejorar la supervisión bancaria y funciona como *rule-maker* para regulación bancaria/financiera homogeneizada en todo el mundo, un elemento clave para la globalización de la actividad financiera. La adopción de sus estándares funciona en parte a partir de la reputación más que por obligación (tendiente al llamado “soft law”). Ha emitido recomendaciones de regulación y principios de supervisión, siendo las piezas más conocidas Basilea I, II y III.
- Committee on Payments and Market Infrastructures (CPMI): creado en 1990 y anteriormente llamado Committee on Payment and Settlement Systems hasta 2013. Estudia el sistema de pagos y compensaciones y emite recomendaciones para su mejor funcionamiento, además de promover el intercambio de información en materia de pagos.
- Irving Fisher Committee on Banking Statistics (IFC): creado en 2006, tiene el rol de centralizar información financiera y reunir a los expertos en estadísticas para eficientizar su uso y proveer definiciones comunes.
- Central Bank Governance Group (CBGG): creado en 1999, integra el Central Bank Governance Forum, junto con la Central Bank Governance Network, que es más informal y se aboca únicamente al intercambio de información. El CBGG se encarga de analizar los marcos institucionales de los bancos centrales y sus procesos de tomas de decisiones, no las políticas en sí. Hasta 2010 no tenía estructura de Comité; a partir de ese año, para

jerarquizar su objeto de estudio, comenzó a reportar a la “All Governors’ Meeting” (ver debajo), junto con el IFC.

Estos Comités son piezas fundamentales en términos de las actividades de cooperación monetaria y financiera del BIS. Por fuera de estas actividades y del anteriormente mencionado MED, el BIS también tiene un instituto de capacitación para sus miembros (“Financial Stability Institute”, FSI) y las oficinas de representación en Asia y Pacífico (Hong Kong) y en América (México). Además, funcionan con sede en el mismo edificio del BIS otras 3 instituciones independientes orgánicamente de éste: Financial Stability Board (FSB), International Association of Deposit Insurers (IADI) e International Association of Insurance Supervisors (IAIS).

La instancia de cooperación más tradicional es la reunión general bimestral, la *Global Economy Meeting (GEM)*, a la que asisten los banqueros centrales de 30 países más otros 19 como observadores. Provee lineamientos a 3 de los 4 Comités creados originalmente por el G10⁹ mencionados arriba: el BCBS, el CGFS y el MC. Las otras dos reuniones bimestrales más importantes son el *Economic Consultative Committee (ECC)* –sólo banqueros centrales que integren el Directorio (“Board”) del BIS y el Gerente General del BIS– y la *All Governors’ Meeting*, a la que asisten los 63 (a 2017, 60) bancos centrales miembros (BIS, 2020). Además, a nivel ejecutivo, el Board¹⁰ y la Reunión Anual General (*Annual General Meeting*), también con presencia de los 63 bancos centrales miembros, son los órganos decisorios más relevantes.

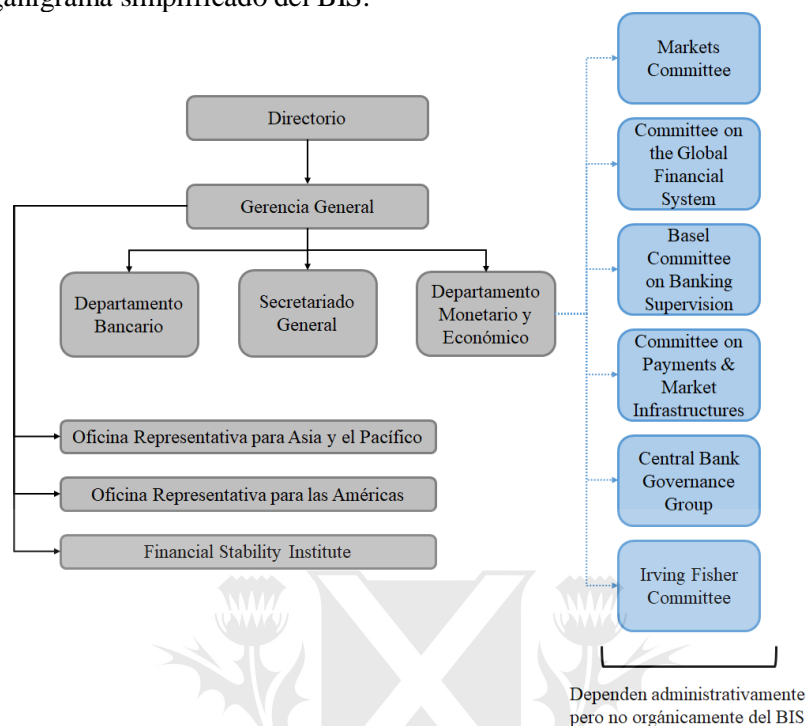
2.4. El lugar del BIS como foro internacional: BIS vs FMI

Por último, es importante entender cómo se enmarca el BIS en el arco de instituciones financieras internacionales con mandato directo o indirecto de lograr la cooperación monetaria. Ello con el objetivo de reconocer el recorte de la realidad que se aborda en el presente trabajo.

⁹ Establecido en 1961, el G10 comprende a Bélgica, Canadá, Francia, Alemania, Italia, Japón, Holanda, Suecia, Reino Unido y Estados Unidos, con Suiza como miembro asociado desde el inicio (BIS, 2017b) (Toniolo, 2005).

¹⁰ Según el Art. 27 (revisado recientemente en 2017), el Board se compone de 18 integrantes: los banqueros centrales de Bélgica, Francia, Alemania, Reino Unido, Estados Unidos e Italia; un representante de las finanzas o el comercio nombrado por consenso entre ellos y de la nacionalidad de alguno de ellos; 11 banqueros centrales de otros países miembros. Cada director tiene mandato por 3 años –excluyendo los 6 banqueros centrales principales, que son permanentes– con posibilidad de reelección indefinida (BIS, 2016a) (BIS, 2017a).

Gráfico 1. Organigrama simplificado del BIS.



Fuente: adaptación propia de (BIS, 2018b, pág. 59).

Nota: la adaptación refleja solamente el sentido cooperativo del BIS, excluyendo áreas legales/técnicas/administrativas.

En particular, requieren un análisis específico las diferencias entre el BIS y el FMI. El hecho de que el FMI haya recibido más reflectores académicos probablemente esté vinculado con la importancia como institución política para numerosos países, sobre todo en desarrollo. El FMI es más conocido globalmente, porque de hecho son miembros casi todos los países del mundo. Sin embargo, en términos de variedad e intensidad en cooperación monetaria, el BIS se encuentra a la par suyo. Esto responde a que tienen en verdad mandatos distintos. Si bien no es tema del presente trabajo, el debate sobre la necesidad de reconversión –o decadencia, dependiendo del autor– de las instituciones heredadas de Bretton Woods torna aún más relevante esta diferenciación (Ruggie, 1982) (De Gregorio, Eichengreen, Ito, & Wyplosz, 2018), siendo que el FMI es “hijo” del orden de Bretton Woods y el BIS no.

La distinción más importante, de la que se desprende el resto, refiere a las formas de cooperación. El FMI, en línea con lo pretendido en Bretton Woods, promueve la cooperación entre países para evitar devaluaciones competitivas y los controles de capitales, dado que ambos factores son centrales para el crecimiento económico y del comercio internacional. El BIS tiene un enfoque distinto: la estabilidad de los tipos de cambio se considera una preocupación en tanto y en cuanto los bancos centrales lo tomen de ese modo. En ese sentido, lo que para el FMI son préstamos al gobierno para financiar desequilibrios en cuenta corriente, para el BIS han sido préstamos a los

bancos centrales para enfrentar corridas contra monedas o flujos de capitales demasiado volátiles, cuando no había otro actor en el plano doméstico o internacional capaz de afrontar esa tarea. De ahí se deriva, por tanto, la diferencia en el plazo de financiación, corto en el BIS y más largo en el FMI. Mismo razonamiento rige para las condicionalidades: si el FMI presta a soberanos a tasas bajas es porque su función principal es que la macroeconomía se estabilice; para ello requiere que se hagan las reformas (coyunturales o estructurales) correspondientes, incluyendo ajustes al balance fiscal, que refleja la capacidad de pago futura de su deudor. El BIS, en tanto, sólo presta a corto plazo y contra garantías otorgadas por los bancos centrales (u otras contrapartes), que aseguran su cobro.

Las distintas naturalezas de la cooperación monetaria en el FMI y en el BIS se reflejan en sus gobernanzas. Si el FMI requiere de un alto grado de transparencia es porque presta los fondos de los países que lo capitalizaron y la capacidad de pago está sujeta a condiciones macroeconómicas. El BIS, en su calidad de banco, presta recursos de su propio giro de “negocio”¹¹ y los bancos centrales miembros, en tanto accionistas, reciben los dividendos de esas operaciones. El propio riesgo implicado al pedir prestado al FMI es distinto al de financiarse con el BIS, ya que en el primer caso en general se acude como prestamista (internacional) de última instancia una vez que el mercado le cerró las puertas a un gobierno. Al prestar contra garantías, el BIS típicamente no toma riesgo de crédito (es decir, de impago) sino que presta sólo ante situaciones de iliquidez. En ciertas circunstancias se ha utilizado al BIS para proveer asistencia crediticia “puente” hasta que un país acordara un programa con el FMI, de burocracias más lenta dadas sus funciones¹². Según Kindleberger, el BIS *“presupposes a closed group, fully understanding one another, where action is taken rapidly, and the consequences sorted out more leisurely later on... Speed counts, which is why the IMF won't do”* (Fratianne & Pattison, 2001, pág. 198).

El hecho de que la cooperación monetaria sea amplia en el caso del BIS, valorando especialmente el intercambio de visiones en las reuniones bimestrales, contrasta con la cooperación monetaria mayormente en forma de financiamiento del FMI. De hecho, según Borio (2019b), una diferencia adicional entre el BIS y el FMI es que los representantes del BIS –banqueros centrales– duran típicamente más que los del FMI –ministros de finanzas– y conforman un grupo más homogéneo entre sí. Eso permite generar lazos más duraderos y hasta personales, lo cual no ocurre normalmente en el seno del FMI. Si se debiera resumir la esencia cooperativa de una y otra institución, en el caso del BIS no involucraría una toma de decisión crucial sobre fondos o sobre compromisos políticos,

¹¹ De hecho, durante toda su existencia el BIS dio ganancias, excepto en 1945 por la acumulación de años con bajas transacciones debido a la Guerra (BIS, 2017b).

¹² Por caso, el BIS financió en conjunto con el FMI a México en 1982, además de proveer préstamos “puente” a Brasil, Yugoslavia y Argentina a fines de los '80 (Toniolo, 2005).

mientras que en el caso del FMI sí. De ahí la diferencia sobre publicación de minutas y demás mecanismos de transparencia sobre los objetivos de cooperación y las visiones de cada miembro. Si bien este fenómeno ha provocado críticas sobre la falta de transparencia del BIS¹³, es la base de razonamiento del valor que le encuentran los banqueros centrales y también es el factor que ha posibilitado su mutación a lo largo de los órdenes monetarios. En palabras de King, *“The whole point of the BIS conversations is that they are private and are confidential. There has to be a role for private conversations for them to be useful. You cannot have every conversation between central bank governors being minuted and reported. Then there are no useful conversations, simply people making public statements at each other”* (LeBor, 2013, pág. 268).

En la Tabla 1 se puede ver un resumen de todas las diferencias entre el BIS y el FMI.



¹³ No pertenece al campo de análisis de esta investigación la gobernanza del BIS, sino que se refiere a ella sólo para lograr conceptualizar adecuadamente la cooperación monetaria y sus herramientas.

Tabla 1. Diferencias entre el BIS y el FMI.

	Status jurídico	Capital	Misiones y funciones	Miembros	Formas de cooperación	Toma de decisiones	Le presta a...	Condiciones de financiación	¿Emite una "moneda" (o unidad de cuenta) propia?
BIS	Es un banco, surgido a partir de un pacto internacional entre países. Sus actividades - crucialmente, los activos que gestiona, propiedad de los bancos centrales- están protegidos por inmunidad diplomática.	En un origen abierto también a capitales privados; luego cerrado a bancos centrales a partir de 2001. La participación es por acciones, como cualquier banco. Cada miembro suscribe una determinada cantidad de acciones y se revisan según considere el Board, sin periodicidad prefijada. El monto de participación accionaria no otorga derechos de participar en más/menos espacios de cooperación.	Promover la cooperación entre bancos centrales, facilitar operaciones financieras internacionales y actuar como administrador o agente de fideicomiso en materia de compensación financiera internacional (Art. 3 del Estatuto).	63 bancos centrales (a 2017 eran 60)	<ul style="list-style-type: none"> - Reuniones bimestrales entre banqueros centrales - Préstamos (del BIS o sus miembros) - Agente/administrador de esquemas de pagos internacionales - Regulación financiera (en rigor, a través del BCBS) - Investigación, con foco en herramientas dirigidas a policy-making - Estadísticas 	En general, según votación en la Annual General Meeting (AGM) de acuerdo con la participación accionaria de cada miembro (al momento de constituirse el BIS, cada banco central o representante sustituto suscribió 16.000 acciones). Para operaciones financieras, a decisión del staff del departamento bancario, excepto que se someta a la AGM.	Bancos centrales	<ul style="list-style-type: none"> - De corto plazo y a tasa variable, generalmente con referencia a tasa interbancaria - Sin condicionalidades macroeconómicas - Sin restricción de motivo - Con garantía financiera 	No, por Art. 24 del Estatuto.
FMI	Es un organismo multilateral de crédito, surgido a partir de un pacto internacional entre países.	Las cuotas se revisan periódicamente, con un periodicidad mínimo de 5 años (Art. III). Las cuotas -es decir, los aportes para capitalizar el Fondo- determinan montos máximos de financiamiento a recibir y DEGs, entre otras variables. Las revisiones requieren del acuerdo del 85% del poder de voto.	(Art. I del Estatuto): (i) promover la cooperación monetaria internacional en materia de problemas monetarios internacionales; (ii) facilitar la expansión y el crecimiento balanceado del comercio internacional y contribuir a altos niveles de empleo e ingreso real; (iii) promover la estabilidad cambiaria, mantener regímenes cambiarios ordenados entre miembros y evitar las devaluaciones competitivas; (iv) asistir en el establecimiento de un sistema multilateral de pagos para transacciones corrientes y en eliminar restricciones a operaciones de cambio; (v) dar confianza a los miembros disponibilizando recursos temporariamente bajo adecuadas salvaguardas, para corregir desajustes en la balanza de pagos; (vi) acortar la duración y reducir el grado de desequilibrio en las balanzas de pago de los miembros.	189 países	<ul style="list-style-type: none"> - Préstamos (del FMI) - Investigación - Estadísticas 	Voto según % de participación accionaria: Estados Unidos: 16,52% (implica derecho de veto, ya que se requiere el 85% de los votos para préstamos y otras operaciones/decisiones) Japón: 6,15% China: 6,09% Alemania: 5,32% Francia: 4,03% Reino Unido: 4,03% Rusia: 2,59% Arabia Saudita: 2,02% Resto (sumado): 50,25%	Gobiernos soberanos	<ul style="list-style-type: none"> - De mediano plazo y a tasa fija - Con condicionalidades macroeconómicas - Debe ser para suavizar variaciones en la cuenta corriente - Sin garantía financiera 	Sí, por Art. XV puede emitir Derechos Especiales de Giro (DEG; o SDR por sus siglas en inglés), que sirven como liquidez internacional, si bien sólo para gobiernos, dado que no está desarrollado este mercado para privados.

Fuente: elaboración propia en base a estatutos del FMI y del BIS y sus sitios web.

Nota: la tabla incluye traducciones que no son literales, sino que transmiten la idea de la columna correspondiente.

3. La cooperación monetaria durante el patrón oro y el período entre-guerras

“Of all the omissions from the Cunliffe Report the most noteworthy is the complete absence of any mention of the problem of the stability of the price-level; and it cheerfully explains how the pre-war system which it aims at restoring, operated to bring back equilibrium by deliberately causing a “consequent slackening of employment”. The Cunliffe Report belongs to an extinct and an almost forgotten order of ideas. Few think on these lines now; yet the Report remains the authorized declaration of our policy, and the Bank of England and the Treasury are said still to regard it as their marching orders.”

Keynes (1924, pág. 195) en referencia al perjuicio que podría traer para Reino Unido volver al patrón oro en 1924, como finalmente ocurrió.

“...the sound internal economic situation of a nation is a greater factor in its well-being than the price of its currency in changing terms of the currencies of other nations [...] So, too, old fetishes of so-called international bankers are being replaced by efforts to plan national currencies with the objective of giving those currencies a continuing purchasing power...”

Franklin D. Roosevelt (Franklin D. Roosevelt Presidential Library & Museum, 2019), mensaje enviado a la Conferencia Económica de Londres (1933) rechazando el regreso al patrón oro.

Resulta necesaria una historización de la cooperación monetaria a lo largo de los distintos órdenes monetarios para que el período en el que se focaliza en este estudio (2007 a 2017) sea comprendido en perspectiva. El patrón oro es el lugar por el cual empezar, ya que fue verdaderamente el primer orden internacional, en el sentido de formar un set de reglas de juego que vinculaba a los países más importantes de la época en el campo monetario.

Se provee al inicio un resumen a modo de paneo general sobre las reglas de juego del orden monetario en cuestión y la cooperación monetaria, con foco en el BIS (Tabla 2), su *constituency* (miembros) (Gráfico 2) y los financiamientos otorgados –con capital propio– u organizados –con capital de sus miembros– por el BIS (Tabla 3). Lo propio se hace al inicio de los siguientes capítulos 4, 5 y 6, para cada orden monetario bajo estudio.

Puede verse que, en sus inicios, el BIS fue una institución 100% europea y que en el segundo año de vida (1931) ya servía para coordinar préstamos entre bancos centrales e incluso otorgarles préstamos a éstos con capital propio, principalmente para atender la ola de crisis bancarias en

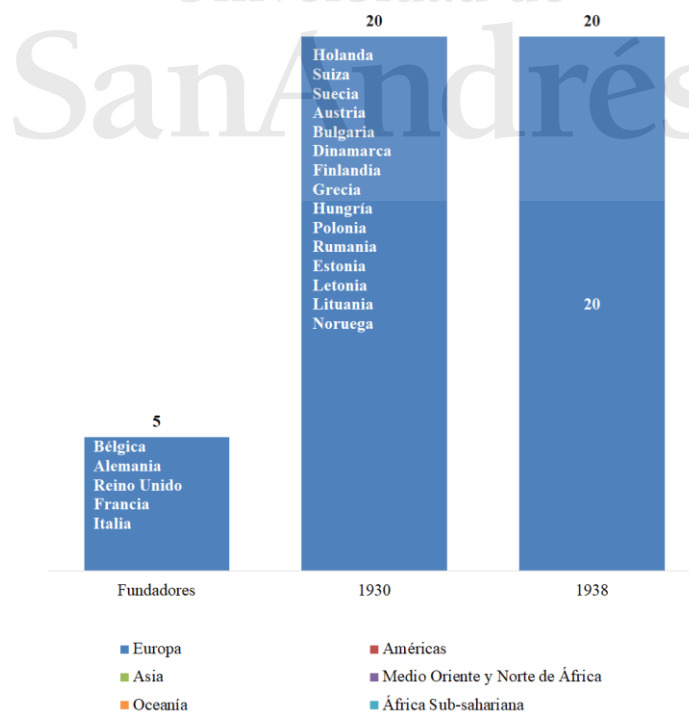
Europa central. La información de estas tablas y gráficos resumen pueden verse completos (para todos los períodos juntos) en los Anexos 1, 2 y 3.

Tabla 2. Reglas de juego y resumen de cooperación durante el patrón oro y período entre-guerras.

Orden monetario internacional	Reglas del juego					Cooperación monetaria	
	Moneda dominante	Regla de convertibilidad	Movilidad de capitales	Ancla de precios	Rol de la política macro doméstica	Fuera del BIS	En el BIS
Patrón oro	Libra (respaldo en oro)	Explícita y creíble	Muy alta	Precio del oro	Reforzar el flujo de oro y garantizar paridad	- Préstamos de emergencia - Redescuentos en nombre de otros bancos centrales	
Entre-guerras 1918-1924 (anarquía)	Transición entre dólar y libra (respaldo también en oro)	Ninguna	Muy baja	Ninguna	Sólo objetivos domésticos	- Convención de Génova (1922) como hito, en vías de reconstruir el patrón oro	
Entre-guerras 1925-1931 (patrón cambio-oro)	Transición entre dólar y libra (respaldo también en francos y oro)	Explícita, pero no creíble	Alta	Precios de transables en Reino Unido y E.U.	Ídem patrón oro pero no se cumplía	- Reconstrucción del patrón oro (ahora cambio-oro)	- Fundación del BIS en 1930. - Administración de los programas de pago de las reparaciones de guerra. - Otorgamiento de préstamos en 1931 ante peligro de quiebras bancarias. - Reuniones periódicas de discusión.
Entre-guerras 1932-1938 ("Tripartite Monetary Agreements")	Transición entre dólar y libra (respaldo también en francos y oro)	Ninguna	Media	Ninguna	Sólo objetivos domésticos (pleno empleo)	- Intervenciones coordinadas en el mercado de cambios (con compensación en oro)	

Fuente: elaboración propia, con elementos de McKinnon (1993) y de Borio y Toniolo (2006).

Gráfico 2. Miembros del BIS por año durante el patrón oro y período entre-guerras.



Fuente: elaboración propia en base a Toniolo (2005) y web del BIS.

Nota: Dentro de cada columna se muestran en blanco los nuevos miembros ese año. En el eje de abscisas se muestra el inicio y fin del orden monetario correspondiente; para años intermedios se muestran sólo aquellos años en los que hubo incorporaciones. Checoslovaquia, Danzig y Yugoslavia se unieron en 1930 pero no figuran en el gráfico por no existir actualmente; en cambio, se muestran los años de incorporación (en los casos que corresponda) para los países que los hayan reemplazado. Por otro lado, Albania se unió en 1930 pero tiene la participación accionaria suspendida desde 1977.

Tabla 3. Financiamientos del BIS por año durante el patrón oro y período entre-guerras.

Año	País rescatado	Monto	Moneda	Otorgado por el BIS	Observaciones
1930					
1931	España	3.000.000	Libras	X	
	Austria	100.000.000	Schellings	X	
	Hungría	5.000.000	Dólares	X	
	Hungría	10.000.000	Dólares		Provisto de manera sindicada por sus miembros.
	Alemania	100.000.000			Provisto por el Bank of England, Banque de France y New York FED.
	Hungría	11.000.000	Dólares		Provisto de manera sindicada por sus miembros.
	Danzig	150.000	Libras	X	
1932 - 1938	Yugoslavia	3.000.000	Dólares	X	En conjunto con el Bank of England.

Fuente: elaboración propia en base a Toniolo (2005) e informes anuales del BIS.

3.1. Cooperación durante el patrón oro

La fecha exacta del nacimiento del patrón oro previo a la Primera Guerra está discutida, pero ronda, dependiendo del autor, entre 1871 y 1880¹⁴. Previamente, convivían tres regímenes en el mundo desarrollado: en Reino Unido y sus colonias y dominios funcionaba el patrón oro; Asia, México, los estados alemanes, el imperio austro-húngaro y Holanda se regían por el patrón plata y Estados Unidos, Francia, Italia, Bélgica y Suiza tenían un patrón bi-metálico (Toniolo, 2005). Los factores que incidieron en la “globalización” del patrón oro fueron: la adopción por parte de la Alemania unificada en 1871, la derrota del lobby de la plata en Estados Unidos, la caída del precio de la plata debido a su minado intensivo a partir de 1850 y, sobre todo, su utilización por parte de Reino Unido, potencia hegemónica del momento en materia comercial y financiera. El empujón que significó la adopción alemana fue un factor clave, ya que desembocó de la guerra franco-prusiana (1870-1). El espíritu bélico de entonces implicó la interrupción de la cooperación en el eje bi-metálico, que hacía funcionar el sistema. Además, con la indemnización pagada por Francia –de aproximadamente 5.000 millones de francos–, Alemania acumuló la base de oro para integrarse en el patrón (Eichengreen, 1996).

¹⁴ Reino Unido había adoptado el patrón oro *de facto* en 1717 y *de jure* en 1819; Estados Unidos *de facto* en 1834 (fijando el precio en USD 20,67 por onza, lo que da la convertibilidad de USD 4,86 USD por libra) y *de jure* en 1900 (Bordo, 2019).

La dosis de cooperación necesaria para hacer funcionar el patrón oro –tipos de cambio fijos con movilidad completa de capitales– depende de cómo se lo conceptualice, en términos de qué reglas lo componen. McKinnon (1993) identifica 6 reglas:

- i. convertibilidad en cuenta capital (de monedas);
- ii. convertibilidad en cuenta corriente (de bienes, especialmente de oro);
- iii. respaldar la base monetaria en oro;
- iv. regla de Bagehot¹⁵ para bancos locales cuando no tenían liquidez por salidas de oro por déficits externos;
- v. si se interrumpe la convertibilidad (primera regla), restablecerla al valor de paridad anterior, incluyendo a través de la deflación;
- vi. dejar que los precios ajusten al nivel de base monetaria que surge por la libre entrada y salida de oro.

Otra conceptualización relevante es la de Cohen (1995a):

- i. banco central comprometido con comprar y vender oro y solamente oro a un precio fijo contra la moneda local;
- ii. los privados residentes pueden exportar e importar oro libremente.

Bordo y Kydland (1990), por otro lado, resumen el funcionamiento en una regla “interna” y una “externa”: a nivel interno se requería que no hubiera más circulante del que podía ser respaldado en oro (o en cierto umbral), mientras que a nivel externo los países se comprometían a fijar la paridad de su moneda con otras en cierto valor que no modificarían. Estas reglas, de cobertura y de tipo de cambio fijo, eran los compromisos más básicos del sistema.

Respecto de cuánto dependía del funcionamiento del mercado y cuánto de los gobiernos, Toniolo (2005) asevera que la cooperación estaba siempre presente, sólo que era “informal” cuando refería a dejar funcionar las reglas del juego y “formal” cuando activamente se ayudaban entre bancos centrales a defender las paridades establecidas mediante préstamos de emergencia. En palabras algo más directas, según Eichengreen (1996), el hecho de que el balance entre costos políticos y defensa de la moneda no haya derribado antes el patrón oro *“puede atribuirse a la suerte y a las*

¹⁵ La regla indica que el banco central debe asistir a los bancos comerciales con todo el financiamiento que precisen para enfrentar una corrida, siempre que lo haga a una tasa que desincentive esta práctica, para que este financiamiento se normalice apenas el sistema financiero esté en condiciones. *“Very large loans at very high rates are the best remedy for the worst malady of the money market when a foreign drain is added to a domestic drain”* (Bagehot, 1873, págs. 56-57).

circunstancias políticas que hicieron posible la solidaridad internacional en tiempos de crisis” (pág. 11).

Respecto del rol de la cooperación en el sistema, Toniolo (2005) lo plantea en los siguientes términos: en circunstancias de crisis, cuando se veía en peligro el sistema, se hacía presente la cooperación. Sin embargo, era menos común para el funcionamiento diario del patrón oro según las reglas acordadas, entendido como el juego entre los balances externos, la tasa de interés y la defensa de la moneda. En la misma línea, Borio y Toniolo (2006) indican que la cooperación permanente no se consideraba útil, pero sí se recurría a los préstamos de emergencia entre bancos centrales cuando el mercado veía peligrar las convertibilidades, como ocurrió en 1890 con la ayuda de Rusia y Francia al Bank of England. Luego, en 1906 y 1907, Francia y Alemania ayudarían nuevamente al Reino Unido a engrosar sus reservas ante salidas de oro a Estados Unidos.

Ante la pregunta de qué lugar jugaba la cooperación, es necesario también plantearse si los jugadores eran iguales. La respuesta durante el patrón oro es que no: Reino Unido era el centro gravitatorio y gozaba de ciertas prerrogativas por su posición de plaza financiera sobresaliente, lo que daba a la libra un rol especial en el concierto de monedas. Para cualquier país, era necesario subir la tasa de interés local si se encontraba en déficit. En cambio, al Reino Unido le bastaba con dejar de exportar capital al mundo para equilibrar su balanza de pagos¹⁶. Esa es una primera asimetría. La segunda se muestra en los efectos de una suba de tasas de interés en Londres comparada con una misma suba en otras plazas. Para Europa continental (u otros países), el punto de permanecer en el patrón oro era poder comerciar con el Reino Unido y poder gozar de sus servicios financieros. Tanto el endeudamiento privado como el público era atendido por capitales londinenses. Si el Bank of England subía la tasa de interés a causa de su déficit comercial, encarecía el costo de financiamiento de buena parte de los países desarrollados y en desarrollo (Cohen, 1995a), motivo por el cual, en los hechos, el aumento necesario era mínimo, ya que la efectividad de la política monetaria era claramente superior a la de los restantes países.

En el extremo, podría pensarse que el Reino Unido era *el único jugador que importaba*, aquel que hacía jugar al resto con sus reglas. Esta era la visión de Keynes al referirse al Bank of England como *“the conductor of the international orchestra”* (1930, pág. 307). Eichengreen (1987a) matiza

¹⁶ Esto muestra que, en los hechos, lo que hacía funcionar al sistema eran los flujos de oro netos, que podían darse por otros motivos no relacionados con la balanza comercial (Cohen, 1995a). Tal era el caso de la inversión externa directa del Reino Unido en otros países.

un poco esta descripción al desarrollar un juego de Stackelberg¹⁷ donde el Reino Unido era el líder y los restantes bancos centrales los seguidores. Si por cualquier motivo (incluyendo el ciclo real o financiero doméstico) el Reino Unido subía la tasa de interés, los demás países debían subirla para permanecer en juego. Esto no era válido viceversa, de ahí la asimetría. Es importante remarcar que la característica específica británica era el rol internacional de la libra; esto contrastaría con el mundo post-Primera Guerra Mundial.

La Primera Guerra, como tantos otros conflictos bélicos previos, implicó la suspensión de las paridades¹⁸. Al concluir, lo natural para los países era retornar a las paridades previas, tal como lo habían hecho en otras oportunidades y tal como estaba previsto implícitamente: las suspensiones eran transitorias, de ahí la regla implícita denominada “restoration rule” (McKinnon, 1993). El período entre-guerras es la muestra de lo mal que puede funcionar el sistema cuando: a) ya no hay predisposición a jugar con las reglas; b) el escenario político ha cambiado de un modo que implica más inestabilidad para el sistema; y c) el espíritu cooperativo entre países se ha perdido, plasmado sobre todo en la negativa a proveer ayuda ante corridas bancarias y contra la moneda.

En la temprana posguerra, los tipos de cambio fluctuaron mientras se levantaban barreras al comercio y se disputaban las reparaciones de guerra. La inestabilidad económica hizo notar a los países cuán interdependientes se habían vuelto. En consiguiente, se pusieron en marcha esfuerzos para darle elementos de orden nuevamente a las relaciones monetarias. La Conferencia de Bruselas (1920) se puede interpretar en ese sentido y terminó siendo antecedente de la Conferencia de Génova (1922), el verdadero hito fundacional de la cooperación monetaria moderna.

3.2. Génova (1922): la génesis de la cooperación monetaria

Génova condensó discusiones y propuestas sobre las relaciones monetarias entre países que estaban en el aire hacía varios años. El efecto más notorio fue poner en palabras que los bancos centrales debían tener independencia de los gobiernos para lograr la estabilidad de su moneda y que, donde no existiera institucionalmente un banco central, se debía crear (nacieron los bancos centrales de

¹⁷ En un juego de Stackelberg, por construcción, hay un líder, el que actúa primero; y un seguidor, el que reacciona. Notar que, en el caso de una baja en la tasa de interés (caso relevante para mostrar el sacrificio de proveer el bien público que era la liquidez global o estabilidad financiera), el líder gana menos que el seguidor. De ahí que no hubiera incentivos “financieros” a ser el líder. Los beneficios para el Reino Unido se percibían en términos de crecimiento de la economía, del comercio y de las inversiones externas en los países que formaban parte del sistema.

¹⁸ No se ahonda en este trabajo en la cooperación monetaria *durante* la Guerra, pero no deja de ser una parte importante de la historia. Si bien ilustra las herramientas que tuvieron los gobiernos y bancos centrales a su alcance y los mecanismos operativos que pusieron en marcha para hacerlas funcionar, el objetivo último era militar y la política monetaria estaba subsumida a ello, motivo por el cual no se aborda este período.

Hungría, Bielorrusia, Lituania, Letonia, entre otros los años siguientes). Además, se acordó que se pretendía volver a un patrón común –evitar los tipos de cambio fluctuantes– y que ese patrón, a falta de otro que lograra el común acuerdo, estaba basado en el oro, no necesariamente con las paridades anteriores, sino con valores a definir.

Para transitar el camino hacia la vuelta del patrón oro, los dos problemas que se diagnosticaron y se trataron de abordar fueron: la escasez de oro y el sesgo deflacionario que implicaba la puja por el oro (mediante aumentos en la tasa de interés) entre bancos centrales.

Respecto del primer problema, según Cohen (1995a), había tres alternativas: deflación, una devaluación multilateral equivalente para todos (si bien esa salida haría restablecer el patrón oro a paridades distintas de las de pre-guerra) o economizar en el uso del oro. En Génova se optó explícitamente por la tercera. Respecto del segundo problema, requería un compromiso político de ayuda mutua y eso era más complicado de lograr. Aun identificando la interdependencia, no había espacio político para poner los objetivos de estabilidad del sistema internacional a la par de los objetivos domésticos de defender la moneda y dinamizar la actividad. Incluso, suponiendo que se lograra esa solidaridad monetaria, era impensado que se pudiera acordar a priori los mecanismos operativos que regirían la ayuda mutua, ya que significaban una pérdida de soberanía monetaria en un contexto de relaciones diplomáticas tensas. Génova fue exitoso en poner sobre la mesa el problema, pero lograr una solución coordinada concreta era más complejo.

Para entender el fracaso de Génova en lograr soluciones concretas por medio de la coordinación, se debe enmarcar el problema monetario como parte de un combo más grande de conflictos diplomáticos: la inestabilidad monetaria internacional fue una víctima más del belicismo de la época. Dicho de otro modo, si bien el diagnóstico era común, cada país llegó a Génova con sus objetivos particulares. Estados Unidos y Reino Unido pretendían reconstruir la economía global a partir de restablecer el patrón oro; sin embargo, Reino Unido quería darle más preponderancia a abrirse al comercio y Estados Unidos a la libre movilidad de bienes y oro. Estados Unidos, a su vez, no quería abrir la discusión sobre balances comerciales (acumulación de grandes déficits en los países que fueron a la guerra) porque se vería obligado a condonar parte de las deudas de la guerra. Francia, por su parte, pretendía sancionar a la Unión Soviética por deudas de pre-guerra que el comunismo no había honrado y hacer cumplir el Tratado de Versalles. Además, Poincaré –primer ministro francés– no confiaba en una cumbre multilateral para reconstruir el comercio y se oponía a las medidas pro-apertura comercial de Reino Unido. Este panorama heterogéneo hizo que la Conferencia fuera más declamativa que concreta.

Para plasmar más en concreto las reglas de cooperación monetaria, el Bank of England fue encomendado con la tarea de llamar a una Conferencia en Londres un año después, en 1923. En principio, parecía existir la predisposición política de las potencias para asistir a la cumbre. Sin embargo, al poco tiempo, las incompatibilidades políticas entre países bloquearon el encuentro, que nunca se llevó a cabo. Francia amenazaba con no asistir si se invitaba a Alemania y se negaba a reabrir el tema reparaciones, chocando con la posición estadounidense. Reino Unido estaba más ocupado en financiar sus propias deudas de guerra y Austria y Hungría tenían sus propias dificultades financieras, cuyo contagio se utilizó como excusa para no llamar a la reunión (Eichengreen, 1984).

En definitiva, de las metas buscadas en Génova, la más exitosa fue la racionalización en el uso del oro. Se acordó que las reservas oficiales podrían mantenerse en monedas fiduciarias además de en oro, dando nacimiento al patrón cambio-oro (“gold-exchange standard”). En los hechos, Reino Unido y Estados Unidos respaldarían sus monedas con oro y los restantes países tendrían balances mayoritariamente en libras y dólares estadounidenses, o al menos eso era lo planificado.

Resumiendo, mediante las resoluciones de Génova (Federal Reserve Bulletin, 1922):

- a) se resaltó la importancia de la existencia de bancos centrales y su carácter de independientes del poder político (Resolución 2),
- b) se destacó la estabilidad de la moneda como objetivo principal y a la cooperación monetaria entre bancos centrales como medio para alcanzarla (Resoluciones 1 y 3),
- c) se acordó volver al patrón oro, único esquema que satisfacía a todas las partes (europeas) (Resoluciones 4 a 6),
- d) se mostró a la disciplina fiscal (no monetización del déficit) como único método genuino para mantener estables las monedas en el tiempo; pero si ese no era el caso, los préstamos de emergencia podían ayudar transitoriamente (Resolución 7),
- e) se acordó llamar a una nueva reunión (la de Londres, fallida) para diseñar mecanismos que economicen el uso del oro y eviten las subas de tasas competitivas (Resoluciones 9 y 12),
- f) se invitó a Estados Unidos a sumarse al patrón cambio-oro y a la cooperación permanente (Resolución 10),
- g) se propuso un plan de acción que cada país debería seguir para retornar efectivamente a la convertibilidad con el oro (Resolución 11) y
- h) curiosamente, se estableció que el valor de paridad podía *o no* ser el de pre-guerra, admitiendo la posibilidad de volver a un valor de paridad distinto (Resoluciones 8 y 11.b).

Si Reino Unido hubiera hecho uso de esta cláusula, se habría ahorrado problemas para defender su moneda.

3.3. El ascenso de Estados Unidos y la inestabilidad de entre-guerras

La Conferencia de Génova fue extremadamente relevante, fue un punto de quiebre. Pero era el comienzo. Luego seguía adoptar las paridades y hacer funcionar el sistema; es decir, defenderlas. En 1925 finalmente se reconstituyó de manera formal el patrón cambio-oro. La insistencia de los mandatarios en retornar a los anteriores valores de paridad le había valido a varios países dolorosos procesos deflacionarios, principalmente en los casos del Reino Unido y Estados Unidos. Sin embargo, aun así, la libra esterlina quedó sobre-valorada y el franco francés, sub-valorado, lo que generaría dificultades para el Bank of England al intentar defender la paridad (Eichengreen, 1984).

En los años que siguieron, el orden monetario sufrió las consecuencias del desafío de Estados Unidos al Reino Unido por el rol de hegemon financiero: Nueva York le disputó a Londres el rol de plaza financiera y el dólar a la libra el rol de moneda internacional más utilizada. Este escenario interrumpió la estabilidad que daba el Bank of England al sistema, ya que no podía seguir manejando los flujos de capitales “desde casa”. Los países que reemplazaron al Reino Unido por Estados Unidos como principal socio comercial comenzaron a llevar balances en dólares en lugar de libras, quitando un elemento de respaldo a la moneda británica. Así, el sistema en su conjunto se volvió más inestable, ya que no había un solo país con capacidad individual de manejar el sistema (Eichengreen, 1987b). Para un detalle sobre la disputa entre la libra y el dólar por el rol de moneda internacional, ver el Recuadro 1.

Recuadro 1. El reemplazo de la libra por el dólar como moneda internacional dominante.

Eichengren, Mehl y Chitu (2018) repasan los fundamentos económicos de las monedas internacionales, sintetizando en 3 características principales: servir para el comercio internacional, para los mercados financieros (deuda privada y pública) y como reservas de los bancos centrales. Dado que el país emisor de la moneda sea lo suficientemente grande, estable y con proyección de crecimiento, la efectividad en cada una de esas 3 funciones retroalimenta la presencia de esa moneda como internacional, como si se tratara de un monopolio natural con retornos crecientes. Así, es difícil que una moneda desafíe a otra en el campo internacional. Sin embargo, ello ocurre y los autores pretenden explicar por qué.

La explicación pasa por relativizar precisamente esos retornos crecientes. Los hay, pero juegan un rol de condicionantes, no determinantes, más aún con el avance de la tecnología, que posibilita

pasarse de una moneda a otra con pocas fricciones y bajo costo.

En épocas de dominación de la libra, aún sin ese avance tecnológico, otra moneda la desafió y la sobrepasó como dominante en el campo internacional. Para explicarlo, no es suficiente con acudir al ascenso de Estados Unidos como potencia, ya que, como muestran los autores, hacia 1912 Estados Unidos era el país con mayor comercio internacional del mundo y, sin embargo, el dólar no tenía presencia global.

Hasta ese año, la hegemonía de la libra se explicaba por las externalidades de red (retornos crecientes) que hacían que fuera beneficioso para los privados denominar y pagar el comercio internacional en libras y financiarse y pagar las deudas a no residentes en esa misma moneda. Los bancos británicos tenían una red armada de corresponsales que le servían de garantes para emitir las “trade acceptances”, similares a las llamadas “prefinanciaciones de exportaciones” actuales. Esos documentos, una vez originados, se colocaban en el mercado de Londres, el más profundo y líquido, para hacerse de liquidez y volver a comenzar la rueda.

Pero había un elemento adicional a estas externalidades de red, que es el que rescatan los autores como clave: la presencia del Bank of England como “market maker of last resort”, que ofrecía quedarse con las “trade acceptances” (con un mayor aforo) si nadie en el mercado las quería. Esto funcionaba como un piso para el precio de esos activos financieros, incentivando la actividad.

Analizando la experiencia del dólar a través de esa lente, el quiebre provino de la creación de la FED en 1913. Junto con esa medida, en ese mismo año se levantó la prohibición de abrir sucursales y corresponsales afuera del país para los bancos norteamericanos. Esta segunda medida fue importante para habilitar el financiamiento del comercio con fondos estadounidenses, pero la actividad no se habría desarrollado de no haber contado con el soporte inicial de la FED.

La intervención de la FED ofreciendo comprar las “trade acceptances” del mismo modo que lo hacía el Bank of England funcionó de subsidio a una “industria infante” y de hecho lo hacía de manera más agresiva que su par británico; es decir, con un castigo menor en el aforo, aumentando el subsidio implícito. El resultado fue que el dólar rivalizó con la libra durante la década de 1910 y luego la sobrepasó en los '20, incluida la función de reservas de bancos centrales al instaurarse el patrón cambio-oro, cuando se comenzaron a llevar balances en monedas fiduciarias.

En el plano cooperativo, si durante el patrón oro clásico se precisaba de cooperación para hacer funcionar el sistema, en el patrón cambio-oro ésta se haría aún más necesaria y más difícil de lograr, por 5 motivos:

- a. Los países se volvieron más inter-dependientes y conectados (por ejemplo, se masificó el uso del telégrafo) y la movilidad de capitales aumentó (Eichengreen, 1984).
- b. Los flujos de capitales eran estabilizadores previos a la Primera Guerra Mundial y se volvieron desestabilizadores luego de ella. Ello dado que el compromiso no creíble de defender la paridad hacía que ante un pequeño desequilibrio en cuenta corriente no se confiara en la capacidad de ese banco central de realizar el ajuste monetario necesario. De este modo, cuando un banco central comenzaba a perder oro (o divisas), ante el temor de sufrir una devaluación, los capitales no fluían hacia el país que los necesitaba sino afuera de él. Antes se minimizaba la necesidad de realizar efectivamente el ajuste en la tasa de interés ante un desequilibrio en cuenta corriente; en el período entre-guerras esa necesidad se exacerbó (Eichengreen, 1996).
- c. La práctica del banquero central se dificultó. La burocratización del mercado de trabajo y el peso del sindicalismo –y la democratización en general, entendida como la relevancia de la opinión pública– fueron factores de presión social que elevaron el costo político de realizar los ajustes necesarios para defender los tipos de cambio mediante la deflación y recesión (Eichengreen, 1996).
- d. Francia y Alemania pasaron por episodios hiper-inflacionarios durante la década del '20, a partir de problemas fiscales. En ese contexto, el espacio político para la solidaridad monetaria se redujo sensiblemente. Los banqueros centrales (en rigor, los gobiernos) preferían depender de sí mismos, para lo cual precisaban subir la tasa de interés ante una salida de oro (o divisas). Se pretendía practicar un patrón cambio-oro del todo inflexible, a lo que se sumaba en el caso francés la prohibición al banco central de comprar títulos del tesoro, para no monetizar el déficit (Eichengreen, 2015).
- e. Las corridas bancarias no eran infrecuentes con anterioridad a la Primera Guerra Mundial; sin embargo, para enfrentarlas, bastaba con la regla de Bagehot aplicada por el banco central local. O, incluso, si no bastaba con la capacidad de préstamo doméstica, los bancos centrales vecinos frecuentemente descontaban documentos en el mercado propio a nombre del banco central del país en problemas¹⁹ (Eichengreen, 1996). En contraste, en el período entre-guerras las soluciones que descansaban sobre actos cooperativos de los países vecinos

¹⁹ Según cuenta Eichengreen (1996), uno de los casos más relevantes de solidaridad internacional se dio en 1890 cuando el default argentino hizo quebrar a la compañía británica Baring Brothers. El Bank of England, al salir a rescatarla, recibió financiamiento de Rusia y Francia, sin el cual habría tenido que suspender la paridad con el oro para llevar a cabo el rescate.

perdieron relevancia. Pero sobre todo, la mayor dificultad provino del tamaño que adquirieron las corridas bancarias. Con la expansión de los bancos, nació el problema que en términos modernos se conoce como “too big to fail”. Las hojas de balance de los bancos con problemas de liquidez (o solvencia) ya no eran despreciables comparadas a los presupuestos públicos de los gobiernos que debían rescatarlas. En consiguiente, si se elegía salvar a ese banco puntual (o, las más de las veces, al sistema bancario, por las conexiones entre los propios bancos), se debía violar las reglas del juego de cobertura del patrón cambio-oro y poner en duda el compromiso con la paridad. Cuanto mayor era la liquidez que se necesitaba inyectar, más grave este problema y más inestable en términos monetarios era el rescate (Eichengreen, 1996). Debajo se desarrollan los casos más problemáticos de este fenómeno, el Credit-Anstalt austríaco y el Danatbank alemán.

Ante esta variedad de particularidades del patrón cambio-oro, la pregunta que surge, entonces, es si los países implicados lograron la cooperación necesaria para hacerlo funcionar.

A nivel de cumplir las reglas del juego activamente (“cooperación positiva”, según Cohen (1995a)), fue generalizada la falta de cooperación. Incluso, reiteradas veces los países ni siquiera se abstuvieron de intervenir en los mecanismos de ajuste de mercado (“cooperación negativa”, según Cohen). Es decir, intervinieron, principalmente para evitar inflación o la formación de burbujas, o ambas. Bloomfield (1959) concluye para el patrón oro clásico (previo a la Primera Guerra) que aproximadamente 6 de cada 10 veces, contando como cada caso un año para un país, el flujo de oro contrarrestó el resultado en cuenta corriente. Según rescata Wood (1981), investigaciones de Nurkse (1944) para el período 1922-1931 arrojan resultados sorprendentemente similares: dos tercios de las veces en ese decenio los flujos de oro o divisas contrarrestaron el resultado en cuenta corriente. Es decir, no se verificaba el cumplimiento de las reglas del juego.

McKinnon (1993) reconoce que el patrón cambio-oro funcionaba de manera mayormente gestionada, a partir de deflaciones inducidas y préstamos entre bancos centrales. Sin embargo, a contramano de otros autores, no otorga un rol preponderante a las herramientas de intervención –las denomina “gold devices”– en el sentido de alterar los resultados que se obtendrían respecto del escenario de no intervención. En otras palabras, caracteriza de manera menos conflictiva y más cooperativa a esa intervención. En contraste, según Bordo y Kydland (1990), los países (excepto Reino Unido) frecuentemente no subían (bajaban) la tasa cuando salía (entraba) oro, ya sea incumpliendo la cobertura de la base monetaria o porque habían acumulado oro en otros períodos para no tener la necesidad de hacerlo. Ejemplo de esta práctica fue Francia durante buena parte del

período comprendido entre 1925 y 1931. Otra herramienta consistía en esterilizar el oro entrante vendiendo bonos del tesoro o del banco central para evitar un aumento de la base monetaria, como lo hacía Estados Unidos. En la misma línea, otros autores consideran que el funcionamiento del patrón cambio-oro era caótico y fragmentado, ya que surgía de una multiplicidad de mecanismos de ajustes nacionales –cada uno con sus objetivos primarios, distintos del funcionamiento del sistema– y que esa dinámica sembró la semilla que luego lo haría caer (Eichengreen, 1996) (Nurkse, 1944).

Con una visión similar, Wood (1981) repasa el comportamiento de Estados Unidos hasta el fin del patrón cambio-oro, concluyendo que los objetivos domésticos norteamericanos se oponían diametralmente al funcionamiento del sistema, motivo por el cual éste estaba destinado al fracaso. Estados Unidos sistemáticamente neutralizó el ingreso (la salida) de oro con contracción (expansión) de la base monetaria para evitar la fluctuación de precios, exactamente la regla contraria al funcionamiento del patrón cambio-oro. Esa acción hacía que el oro fluyera continuamente hacia Estados Unidos en lugar de re-balancearse hacia Reino Unido. Strong, presidente de la FED hasta su fallecimiento en 1928, explicó sin eufemismos la estrategia de acumulación de oro a Norman, presidente del Bank of England: “*we must entirely ignore any statutory or traditional percentage of reserve and give greater weight to what is taking place in prices, business activity, employment, and credit volume and turnover*” (Chandler, 1958); cita extraída de (Wood, 1981, pág. 20).

La contraposición entre Estados Unidos y Reino Unido en este período aporta explicaciones sobre por qué el sistema no funcionó. Hasta 1928, esa relación estuvo marcada por el vínculo personal entre Strong y Norman. Según recaba Eichengreen (2015), al preparar el terreno para volver al patrón oro, Norman pidió ayuda a Strong en 1924 para fortalecer la posición del Reino Unido al valor previo de paridad con el oro. El ciclo financiero en Estados Unidos no requería una baja de tasas; sin embargo, Strong redujo las tasas locales para darle estabilidad a los flujos de capitales entre países y permitirle al Bank of England defender la libra. En principio, se trató de un gesto claramente cooperativo, al priorizar el sistema global antes que las necesidades domésticas. De hecho, esa actitud le traería problemas a Strong al interior del *board* de la FED en los años siguientes, al intentar buscarle una solución a la formación de la burbuja especulativa (ver Recuadro 2 para un mayor detalle sobre la burbuja de fines de los '20 y las medidas adoptadas para domarla).

Recuadro 2. La contención de la burbuja en 1929: ¿política monetaria o medidas macroprudenciales?

Cuando en 1929 se volvió evidente que el boom inmobiliario era una burbuja, la FED se enfrentó con el dilema (hoy conocido) de cómo desarmarla con el menor daño posible. Medidas macroprudenciales eran difíciles de diseñar con efectividad y difíciles también de justificar, dado que una burbuja es fácil de identificar ex post pero no mientras se desarrolla. Estas medidas, sin embargo, habrían sido convenientes para moderar el crédito específicamente al sector inmobiliario y evitar contraer la economía con un ajuste de tasa de interés de política. Para el resto del mundo, además, la tasa de la FED incidía en la salida/entrada de capitales, que en la época de patrón cambio-oro se traducían en una dificultad para mantener la paridad con el oro por sangría de reservas (en oro o en divisas). Así, el desbalance financiero doméstico (burbuja) obstaculizaba el funcionamiento cooperativo del sistema global en caso de tratarse con política monetaria contractiva.

Eichengreen (2015) repasa el debate de la época. En aquel entonces se llamaba “direct pressure” a la política macroprudencial y “real bills doctrine” a la visión que ponderaba a la tasa de interés como un equilibrio del mercado de bienes, lo que hoy llamaríamos “brecha del producto” dentro de la regla de Taylor. Inicialmente, la FED optó por restringir el financiamiento de sus bancos miembro para la construcción, pero rápidamente los problemas de diseño de la política se hicieron sentir: bancos no regulados y otros prestamistas llenaron el vacío y siguieron financiando la burbuja. La ineffectividad de la medida refleja lo que hoy se conoce como “perímetro regulatorio”, análogo al problema de la FED en 2008 de no poder proveer liquidez al sistema de *shadow banking*, fuera de su órbita de intervención.

Hacia mediados de 1929 la FED decidió complementar la “direct pressure” con un ajuste en la tasa y ese fue el principio de la crisis; lo que sobrevino es historia conocida. En términos de aprendizaje para la práctica del banquero central, este episodio fue bien importante. El problema de cómo “pinchar una burbuja” ha recibido extensa atención y, en general, se reconoce que una suba de tasa de interés, pasado cierto “punto de no retorno” de desarrollo de la burbuja, es contraproducente, ya que funciona como incentivo a seguir aprovechando los retornos (Mehrling, 2010). Sin embargo, también es cierto que no es fácil discernir ex ante qué boom es genuino y qué boom es artificial o inflado. Esto lo marca King (2016), en el marco de un cuestionamiento integral y profundo al inflation targeting, del marco teórico de los banqueros centrales y de su legitimidad para asignar el crédito entre sectores mejor que el sector privado (se retoma este tema en el capítulo “6. Los problemas del orden monetario internacional post-crisis: ¿cooperación para qué?”).

En verdad, más allá de la intención de ayudar a su par británico (en una época de elevada camaradería entre banqueros centrales), Strong pretendía volver ordenada y prontamente al patrón oro, ya que era necesario para elevar a Nueva York como plaza financiera de manera definitiva. Además, los conflictos comerciales ya eran suficiente obstáculo como para agregarle a la economía problemas monetarios que podían resolverse entre pocos y que imponían una inestabilidad severa si no se resolvían. Esto es, entre las grandes potencias había conciencia sobre la interdependencia, sólo que en ciertos momentos había espacio político para buscarle a ese problema soluciones coordinadas o de ayuda mutua y en otros, las más de las veces, cada país debía ingeniárselas individualmente.

Esta filosofía de considerar la mejor coordinación como la no necesaria se volvió durante la segunda mitad de los '20 la marca personal de Strong. En ejercicio temprano del aislacionismo norteamericano –que presagiaba la actitud para con el BIS–, Strong transformó la diplomacia monetaria, desdibujando el sello británico. Ya en 1923 Strong se había salido con la suya al bloquear el llamado a la Conferencia de Londres, como se había acordado en Génova. El principal problema de las resoluciones de Génova, desde la óptica norteamericana, era que pretendía estabilizar los precios a partir del manejo del tipo de cambio, chocando con (uno de) los propósitos básicos del banco central. Si se priorizaba que se ajustaran los tipos de cambio, se estaría premiando con mayor competitividad a países con desbalances fiscales graves (principalmente Francia y Alemania) (Clarke, 1967). En términos más generales, Strong era reacio a recibir consejos sobre cómo manejar el mercado de crédito (i.e., monetario) local, máxime si esos consejos provenían de ámbitos multilaterales. De acuerdo con Eichengreen, luego de Génova, “...*subsequent exchanges between central Banks took place primarily on a bilateral basis*” (1984, pág. 21).

El enfoque de Strong para la diplomacia monetaria fue cooperar siempre y cuando sirviera también explícitamente a los intereses nacionales. Si bien esta lógica, podría decirse, domina la generalidad de los enfoques cooperativos, dos factores exacerbaron esa dinámica: la inestabilidad macroeconómica de la época y el momento de transición entre el poderío financiero de Londres y el desafío que implicaba el ascenso de Nueva York. Ya sin cumbres multilaterales, Strong lidió con un problema y una contraparte a la vez, focalizando en herramientas concretas más que tratando de acordar puntos de vista. Así, comenzó el *ear-marking* de oro²⁰, la inversión de depósitos de terceros

²⁰ La expresión “*ear-marking*” proviene de marcar al ganado (en la oreja) para identificar su propiedad. Lo mismo se hacía con el oro en depósitos comunes (típicamente en Londres o Nueva York) que pasaba de manos entre bancos centrales con simples cambios de rótulos. Keynes explica del siguiente modo el origen del *ear-marking*: “*The earliest example of "ear-marking" is in the case of the stone money of Rossel island, which, being too heavy to move without difficulty, could be conveniently dealt with in no other way. One of*

y el intercambio de información (Clarke, 1967). Los préstamos de emergencia para estabilizar las monedas, principalmente la libra y el franco, fueron siempre escasos y tarde, dado que no eran prioridad para Estados Unidos. En palabras que parecen los orígenes de la *house in order doctrine* (equilibrio monetario en casa sin importar el funcionamiento del sistema internacional), Strong opinó sobre los medios más efectivos para lograr la estabilización:

“that every one of the nations should reestablish the gold standard, restore its gold reserve or create a new one where needed, making special arrangements for doing so where necessary, and reestablish its own domestic autonomy in monetary matters without any such dependence upon other markets as implied by the gold exchange standard. Important balances in London or New York of course may be highly desirable, but the most desirable thing is autonomy and self-reliance and good conduct on sound monetary principles at home.”
(Strong, 1928, págs. 6-7); cita extraída de (Clarke, 1967, pág. 39).

A pesar de la visión escéptica sobre la cooperación, Strong ejercía el pragmatismo y daba lugar al contexto internacional –que, en la época, se traducía en la debilidad de la libra– a la hora de hacer política monetaria. Así, en 1927 nuevamente redujo la tasa de interés (si bien en menor proporción que en 1924) para quitarle presión a la libra exitosamente. Nuevamente, había motivos de política interna, ya que la excesiva inestabilidad en Europa haría caer la demanda de productos norteamericanos (Clarke, 1967). De todos modos, ese sería el último movimiento cooperativo fuerte de Estados Unidos, ya que a partir de 1928 el escenario local (y la propia enfermedad de Strong y el cambio de rumbo de la FED tras su deceso) no dejó espacio político para la consideración internacional en los debates del Comité de Política Monetaria. La recesión de Estados Unidos, a su vez, interrumpió los flujos de capitales a Europa, siendo el principal perjudicado Alemania, lo que sumó un factor de inestabilidad y fogueó sucesivas crisis bancarias, que se convirtieron rápidamente en crisis políticas.

A partir de fines del `29, ya con la crisis desatada en Estados Unidos, se inició un período de un año y medio de crisis bancarias cada vez más severas tanto en Estados Unidos como en Europa, que

the largest and most valuable of these stones lay at the bottom of the sea, the boat which was importing it having been capsized. But there being no doubt that the stone was there, these civilised islanders saw no objection to including it as a part of their stock of currency –its lawful owner at any time being, in fact, thereby established as the richest man in the island– or to changing its ownership by "ear-marking". (1930, pág. 292). Curiosamente, algunas de estas piedras de la Isla de Rossel, se piensa, terminaron en la Isla de Yap (también en Micronesia). Las piedras de la isla de Yap fueron objeto de estudio posteriormente en materia de la génesis del dinero; ver Friedman (1991).

llevaría en septiembre de 1931 al Bank of England a interrumpir la convertibilidad libra-oro y, así, derrumbar el patrón cambio-oro, tras dolorosos intentos de defender la libra con subas de interés, deflación e insuficiente ayuda internacional.

Sirve repasar dos de las quiebras bancarias más importantes y paradigmáticas: las del Credit-Anstalt austríaco y el Danatbank alemán. Estos casos reflejan la descoordinación internacional y cómo un sistema financiero demasiado conectado y desregulado le dio el golpe final a un sistema de tipos de cambio fijos con altísima movilidad de capitales y cada vez menor legitimidad de políticas de ajuste, una combinación destinada a durar sólo 7 años (1924 a 1931).

El Credit-Anstalt podría ser recordado, retrospectivamente, como el primer caso de “too-big-to-fail” con desenlace infeliz. El banco era demasiado grande para la economía austríaca; no podía caer, pero tampoco se lo podía salvar con garantías estatales. En 1931, Austria, necesitada de oro, pidió ayuda a Francia para hacerse con los fondos y capitalizar el banco. Pero Francia contestó el pedido con condiciones políticas, requiriendo que Austria desistiera de formar una unión aduanera con Alemania. Para Austria, aceptar habría sido romper relaciones con Alemania, principal aliado político y económico; por lo tanto, la operación se cayó. El Bank of England entró en escena ofreciendo un préstamo al gobierno austríaco, pero la negociación con los acreedores del banco se volvió demasiado dura y se demandaron garantías por todas las deudas del banco, no sólo los depósitos. El gobierno austríaco, sin más soluciones, garantizó el total requerido, pero en contrapartida congeló las operaciones del banco por 2 años, para capitalizarlo durante ese período. Este congelamiento, a su vez, implicó dudas sobre la solvencia propia para otras entidades en una variedad de países europeos, ya que no podían acceder a sus activos en el Credit-Anstalt. Entre esas entidades se encontraba el Danatbank de Alemania, que pasaría por una situación similar a la del banco austríaco. Finalmente, ambas historias terminarían en la quiebra y el contagio a otra gran cantidad de bancos más pequeños, algunos con problemas de solvencia por haber prestado a las entidades incorrectas y otros sufriendo las profecías auto-cumplidas de corridas de depositantes e inversores (Eichengreen, 2015). Los gobiernos y los bancos centrales mostraron en pleno su incapacidad para coordinar y respaldar al mercado con las inyecciones de capital necesarias. Pero además, aún si se hubiera logrado el acuerdo político, las garantías sobre los activos de los bancos con problemas ponían en duda la propia solvencia soberana. Esa dinámica deprimía el precio de los

bonos soberanos y terminaba encareciendo el costo de fondeo²¹, en un fenómeno que se repetiría 80 años después en Europa.

3.4. La ruptura del patrón cambio-oro

La salida del Reino Unido del patrón cambio-oro en 1931 fue la conclusión lógica luego de severos desajustes macroeconómicos, de los cuales el más importante fue el tipo de cambio sobre-valorado. Pero jugaron un rol importante, también, las escasas señales políticas de que los gobiernos serían capaces de sostener las paridades. Detrás del Reino Unido, le siguieron en la flotación más de dos docenas de países, lo que se dio en llamar el “sterling bloc”. En 1933 se sumaría el propio Estados Unidos, cuyo dólar se pasó a depreciar frente al oro y arrastró a sus socios comerciales continentales más importantes (“dollar area”). Francia, Bélgica, Holanda, Italia, Polonia y Suiza fueron los únicos países que permanecieron en el patrón oro defendiendo sus paridades, pero hacia 1936 la sangría de reservas y la presión deflacionaria por el ajuste monetario le pusieron fin al patrón oro también en Francia, terminando definitivamente con la tercera área de influencia, la porción sobreviviente del “gold bloc” (Eichengreen, 1984) (Cohen, 1995a).

Entre fines de 1931 y 1936 la anarquía de tipos de cambio flotantes fue similar a la que rigió entre 1918 y 1924, solo que en los 30 las paridades entre los países del gold bloc y el resto sí eran fijas. Las tensiones políticas se profundizaron, llevando a Estados Unidos a poner fin primero al tema de las reparaciones de guerra en 1932 (condonando toda deuda en la Conferencia de Lausana; ver capítulo previo) y luego a la posibilidad de retornar al patrón oro. Esto último ocurrió en 1933, cuando Roosevelt llevó a la Conferencia de Londres la posición absoluta (y sorpresiva) de no volver al patrón oro: Estados Unidos optaría por políticas de reflación doméstica.

De acuerdo con Eichengreen (2015), la visión que denosta a Roosevelt por no haber buscado la acción conjunta en 1933 para lograr una solución coordinada es algo ingenua. No había tal cosa como la alternativa de cooperar, ya que las experiencias recientes eran muy distintas entre Estados Unidos y Europa. Estados Unidos arrastraba en 1933 una crisis mucho más severa y duradera que la europea, con un rebote de quiebras bancarias en ese año que hizo parecer pequeño al número acumulado hasta entonces. Por su parte, los fantasmas inflacionarios europeos le inhibían de buscar salidas expansivas, priorizando la estabilidad del tipo de cambio antes que la estabilidad de precios, aún en un contexto de presiones deflacionarias. Estas visiones divergentes eran irreconciliables y, si

²¹ Eichengreen (2015) llama “diabolic loop” a esa relación entre la solvencia del sistema financiero (o entidades importantes) y los precios de los bonos soberanos.

la salida no podía ser coordinada, entonces sería unilateral. Para Roosevelt, lo importante es que sería expansiva.

La estrategia de Roosevelt dio resultados y, en 1934, las dudas europeas entre una salida expansiva y las señales de desconfianza para volver a un patrón oro sin Estados Unidos provocaron una masiva salida de oro que fluyó hacia norteamérica, en lo que fue el primer episodio del “*exorbitant privilege*”²² norteamericano. Y más que oportuno, ya que ese influjo le sirvió para estabilizar su base monetaria y evitar que continúe la deflación, además de la inyección de confianza que implicó (Eichengreen, 2015). Ya para entonces la diplomacia monetaria estaba a cargo de los jefes de Estado, que habían mostrado el descontento con sus banqueros centrales por cooperar con enemigos políticos en el ámbito del BIS. De hecho, las críticas de Roosevelt a los partidarios de volver al patrón oro estaban dirigidas, entre otros, a los funcionarios del BIS, que prepararon la Conferencia de Londres de 1933 y consideraban la vuelta al patrón oro como la única salida de consenso posible.

Una vez derrumbado el patrón cambio-oro, el problema a negociar pasó a ser cómo evitar la devaluación competitiva. En particular, hasta 1936, el peligro era una devaluación francesa. Reino Unido no quería entregar su libertad de acción y ni ellos ni los norteamericanos querían hacer mención alguna al compromiso de volver al patrón oro, pretensión francesa. Finalmente, en 1936 se acordaron entre las tres potencias las Declaraciones Tripartitas (“Tripartite Monetary Agreement”): tres declaraciones separadas independientes, una por país, anunciando la voluntad de coordinar entre tesoros y bancos centrales de los otros países y el propio. Al poco tiempo, otros gobiernos se sumaron también al acuerdo y rápidamente se diseñaron mecanismos operativos para coordinar: se hicieron tres fondos y se pasó a decidir diariamente los valores de las paridades, interviniendo con una sola moneda y compensando los balances con las otras dos en oro. Las Declaraciones Tripartitas tuvieron la diferencia fundamental con Génova de especificar claramente el alcance de la cooperación y su descripción operativa. Esto evitó que al interior de cada país cada gobierno sufriera el acuerdo como una cesión de soberanía (Eichengreen, 1984).

3.5. Conclusiones

²² Término célebremente atribuido al ministro de finanzas de Charles de Gaulle, Valery Giscard d’Estaing, cuando durante el Bretton Woods tardío (los 1960s) Estados Unidos acumulaba déficits de balanza de pagos saldados por medio de salidas de dólares que los países en superávit acumulaban en sus bancos centrales. Este equilibrio permitía a Estados Unidos consumir por encima de su producto, en medio de un escenario contrario en Europa, que no tenía mucha otra alternativa (ni política ni en otras opciones de activos) que financiar a Estados Unidos demandando sus dólares. De ahí que la emisión de dólares se considerara un privilegio norteamericano.

Recapitulando, ¿cuáles fueron los elementos de cooperación y de no-cooperación durante el patrón oro y el período entre-guerras? En principio, la respuesta depende de cómo se conceptualicen las reglas del juego de esos órdenes monetarios. Pero a grandes rasgos, comenzando con el patrón oro clásico, puede decirse que la hegemonía británica dejaba poco incentivo al resto para elegir no cooperar. Las condiciones políticas posibilitaron llevar adelante ajustes monetarios severos y la credibilidad de la convertibilidad implicó que los flujos de capitales eran más estabilizadores que desestabilizadores. Estos dos factores facilitaron el juego, que encontró elementos cooperativos en ayudas entre bancos centrales para inyectar liquidez ante ataques a ciertas monedas particulares. Además, el propio funcionamiento del juego podía ser calificado de cooperativo, ya que cada país elegía pagar el costo de ajustar o de inflar (perdiendo competitividad), según el caso, para garantizar el orden monetario internacional, entendiendo que éste traía beneficios de red por acceder al financiamiento de Londres y a la estabilidad económica. Si bien esa dinámica dentro de todo armoniosa venía mostrando signos de desgaste hacia principios de la década de 1910, el orden monetario se interrumpió por la Gran Guerra, que no dejaba de ser, en términos monetarios, un episodio más de suspensión de la convertibilidad, en principio temporario.

La historia del período entre-guerras sería muy distinta: una historia de inestabilidad, de fracasos de coordinación y de conflicto diplomático que obstaculizaría el buen funcionamiento del orden monetario (además del comercial y el económico en general).

Hay diversas visiones que explican el comportamiento no-cooperativo del período de entre-guerras. Un denominador común a todas ellas es que las rivalidades políticas –donde las reparaciones de la guerra fueron un factor clave– combinadas con contextos domésticos agitados funcionaron de incentivos para priorizar objetivos domésticos antes que internacionales. Esto explicó en gran medida la reticencia de Estados Unidos y de Francia a jugar con las reglas del patrón cambio-oro. Esos comportamientos, a su vez, generaron desequilibrios en acumulación de oro y en apreciación/depreciación de las monedas, lo que llevó a más necesidad de cooperación aún. Adicionalmente, la mayor comunicación entre plazas financieras gracias a avances tecnológicos y la mayor movilidad de capitales sumaron más interdependencia entre los países. Este fenómeno exacerbó el contagio entre países y entre sistemas financieros ante episodios de corridas bancarias y contra las monedas.

Por contraste con lo evidenciado previo a la Primera Guerra, factores sociales sumaron complicaciones monetarias que hicieron más vulnerables a los países. Tal fue el caso de la mayor sindicalización y la mayor democratización en general, que restó apoyo político y de la opinión

pública para los ajustes monetarios necesarios ante salidas de capitales. Esta mayor vulnerabilidad de los bancos centrales restó credibilidad al compromiso de paridad, retroalimentando los flujos de capitales desestabilizadores, tal como hoy en día sufre una corrida la moneda de un país ante expectativas de depreciación.

En términos de equilibrios de poder entre polos financieros, la irrupción de Nueva York sumó inestabilidad al sistema. Si hasta la Primera Guerra Londres y la libra tenían la dominancia indiscutida, el período entre-guerras se caracterizó por la irrupción de Nueva York y el dólar. En cuanto al funcionamiento del sistema, la incapacidad de un país para manejar individualmente los flujos de capitales aumentó la necesidad de cooperar (Eichengreen, 1987a). Por otro lado, por la rivalidad política, la debilidad de la libra abrió espacio también para que París quisiera situarse como plaza financiera importante. Esta contienda dificultó las más de las veces la negociación en torno a soluciones cooperativas y fue uno de los motivos por los que se buscaba la acumulación de oro en Francia, jugando en contra de las reglas del sistema (Eichengreen, 1987a) (Eichengreen, 1984) (Cohen, 1995a).

En definitiva, el orden de entre-guerras estaba destinado a fracasar. Wood (1981) focaliza en la actitud de Estados Unidos a partir de 1928 por priorizar objetivos de política internos y especialmente a partir de 1933 al romper el “gold bloc”. Eichengreen (1984), por otro lado, sintetiza el problema recurriendo al concepto de “sesgo deflacionario” del sistema: había un dilema cooperativo con la tasa de interés, que consistía en que todos los países necesitaban reservas (en oro o en divisas) para defender sus monedas –especialmente aquellos con moneda sobrevaluada, como Reino Unido– y para eso tendían a aumentar la tasa de interés, contrayendo la economía. Pero todos podrían haber llegado a un óptimo individual y conjunto si evitaban la suba de tasa de interés propia mediante una baja de tasa de interés del país con moneda fuerte hacia el cual fluirían los capitales. Alternativamente, ese país podía recibir los capitales y proveer ayuda financiera al país con moneda débil, si bien esa práctica calmaba la corrida sólo momentáneamente. Vale aclarar que el problema no era únicamente de coordinación, ya que, aunque hubiera existido acuerdo, movimientos de la tasa en un país destinados a ayudar otro país podían tener efectos secundarios en la economía propia, como ocurrió a Estados Unidos a mitad de los '20 cuando se redujo la tasa para aliviar la corrida contra la libra.

4. La cooperación monetaria durante Bretton Woods

“Inadequate gold supplies are supplemented, in such a system, by a growing accumulation of national key currencies as international reserves. Such accumulation inevitably centers on the “safest” currencies of major creditor countries and results in “unrequited” capital imports by them. [...] These capital movements do not, by themselves, relieve the gold shortage, but merely disguise it as a shortage of the key currencies in question. In order to contribute to the needed expansion of world liquidity, they must stimulate additional matching capital exports by the key currency countries, or a contraction of their surpluses on current account. Either of these reactions, however, cannot but lead to a progressive and persistent deterioration in their net reserve position up the point where their currency no longer appears as the “safest” for reserve investment by other countries.

Robert Triffin (1961, pág. 145) en su planteo original del dilema sobre la liquidez global.

“The world monetary system must be set in concentric circles: the first one being gold, and then, the second, if necessary, recourse to deliberate and concerted creation of either reserve assets or credit facilities. The inner circle is gold. Experience in recent years has shown us that, aside from any theoretical preference, gold remains the essential basis of the world payments system”. (James, 1996, pág. 169)

Valery Giscard d’Estaing, ministro de finanzas francés, en la reunión anual del FMI y el BM en 1964.

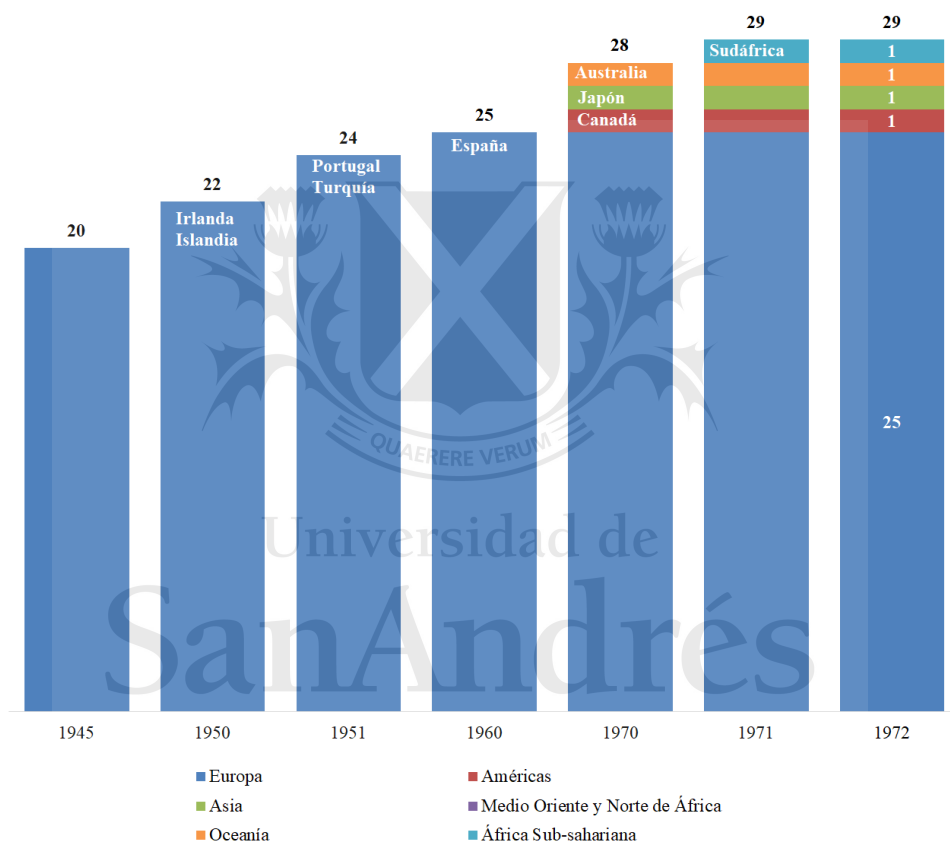
Al igual que para el patrón oro y período entre-guerras, se provee para el orden de Bretton Woods un resumen de las reglas del juego y la cooperación alcanzada en el período, tanto en el marco del BIS como fuera del BIS (Tabla 4). Estos conceptos se profundizarán a lo largo del capítulo. Además, se muestra un gráfico con las incorporaciones a la membresía del BIS (Gráfico 3) y las financiaciones otorgadas (Tabla 5) durante este período. En términos de membresía, el BIS siguió siendo a lo largo del orden de Bretton Woods una institución casi exclusivamente europea, con 3 incorporaciones de otros países desarrollados, a los que se sumó Sudáfrica. En materia de financiamientos, la institución sirvió como vehículo para una serie de rescates a la libra esterlina, funcionando como foro de acuerdo para que los bancos centrales miembro aporten capitales y también aportando capitales propios.

Tabla 4. Reglas de juego y resumen de cooperación durante Bretton Woods.

Orden monetario internacional	Reglas del juego					Cooperación monetaria	
	Moneda dominante	Regla de convertibilidad	Movilidad de capitales	Ancla de precios	Rol de la política macro doméstica	Fuera del BIS	En el BIS
Bretton Woods	Dólar	Explícita con bandas	Baja pero creciente	Precios de transables en E.U.	E.U.: pasivo y residual; resto, sólo objetivos domésticos (pleno empleo)	<ul style="list-style-type: none"> - G10 como foro relevante. - Complemento a la capacidad prestable del FMI: General Arrangements to Borrow (GAB). - Nacen los swaps Bank of England-FED. - Batería de medidas para contener la conversión de oro a USD: <ul style="list-style-type: none"> - no (tan) cooperativas: presión militar desde EEUU y "Roosa bonds"; - cooperativas: Gold Pool y creación del SDR (DEG, en español) del FMI. 	<ul style="list-style-type: none"> - Creación de los Comités MC en 1961 CGFS en 1971. - Agente de compensación de la European Payments Union (EPU) para lograr convertibilidad en Cta Cte. - Foro para contener conversión de oro a USD. - Foro para consensuar rescates ("Basle Group Arrangement", "Basle Agreement"). - Otorgamiento de préstamos, mayormente al Reino Unido para defender la libra. - Intervención en el "eurocurrency market".

Fuente: elaboración propia, con elementos de McKinnon (1993) y de Borio y Toniolo (2006).

Gráfico 3. Nuevos miembros del BIS por año durante Bretton Woods.



Fuente: elaboración propia en base a Toniolo (2005) y web del BIS.

Nota: Dentro de cada columna se muestran en blanco los nuevos miembros ese año. En el eje de abscisas se muestra el inicio y fin del orden monetario correspondiente; para años intermedios se muestran sólo aquellos años en los que hubo incorporaciones.

Tabla 5. Financiamientos del BIS por año durante Bretton Woods.

Año	País rescatado	Monto	Moneda	Otorgado por el BIS	Observaciones
1945 - 1960					
1961	Basel Agreement, créditos de distintos bancos centrales europeos al Bank of England.				
1962 - 1963					
1964	Reino Unido	3.000.000.000	Dólares		Provisto de manera independiente por sus miembros.
1965	Reino Unido	370.000.000	Dólares	X	También contribuyeron distintos bancos centrales miembros del BIS (exceptuando Francia).
1966	First Sterling Group Arrangements, créditos al Bank of England				
1967	Reino Unido	250.000.000	Dólares	X	
1968	Second Sterling Group Arrangements, créditos al Bank of England. También créditos al Banque de France.				
1969 - 1972					

Fuente: elaboración propia en base a Toniolo (2005) e informes anuales del BIS.

4.1. Las reglas monetarias acordadas en Bretton Woods

Más de setecientos delegados de 44 países se hicieron presentes en el complejo de Bretton Woods, en New Hampshire, Estados Unidos, para negociar durante 20 días en Julio de 1944 el orden económico que regiría desde la posguerra por casi 30 años. Ese acto inaugural grandilocuente basta como muestra del ánimo cooperativo de la época al interior de Occidente, motorizado por un Estados Unidos decidido a ser el eje político—de seguridad— y económico para evitar el avance del comunismo.

Las negociaciones de Bretton Woods no se dieron en el vacío, sino que estuvieron en buena medida anticipadas por las idas y vueltas entre Estados Unidos y Reino Unido durante la guerra. El antecedente más importante fue la “Lend-Lease Act”²³, mediante la cual Estados Unidos habilitó la venta de provisiones y el financiamiento al Reino Unido (manteniendo aún la fachada de neutralidad) luego de una serie de urgencias militares en 1942. El punto económico más discutido y con efectos de largo alcance fue el Art. VII de esa ley, que condicionaba la asistencia norteamericana a un compromiso futuro británico de dismantelar las llamadas “preferencias imperiales”. Estas prerrogativas permitían al Reino Unido proveer de bienes al Commonwealth – territorios pertenecientes al imperio británico— de manera exclusiva. Al eliminar estas discriminaciones al comercio internacional, Reino Unido perdió esos mercados en la posguerra y

²³ Según cuenta Steil (2013), la histórica calificación de Churchill “*the most unsordid act in the whole of recorded history*” (pág. 107) quedó asociada en el imaginario colectivo al Plan Marshall. Sin embargo, pertenece a la “Lend-Lease Act”, de insoslayable importancia económica y, por lo tanto, militar, para la supervivencia del Reino Unido y de los aliados en la guerra.

exacerbó su dependencia de Estados Unidos, marcando el terreno para las posiciones negociadoras en Bretton Woods.

El acuerdo logrado estuvo en algún punto entre las pretensiones de Gran Bretaña y de Estados Unidos, mucho más cerca de las norteamericanas y con una variedad de actitudes y posiciones de las restantes potencias²⁴. Las principales diferencias giraron en torno a las obligaciones a imponer a los países acreedores, el grado de flexibilidad del tipo de cambio y la movilidad de capitales. El plan de Keynes, principal negociador británico, era más permisivo con los controles de capitales y las devaluaciones. Además, preveía la obligación de los países superavitarios de financiar a los países deficitarios para balancear la demanda agregada entre ellos y evitar situaciones sostenidas de desempleo elevado en el país deficitario, todo ello a tono con la situación del imperio. Harry Dexter White –cabeza negociadora de Estados Unidos–, en cambio, preveía tipos de cambio fijos y que, ante la necesidad de devaluaciones, se necesitara la validación de una institución internacional, que terminaría siendo el FMI. De acuerdo con Eichengreen (1996), la obligación contingente que asumiría Estados Unidos para capitalizar el fondo que proveería de liquidez ante déficits temporarios de la cuenta corriente sería de USD 23.000 millones según el plan Keynes. White la redujo a USD 2.750 millones, que terminaron siendo la parte mayoritaria del capital del FMI (USD 8.800 millones).

La negociación por el acuerdo fue inicialmente un toma y daca pero eventualmente tomó la forma de imposiciones de Estados Unidos, sobre todo en los temas críticos, comprando el apoyo de potencias secundarias cuando fuera necesario. La nueva regla básica pasó a ser fijar una paridad entre la moneda propia y el oro u otra moneda convertible con el oro, prohibiendo la exportación de oro entre privados. En los hechos, ningún país excepto Estados Unidos estaba en condiciones de defender una paridad con oro, producto de las secuelas de la guerra. Por este motivo, rápidamente el patrón mutó a una paridad con el dólar. Cohen (1995a) caracteriza las restantes reglas monetarias de Bretton Woods a partir de 4 grandes puntos de consenso, que contrastan fuertemente con el período de entreguerras:

²⁴ Rusia pretendía una cuota en el Fondo (luego, el Fondo Monetario Internacional) equivalente a la del Reino Unido y con una deducción en su aporte al Banco (luego, Banco Mundial) por haber sufrido la mayor cantidad de bajas durante la guerra. Reino Unido no sólo negoció las condiciones monetarias del acuerdo sino que también se opuso a muchos de los tratamientos preferenciales solicitados por Rusia, al igual que lo hizo Francia. Por otro lado, India y Egipto, entre otras naciones que estaban bajo el ala imperial británica, plantearon la necesidad de hacer uso de sus acreencias inconvertibles en libras (Steil, 2013). El problema de la convertibilidad de la libra sería de los más severos en la temprana poscrisis.

- 1) Tipos de cambio ajustables, a mitad de camino entre los tipos de cambio flexibles que trajeron caos monetario a Europa previo a la Segunda Guerra y la rigidez del patrón cambio-oro. Se podía devaluar, pero sólo ante “desequilibrios fundamentales”, situación intencionalmente indefinida por falta de acuerdo.
- 2) Creación del FMI para proveer reservas que financiaran transitoriamente desequilibrios externos. Este dispositivo venía a dar solución al comportamiento no cooperativo de adquirir reservas (“competitive scramble for gold”, mencionado anteriormente) del período de entreguerras.
- 3) Inconvertibilidad en cuenta capital y convertibilidad en cuenta corriente (que no se logró hasta fines de los '50). De hecho, se incentivaban los controles de capitales para cerrar el trilema logrando el grado de libertad en la política monetaria.
- 4) Un foro de cooperación permanente, rol que también asumió el FMI, al menos en los papeles. Con los años se ampliarían los espacios de cooperación, más a medida de las necesidades de los países y fuera de la órbita del FMI.

El nuevo orden monetario, prácticamente una subversión del caos de entre-guerras, presentaba dos ventajas. La primera es que otorgaba mayores grados de libertad: no se buscaba el respaldo del circulante sino un colchón de “poder de fuego” para defender la paridad en el corto plazo. Si ese propósito fallaba, se tenía a disposición la cuota no utilizada del FMI y si esa inyección no alcanzaba, al menos en los papeles podía aplicarse política comercial²⁵. La última defensa del sistema era una devaluación. La segunda ventaja era encontrar una solución –extrema, pero solución al fin– a los flujos de capitales desestabilizadores previos a la Segunda Guerra. Ya no se volverían a dar las condiciones que habían provisto a esos capitales del rol estabilizador durante el patrón oro, ya que resignar la soberanía monetaria (como en el patrón oro) no estaba sobre la mesa. Así, los controles en la cuenta financiera fueron el cerrojo que dio consistencia al sistema (McKinnon, 1993).

4.2. Las cuentas corrientes y el *beneficial disequilibrium*

²⁵ Si la restauración del orden monetario fue el costado más prominente de los acuerdos de Bretton Woods, el segundo en importancia fue el derribo de las barreras comerciales, siendo el tercero el financiamiento para el desarrollo a través del Banco Mundial. La liberalización comercial se encaró mediante rondas de negociación luego de la firma del General Agreement on Trade and Tariffs (GATT) en 1947. Sin embargo, el ritmo de esta agenda estuvo marcado por cuán tolerable era la espera para Estados Unidos de abrir mercados para sus exportaciones. El objetivo era permitir la reconstrucción de Europa sin que se derrumbaran sus economías por falta de divisas para pagar las importaciones, evitando así que el desorden económico fogueara el comunismo.

La largada del orden de Bretton Woods no pudo ser más accidentada. Estados Unidos, algo lejos de la realidad europea, pretendía que rápidamente se lograra la convertibilidad en cuenta corriente para poner en marcha el sistema según las reglas acordadas. Fue necesaria la crisis de la libra esterlina de 1947 para notar que el objetivo era inalcanzable. Tras la presión norteamericana, Reino Unido restableció la convertibilidad en julio de aquel año con ayuda de un préstamo por USD 3.750 millones de Estados Unidos y otro por USD 1.250 millones de Canadá. Pero el préstamo se esfumó a las seis semanas y el intento se abortó, postergando la convertibilidad en cuenta corriente más de 10 años (Eichengreen, 1996). La crisis de la libra reflejaba también algo más que el intento ejemplificador norteamericano: la elección de las paridades al firmar el acuerdo de Bretton Woods no había conllevado todo el análisis necesario y más bien se hizo a contrarreloj. El resultado fue una posterior devaluación de la propia libra en 1949, seguida por otros 23 países ese mismo año y precedida por Francia el año anterior. Ni en el caso británico ni en el francés se había dado aviso anticipatorio al FMI, lo que le valió la prohibición de acceso a su cuota al país galo, dando origen a una conflictiva relación entre los europeos y lo que debía ser un espacio de cooperación monetaria. En 1950 el Fondo sumaría un traspie más al sorprenderse con la revaluación del dólar canadiense tras un aluvión de dólares desde Estados Unidos (Bordo, 2017).

Luego del fiasco británico, quedó claro para Estados Unidos que no alcanzaría con el libre mercado y la apertura comercial para reconstruir a Europa²⁶. Con el fin de acelerar ese proceso, se encaró un plan a gran escala para inyectarle a Europa el capital que necesitaba: el plan Marshall. El Plan Marshall significó para Estados Unidos el financiamiento a un mercado que haría crecer las exportaciones propias y, para Europa, el capital que necesitaba con urgencia para hacerse de insumos básicos (en los primeros años del Plan), maquinarias de producción y armamento. Si bien el propósito de reconstrucción económica era mucho más amplio que el buen funcionamiento monetario, el programa fue totalmente efectivo a ese efecto. Los préstamos del Banco Mundial a europeos totalizaban a 1948 USD 753 millones, mientras que los del FMI habían alcanzado los USD 812 millones (Eichengreen, 1996). La magnitud de esos fondos palidecía ante la enormidad del plan Marshall, que movió fondos por USD 13.000 millones entre 1948 y 1951, casi un 5% del PIB norteamericano de 1948. Como efecto secundario, sirvió como necesidad para crear la

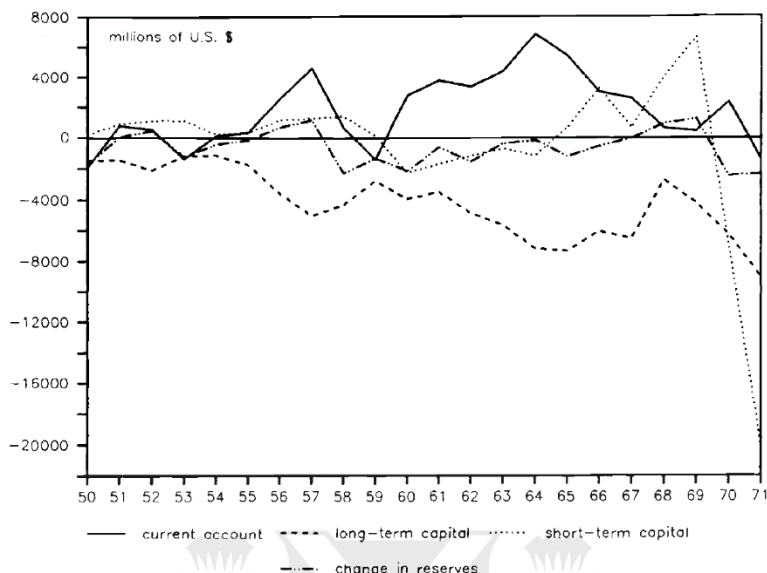
²⁶ En rigor, la apariencia eminentemente comercial del acuerdo de Bretton Woods fue una búsqueda intencionada de los policy-makers para conseguir la aprobación del acuerdo por parte del Congreso norteamericano, a sabiendas de que en verdad las nuevas reglas monetarias eran la porción más relevante de lo negociado. También había habido desde principios de la década del '40 fuertes pujas internas entre el Departamento de Estado, a cargo de Cordell Hull, que quería focalizar en la reconstrucción de la posguerra a partir del libre comercio; y la Secretaría del Tesoro de Estados Unidos de la mano de Morgenthau y White (Ikenbry, 1992), quienes compartían con los expertos ingleses liderados por Keynes el descreimiento en el *laissez faire* y la necesidad de estabilizar la macroeconomía para garantizar el pleno empleo.

Organización para la Cooperación Económica Europea (OCEE) –actual Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico, OCDE–, encargada en aquel entonces de administrar los fondos pero que luego se reconvertiría como foro de cooperación multidisciplinar.

Luego de la reactivación, el camino era hacia la convertibilidad en cuenta corriente, tal lo acordado en New Hampshire. Esa ruta se inició con la European Payments Union (EPU) en 1950, que funcionaba precisamente en el ámbito de la OCDE y con los servicios del BIS de compensación y liquidación entre monedas. Mediante la EPU se neteaban los balances externos entre bancos centrales europeos, sumándose luego a Japón. La cancelación se hacía en una única moneda, que resultó ser el dólar. De ahí el rol clave de esta moneda para Europa en la temprana posguerra que aún no había visto recomponerse la credibilidad de las monedas más golpeadas, con reciente memoria inflacionaria. La estabilidad del dólar era un bien público absolutamente necesario y el rol internacional del dólar reforzó esa necesidad con el correr de los años (McKinnon, 1993). Así, lo que había nacido como tipos de cambio fijos pero ajustables contra el oro o monedas convertibles se convirtió rápidamente en tipos de cambio virtualmente fijos contra el dólar, una dinámica que se fundamentó en la importancia estratégica de Estados Unidos para Europa y en el costo político de cada país individualmente al devaluar.

Durante la mayor parte de la década del '50 no se sufrieron sobresaltos monetarios y Europa pudo reconstruir su industria con pleno empleo de manera prácticamente ininterrumpida. Para ello fue condición necesaria el comportamiento pasivo de Estados Unidos. La política monetaria de la FED debía ajustarse a la cantidad de dólares que requerían el sector privado europeo para capitalizar sus empresas y los bancos centrales europeos para intervenir en los mercados de cambios de sus monedas (siempre contra el dólar). Dicho de otro modo, la balanza de pagos de Estados Unidos pasó a ser deficitaria en 1950 y se mantendría con ese signo de manera casi ininterrumpida hasta el final del orden de Bretton Woods, lo que daba al mundo la liquidez en moneda fuerte para crecer (años negativos de la línea “change in reserves” en el Gráfico 4). Cohen (1995a) denomina esta situación global “beneficial disequilibrium”, a partir de la aceptación de Estados Unidos de que la cantidad de dólares fuera la variable de ajuste. McKinnon (1993) se refiere a esto como el rol pasivo de Estados Unidos en varios sentidos: abstenerse de intervenir en los mercados de cambios (de ahí la política monetaria no autónoma), de fijar objetivos de cuenta corriente o de balanza de pagos, de imponer controles de capitales y de mantener reservas en otras monedas.

Gráfico 4. Balanza de pagos de Estados Unidos.
En millones de USD



Fuente: (Bordo, 1993, pág. 110)

Lo que estaba haciendo implícitamente Estados Unidos era desempeñar la función de proveedor de una moneda estable global y de estabilidad financiera. Esto eliminaba el “competitive scramble for gold” que había sufrido Europa en entre-guerras, ya que la liquidez (antes oro, ahora dólares) no era ya limitada ni competitiva. Más bien aumentaba o se reducía con elasticidad de acuerdo a las necesidades de crecimiento globales, incluido Estados Unidos. En otras palabras, lo que anteriormente había requerido de enormes esfuerzos cooperativos para ser alineado, Estados Unidos lo proveía sin necesidad de cumbres ni negociaciones, simplemente era el rol que había decidido aceptar a cambio de la globalización del dólar y de sus capitales privados. La magnitud de los años negativos para las líneas “short-term capital” y “long-term capital” del Gráfico 4 muestran el financiamiento de los déficits de cuenta corriente de numerosos países europeos. Como fuente de liquidez, la moneda fiduciaria era superior a cualquier préstamo que se pudiera conseguir del FMI o de otros bancos centrales. Para continuar esta dinámica sólo se necesitaba que el dólar siguiera siendo confiable.

4.3. La batería cooperativa para sostener Bretton Woods

Al cabo de 1958, la EPU llegaría a su exitoso fin, habiendo logrado la convertibilidad completa en cuenta corriente en Europa (Japón la obtendría en 1961)²⁷. Aquel año sería una bisagra para el

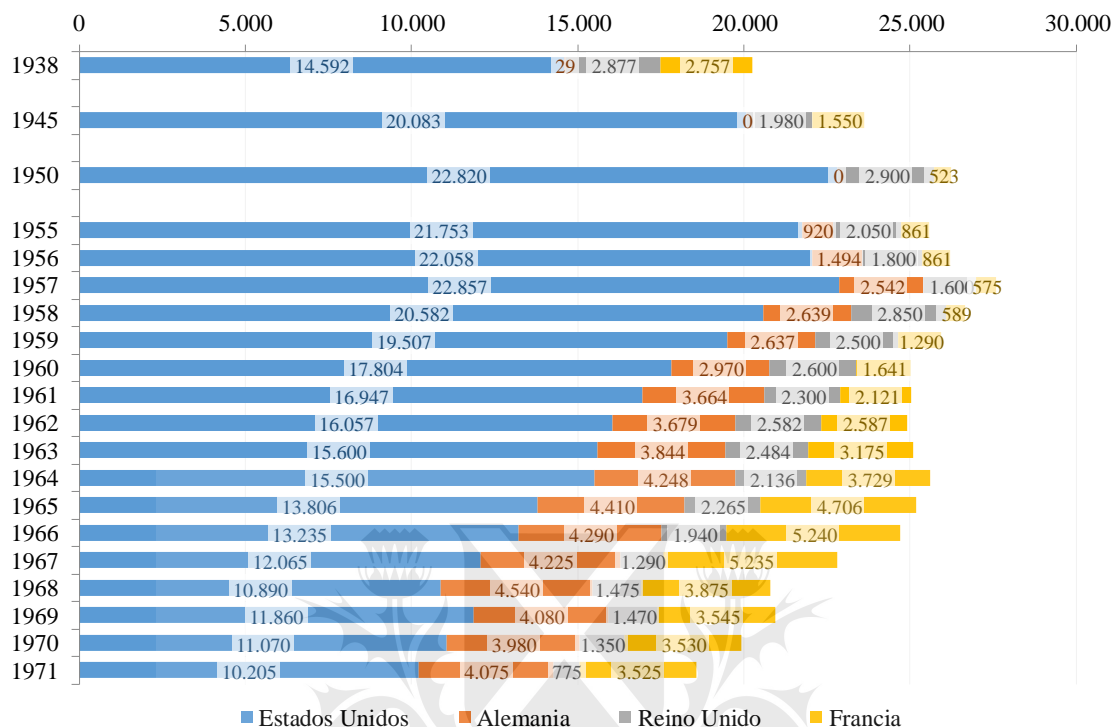
²⁷ Esta conclusión permitió a su vez para Europa empezar a regirse por las bandas de flotación de +/- 1% que se habían firmado en Bretton Woods. Hasta entonces, se neteaban los balances exactamente a los valores de paridad.

funcionamiento del orden monetario internacional. Si hasta entonces Europa sufría una escasez (relativa) de dólares, a partir de 1958 se invertiría el problema. El dólar no dejaría de ser global ni (aún) estable, pero dejaría de ser escaso. Mientras que a 1957 Estados Unidos concentraba el 83% de las reservas de oro entre las principales potencias, a partir de 1958 el oro comenzó a fluir hacia Europa (ver gráfico 5). Desde 1950 hasta 1958, uno de cada diez dólares de déficit de balanza de pagos de Estados Unidos habían salido del país en forma de oro. Para el período 1959-1971 ese número sería de dos de cada tres dólares (Cohen, 1995a). Además, en 1957 y nuevamente en 1958 se devaluó el franco francés, lo que terminó de alinearlos y configuró un escenario de competitividad para Europa muy aliviador, excepto para la libra esterlina, que desde el inicio hasta el final de Bretton Woods sufriría de sobrevaluación.

Lo que hasta 1958 se había resuelto por la pasividad de Estados Unidos, que alcanzaba para generar el bien público de estabilidad financiera global, ahora sí generaba problemas cooperativos, ya que no eran deseables demasiados dólares (respecto del respaldo en oro en manos de Estados Unidos) para un conjunto de economías que pegaban sus monedas a ésta. Sin embargo, sí seguían necesitando una fuente de liquidez (dólares) que les permitiera realizar política monetaria expansiva al ritmo de su crecimiento económico manteniendo fijos los tipos de cambio. La cantidad de dólares que necesitaba el resto del mundo (una especie de demanda de dinero transaccional en términos actuales) no tenía por qué igualarse con la cantidad de dólares que podían ser respaldados con oro; y de hecho no eran equivalentes. Esta tensión fue descrita por Triffin (1961), vaticinando que o bien el mundo se estancaría en una recesión por falta de recursos monetarios para crecer (*à la posguerra*) o bien Estados Unidos eventualmente tendría que deshonorar su compromiso de mantener la paridad de USD 35 la onza de oro.

El llamado dilema de Triffin sirvió como marco analítico para caracterizar los principales problemas del orden de Bretton Woods y es un concepto utilizado aún hoy en día. Hay visiones encontradas sobre las causas de la caída de Bretton Woods (se retoma este tema más adelante), pero lo cierto es que a los académicos y sobre todo a los policy-makers de entonces el problema de la sustentabilidad de la convertibilidad oro-dólar les caló hondo. Dicho de otro modo, tenían el resquemor de estar financiando libre de interés a Estados Unidos por su déficit en balanza de pagos, sumado al temor de perder el ancla de sus monedas el día que se quebrara la convertibilidad del dólar. La década del '60 vio surgir múltiples herramientas para mantener a flote el sistema, con diversos grados de cooperación involucrada y distintos arreglos institucionales.

Gráfico 5. Stock de oro, países seleccionados.
En millones de USD



Fuente: elaboración propia en base a informes anuales del BIS.

Estados Unidos aplicó políticas unilaterales combinadas con su poder de negociación de cuatro modos distintos durante inicios de los '60 para fortalecer su posición financiera externa. La primera fue poner presión para que los principales beneficiados de la presencia de tropas norteamericanas hicieran depósitos de un año en Estados Unidos para ayudar a equilibrar la cuenta financiera. Además, varios países (el más importante, Alemania) fueron obligados a tomar medidas para desincentivar la toma de créditos provenientes de Estados Unidos. Una segunda política fue la llamada "Operation Twist"²⁸ en 1962, a través de la cual el Tesoro de Estados Unidos compró deuda de largo plazo para reducir las tasas largas y dinamizar la inversión, mientras que la FED vendió deuda de corto plazo para aumentar la tasa corta y atraer capitales (o, en rigor, frenar su salida). Tercero, desde 1962 se "pidió" a otros bancos centrales que compraran pasivos de 1 y 2 años tanto en dólares como en otras monedas, en reemplazo de depósitos a la vista en dólares. La idea era no solo que entraran esos capitales sino reducir la base de dólares que podía cambiarse por oro en el corto plazo. Estos bonos se denominaron "Roosa bonds", por el Subsecretario de Asuntos Monetarios de Kennedy, Robert Roosa. Por último, se impuso en 1963 el "interest equalization tax", un impuesto para desincentivar la compra de residentes de Estados Unidos de acciones y

²⁸ Esta "Operation twist" fue muy similar a la realizada en 2011 por la FED, a la que se la identifica con el mismo nombre. En ambos casos el objeto fue bajar las tasas largas y subir las cortas.

deuda de otros países. Además, en 1965 la FED solicitó a los bancos locales “de manera voluntaria” que redujeran su financiamiento a no residentes (James, 1996; Bordo, Monnet, & Naef, 2017).

Todas las anteriores fueron medidas de corte no cooperativo para apuntalar un problema cooperativo; no implica que no fueran efectivas, pero no podían ser suficientes. Paralelamente, se mantuvo la agenda de soluciones conjuntas, que sobresalieron por la variedad creativa de formas que tomaron y por la simpleza de sus objetivos últimos: mantener la convertibilidad oro-dólar y evitar alterar bruscamente las paridades al interior de Europa.

La moneda débil de Europa que todos debían ayudar a respaldar era la libra. En 1961, el Bank of England recibió USD 910 millones de parte de ocho bancos centrales europeos para calmar a los mercados. Se llamó a este financiamiento el “Basle Group Arrangement”, por el diálogo que los banqueros centrales tenían en Basilea en el BIS. Además, Inglaterra recibió un préstamo del FMI ese mismo año. Nuevos préstamos del FMI llegarían a fines de 1964, en mayo de 1965, diciembre 1967 y junio 1968. Además, llegaron otros rescates de pares europeos conocidos como nuevas ediciones del “Basle Group Arrangement”: uno en junio de 1966 por USD 1.000 millones y otro en agosto de 1968 por USD 2.000 millones (Cooper, 2006).

Por otro lado, también en 1961, se aprovechó el ámbito del BIS para que los bancos centrales miembro lancen un comunicado de prensa que sería conocido luego como “Basle Agreement”²⁹: los bancos centrales europeos se comprometían a mantener balances en las monedas de sus vecinos antes de convertirlas directamente a dólares u oro.

El mismo grupo nucleado en el “Basle Agreement” sirvió de base para que Estados Unidos convoque al G10³⁰ y se avance en 1962 sobre otro modo de sostener el dólar: los “General Arrangement to Borrow” (GAB). Esta vez el mecanismo era crear una facilidad del FMI de USD 6.000 millones para que los aportantes tuvieran una cuota aumentada, que en los hechos se transformaría en liquidez para Estados Unidos (James, 1996). Para los países superavitarios, que improbablemente harían uso de la liquidez que estaban ayudando a crear, por caso Holanda y Alemania, el aporte a la causa era una combinación de presión diplomática y la percepción de que el costo de dejar caer el sistema (i.e., no ayudar a defender al dólar) era aún más alto. Para Estados Unidos, este era exactamente el tipo de aporte que se habían negado a extender al Reino Unido en la temprana posguerra; los norteamericanos se encontraron en una mejor posición para demandarlo.

²⁹ Se acepta indistintamente la escritura “Basel” y “Basle”.

³⁰ Bélgica, Canadá, Francia, Alemania, Italia, Japón, Holanda, Suecia, Reino Unido y Estados Unidos. Terminaron siendo 11 países al incorporar a Suiza, pero se mantuvo el nombre G10.

Otra herramienta motorizada por Estados Unidos e implementada a través de los bancos centrales reunidos en Basilea fueron los *swaps*. Por una parte, el objetivo era que la FED se hiciera de liquidez, para lo cual pidió USD 15.300 millones desde 1962 hasta 1971, mayormente provenientes de Suiza. A su vez, la liquidez que podía crear la FED la solicitó en gran parte el Bank of England (sobre todo en los meses previos a la devaluación de la libra en la segunda mitad de los '60), llegando casi a la mitad de los USD 11.200 millones totales otorgados por la FED en el período mencionado (Bordo, 2017).

La justificación de hacer esfuerzos mancomunados no solo para mantener al dólar sino también a la libra era que se veía a esta última como la primera línea de defensa del sistema; si caía la libra, se temía que le siguieran otras monedas, incluido el dólar (Bordo, Monnet, & Naef, 2017). Cooper (2006) relata de hecho la importancia que tenía para Coombs –vicepresidente de la FED de Nueva York– la cooperación europea, ya que salvar a la libra era salvar al dólar. En el mismo sentido, James (1996) cuenta que en los '60 se veía a los *swaps* como inútiles si hubiera un ataque conjunto al dólar y a la libra, dando “*the appearance of two lame ducks helping each other*” (pág. 160). Quizás el intento más duradero y en el que se invirtió más capital económico y político para mantener las reglas de Bretton Woods fue la London Gold Pool (LGP).

Bordo y otros (2017) proveen un análisis completo de las características y la suerte de la Gold Pool. Su nacimiento se da en octubre de 1960 cuando comenzaron los temores por expectativas de una política fiscal expansiva de Kennedy, que recientemente había ganado la presidencia, lo que disparó el precio del oro a USD 40 (desde USD 35). Debido a las dificultades que traería un precio volátil del oro (por el peg del dólar y por lo tanto indirectamente de todas las restantes monedas), un grupo de banqueros centrales encararon un acuerdo informal para estabilizarlo, en un principio a través de conversaciones multilaterales, que luego desembocaron en el BIS. Según el arreglo, todos los bancos centrales parte del acuerdo se comprometían a no comprar oro por encima de un precio determinado, obteniendo a cambio acceso a todo el stock de oro de los otros miembros. Situar el acuerdo en el marco del BIS trajo al menos 3 beneficios: todos los bancos usualmente compradores de oro en el mercado de Londres formaban parte de ese foro (Reino Unido, Suiza, Francia, Alemania y Estados Unidos); no tenía el halo norteamericano del FMI que querían evitar los franceses y se tenía el apoyo de expertos en operaciones bancarias (*staff* del BIS) para supervisar las operaciones a nombre del consorcio.

El precio objetivo del oro se fijaría diariamente, en un esquema muy similar al del “Tripartite Monetary Agreement” de 1936 (ver capítulo “3. La cooperación monetaria durante el patrón oro y

el período entre-guerras”), con el Bank of England operando a nombre del consorcio y los “Gold Experts” del BIS supervisando las operaciones mediante reuniones bimestrales³¹. El precio máximo de venta en Londres era de USD 35,20 (valor de paridad más costos de transporte), evitando vender por encima del precio para no perder credibilidad, ya que ese era el costo de reposición. El consorcio se había formado para la venta de oro, pero también compraría oro (a USD 35,08) si lo consideraba necesario. La capitalización inicial fue de USD 270 millones, pero se extendió repetidas veces, sobre todo en los últimos 6 meses de vida de la Gold Pool, llegando a Marzo de 1968 a los USD 2.570 millones.

Distintos momentos de tensión política provocaron picos de venta, como fueron la construcción del muro de Berlín (1961), la filtración de la existencia de la propia LGP (inicialmente era secreta) y la crisis de los Misiles de Cuba (1962). Así y todo, hasta 1966 los resultados fueron superavitarios; es decir, los bancos centrales miembros del consorcio obtenían un retorno positivo de las operaciones. Pero cuando se tuvo que empezar a distribuir pérdidas, comenzaron los problemas. Luego de la victoria laborista en Reino Unido en 1964, la libra sufriría un revés importante y la LGP enfrentó una presión ininterrumpida hasta cerrarse en 1968. Los últimos dos años de operaciones estuvieron acompañados de cuestionamientos desde Bélgica y Francia, desembocando en el alejamiento de Francia del acuerdo.

La devaluación de la libra en 1967 fue el golpe final a la LGP³², cerrando las operaciones a los pocos meses. La relevancia del comportamiento no cooperativo de Francia en este resultado está discutida, pero lo cierto es que el Banco de Francia efectivamente comenzó a convertir balances de dólares en oro desde 1965, llamando a otros bancos centrales a hacer lo mismo. Mientras tanto, la retórica encendida de De Gaulle –presidente francés– contra el dólar era la demostración, al menos desde la óptica francesa, de que los beneficios por gozar de un ancla monetaria (y otros bienes públicos globales provistos por Estados Unidos) no alcanzaban para contrarrestar el sentimiento de estar financiando a Norteamérica tanto para vivir por encima de sus posibilidades (déficit de cuenta corriente) como para embarcarse en guerras lejanas que no eran el negocio de Europa, como Vietnam (déficit fiscal). Alemania, país superavitario, era otro de los perjudicados por la expansión estadounidense, ya que acumulaba entradas de capitales que se hacían cada vez más difíciles de

³¹ Las reuniones correspondían al recientemente creado “Gold and Foreign Exchange Experts Committee”, hoy “Markets Committee” del BIS (ver “Gráfico 1. Organigrama simplificado del BIS”).

³² Según cuenta Cooper (2006), el entonces presidente del Bank of England aprovechó una reunión mensual del BIS para anticipar a los otros banqueros centrales que devaluaría la libra. La respuesta fue que mientras no excediera del 15%, no le seguirían otras monedas. La devaluación fue del 14,3%. De este modo, la mera discusión en el foro del BIS evitó un dominó de rondas devaluatorias, sumando un acto cooperativo bien concreto a esta institución.

esterilizar sin inflación. Esa situación llevó a reapreciar el marco en 1969. La situación del franco fue algo más delicada: por tensiones políticas internas (“Mayo francés” en 1968) tuvo que devaluar en 1969³³.

Tras la caída de la LGP se implementó un arreglo institucional de corta vida para sostener la convertibilidad oro-dólar, el llamado “two-tier gold market”. Sólo se harían operaciones entre bancos centrales a USD 35 la onza, liberando el precio para operaciones entre privados. Desde la esfera de acción pública, esto profundizó la necesidad de Estados Unidos de presionar a las restantes potencias para que no convirtieran sus tenencias oficiales de USD en oro. Mientras tanto, la verdadera grieta del sistema eran los flujos de capitales privados, que adquirieron paulatinamente mayor movilidad a lo largo de la década del ‘60 a través de los mercados de “eurocurrency”. El problema con estos mercados es que fueron progresivamente erosionando la efectividad de los controles de capitales y poniendo en jaque la administración del trilema monetario en toda Europa³⁴. Diversos autores, de hecho, consideran este fenómeno como determinante para la caída del orden de Bretton Woods (Cohen, 1995a) (Eichengreen, 1996).

El mercado de eurodólares había nacido tan temprano como en 1957 luego del endurecimiento de los controles de capitales en Reino Unido, tras la crisis de Suez. Consistía en aceptar depósitos en dólares en Londres y prestarlos a corto plazo en libras. Entre mitad de la década del ‘60 y mitad del ‘70 ese mercado se agrandó ininterrumpidamente (ver Gráfico 6), agregando poder de fuego privado para correr contra la libra. Además, con el correr de los años, el fondeo en dólares se empezó a usar para otorgar créditos cada vez más largos a tasa variable, convirtiéndose en “*the shadow banking of the era, transforming short-term deposits into medium-term credit*” (Caruana, 2017a, pág. 2). Una función clave del BIS para estabilizar la libra contrarrestando la volatilidad de los flujos de eurodólares fue la de facilitar un acuerdo de los banqueros centrales reunidos en

³³ La FED y otros bancos centrales europeos se sumaron a fondos propios del BIS para totalizar USD 1.400 millones de ayuda al Banco de Francia en 1968. Otro rescate llegaría en 1969 con fondos de Estados Unidos, Bélgica, Alemania, Italia y Holanda, además de fondos del propio BIS nuevamente. La inyección de confianza no fue suficiente y en agosto de 1969 finalmente el franco se devaluó 11% (Cooper, 2006).

³⁴ El BIS en su Informe Anual de 1961 indica: “*In that it has increased the attractiveness of the dollar as an international currency, the emergence of the Euro-dollar market must be considered a positive development. On the other hand, it has meant that the management of these funds has passed out of American hands, except to the extent that they are deposited with foreign branches of U.S. banks. In addition, if in the countries where the dollars are deposited the monetary authorities are trying to pursue a policy of credit restraint, in so far as the banks use these funds for expanding loans to domestic customers the effect will be to frustrate their efforts.*” (1961, pág. 138).

Basilea para hacer operaciones de repo³⁵ que inyectaran USD cuando se retiraran masivamente en fechas clave, por ejemplo, fines de trimestre. El objetivo era evitar el drenaje de liquidez en el mercado de eurodólares para luego reversar la operación al pasar la fecha clave; de ahí que se instrumentara mediante repos. Hacia 1967 esas operaciones de repo, incluyendo las efectuadas directamente por el BIS y no por sus miembros, alcanzaban los USD 1.400 millones (Cooper, 2006).

El repaso cronológico nos lleva al último hito significativo de cooperación monetaria para mantener a flote Bretton Woods: los Derechos Especiales de Giro (DEG) o “Special Drawing Rights” (SDR). Los SDR han sido calificados como un remedio que llegó tarde a un problema que ya no se tenía (Cohen, 1995a): la falta de liquidez global. Desde 1963 comenzaron los estudios del *staff* del FMI sobre cómo proveer fuentes de liquidez alternativas al dólar. La propuesta inicial fue una “composite reserve unit” (CRU), una canasta de monedas compuestas de todas las monedas del G10 + Suiza (i.e., las partes del GAB). En 1965 se terminaron los primeros informes recomendando

Gráfico 6. Pasivo (fondeo) en dólares de bancos europeos de países seleccionados (muestra tamaño del mercado de eurocurrency).

En millones de USD



Fuente: (BIS, 1971; 1977).

Nota: corresponde a posición en USD de bancos que reportaron al BIS en 8 países (Bélgica-Luxemburgo, Francia, Alemania, Italia, Países Bajos, Suecia, Suiza y Reino Unido).

lograr fuentes de liquidez que satisficieran la creciente demanda por aumento del comercio y de los pagos entre países. El proyecto fue algo extemporáneo, ya que ese mismo año la inflación de Estados Unidos se aceleraba y el dólar iniciaba la tendencia de volverse demasiado abundante, en lugar de demasiado escaso, a medida que se acumulaban déficits externos y se emitían los dólares

³⁵ Pases o acuerdos de recompra (“repurchase agreement”, de ahí “repo”). Son operaciones de corto plazo de venta con garantía, asociadas a una operación inversa acordada en un futuro con fecha determinada.

para financiarlos. De cualquier modo, la idea era aliviar para los europeos la dependencia de la provisión de liquidez desde Estados Unidos. Valerie Giscard d'Estaing, ministro de economía francés, propuso en 1965 que la CRU se pegara al oro y dos años más tarde logró también que se modifique el nombre por “special drawing right”, con condiciones más de crédito que de dinero fiduciario, cuyo propósito último era crear un sistema que no pudiera ser abusado por Estados Unidos. Sin embargo, en un episodio más de enfrentamiento diplomático-monetario en el seno del FMI, Estados Unidos (en alianza con Reino Unido) plantó su postura sobre los SDR con condiciones de emisión más relajadas, lo que en los hechos implicaba que el instrumento se parecería más a dinero no respaldado, contrario a la pretensión francesa. El SDR en su versión norteamericana se aprobó en 1968 (comenzando a regir en 1969) con el voto francés en contra: contemporáneos describieron el evento como “*the CRU* [“crudo” en francés] *had been cooked*” (James, 1996, pág. 171).

El repaso de las herramientas utilizadas para apuntalar el orden de Bretton Woods deja ver algunas herramientas más cooperativas y otras no tanto, así como diversos grados de institucionalidad. La Tabla 6 resume las iniciativas implementadas según esos dos aspectos.

Tabla 6. Medidas para mantener a flote Bretton Woods.

		Grado de institucionalidad involucrada			
		Bajo	Medio bajo	Medio alto	Alto
Grado de cooperación involucrado	Alto	"London Gold Pool" y "two-tier gold market"	BIS como foro al devaluar la libra (1967) y para intervenir en eurocurrency markets	"General Arrangements to Borrow"; "Basle Group Arrangements" y "Basle Agreements"	Special Drawing Rights
	Medio alto	-	-	Red de swaps entre bancos centrales	-
	Medio bajo	-	-	Interest Equalization tax; Operation twist; Roosa bonds	-
	Bajo	Presión militar a Alemania y otros europeos	-	-	-

Fuente: elaboración propia.

Nota: el “Grado de institucionalidad involucrada” refiere básicamente a si había documentos escritos y públicos que respaldaran la acción.

El bienio final de Bretton Woods sumergió a Estados Unidos en una carrera entre la inflación y la competitividad de la economía (lado real) sumada a la sostenibilidad de la convertibilidad con el oro (lado monetario). Si bien se arrastraba inflación de años previos por la expansión fiscal para

gasto militar, en 1971 se sumó el primer shock petrolero, que le dio el golpe de gracia a la “gold window” (ventanilla de convertibilidad oro-dólar).

En términos más generales, la administración Nixon (que asumió en ene-69) inauguró un período de relaciones monetarias poco cooperativas, unilateralismo, de recupero de independencia desde Estados Unidos y de primacía del secretario del Tesoro (para el resto, ministro de economía/finanzas) por sobre el banquero central en términos de protagonismo en la cooperación monetaria. La interrupción de la convertibilidad con el oro fue la muestra: James (1996) cuenta el intercambio entre el entonces presidente de la FED Arthur Burns (en contra de abandonar la convertibilidad) y el secretario del Tesoro, John Connally: “*To Burns’ arguments, Connally replied: “So the other countries don’t like it. So what?”; and when Burns added that they might retaliate, “Let ‘em. What can they do?”*” (pág. 219).

4.4. Conclusiones

Recapitulando, pueden extraerse algunas conclusiones sobre las características de Bretton Woods y por qué se derrumbó. La explicación convencional apunta al dilema de Triffin explicado anteriormente. Sin embargo, según McKinnon (1993), las reglas del sistema eran totalmente compatibles con una no-convertibilidad entre dólar y oro, motivo por el cual aún luego de 1971 el sistema se podría haber prolongado. Lo que es más, la regla de entregar oro a cambio de dólares fue más una manera de imponer prudencia monetaria a Estados Unidos, que de todos modos no practicó. Sin esa regla se hubiera evitado la corrida porque no había valor de paridad que defender. Más bien, según el autor, si esa regla se rompió fue por la “esquizofrenia” de virar entre los objetivos contrapuestos de respetar la convertibilidad y proveer la liquidez necesaria. En ausencia de esa regla, el sistema podría haber seguido funcionando como lo venía haciendo hasta mediados de la década del ‘60, precisamente cuando comenzaron las dudas sobre la sostenibilidad de la convertibilidad. Por lo tanto, concluye el autor, la flotación generalizada de las monedas que sobrevino en 1973 debe entenderse como una consecuencia del manejo monetario estadounidense antes que por fallas de diseño estructurales del sistema. Otros autores (Bordo, Monnet, & Naef, 2017) coinciden en este punto; incluso se ha revisado el concepto del dilema de Triffin como un obstáculo estructural a un orden monetario (Bordo & McCauley, 2017) y de hecho se ha señalado un escrito de la época que ya reinterpretaba en este sentido las reglas del orden de Bretton Woods previo a su caída (Despres, Kindleberger, & Salant, 1966).

En términos de la relación entre el orden monetario y la cooperación alcanzada, podría decirse que más bien Bretton Woods duró lo que duró gracias a la cooperación monetaria en lugar de haberse

derrumbado por falta de ella. Fue el orden monetario que vio más intensidad y variedad de cooperación monetaria. El rol del BIS en este escenario fue creciente hasta el derrumbe del orden³⁶, con el hito de haber puesto en marcha la convertibilidad en cuenta corriente en Europa (EPU) y luego haber servido como foro para el acuerdo de las medidas cooperativas que se desplegaron para mantener las paridades. Lo que evidenció la caída del orden fue que no alcanza únicamente con cooperación entre banqueros centrales para sostener el sistema si el entorno político inhibe cambios económicos de otra índole (Eichengreen, 1996). Esta es una reflexión que toma validez actual tras la crisis financiera global.



³⁶ Según el banquero central italiano entre 1960 y 1975, Guido Carli, el BIS fue durante los '60 "*the brain trust of the [Bretton Woods] system. Its influence was as discreet as it was enormous*" (Toniolo, 2005, pág. 485).

5. La cooperación monetaria durante post-Bretton Woods

“...international monetary cooperation, like passionate love, is a good thing but difficult to sustain.”

Benjamin J. Cohen (Cohen, 1995b, pág. 256).

“The post-Bretton Woods international monetary system does not seem to provide an effective anchor for monetary and financial stability, nor does it seem to have the capacity to keep the expansion of finance proportionate to the needs of the real economy.”

Jaime Caruana (2014e, pág. 1), gerente general del BIS desde 2009 hasta 2017.

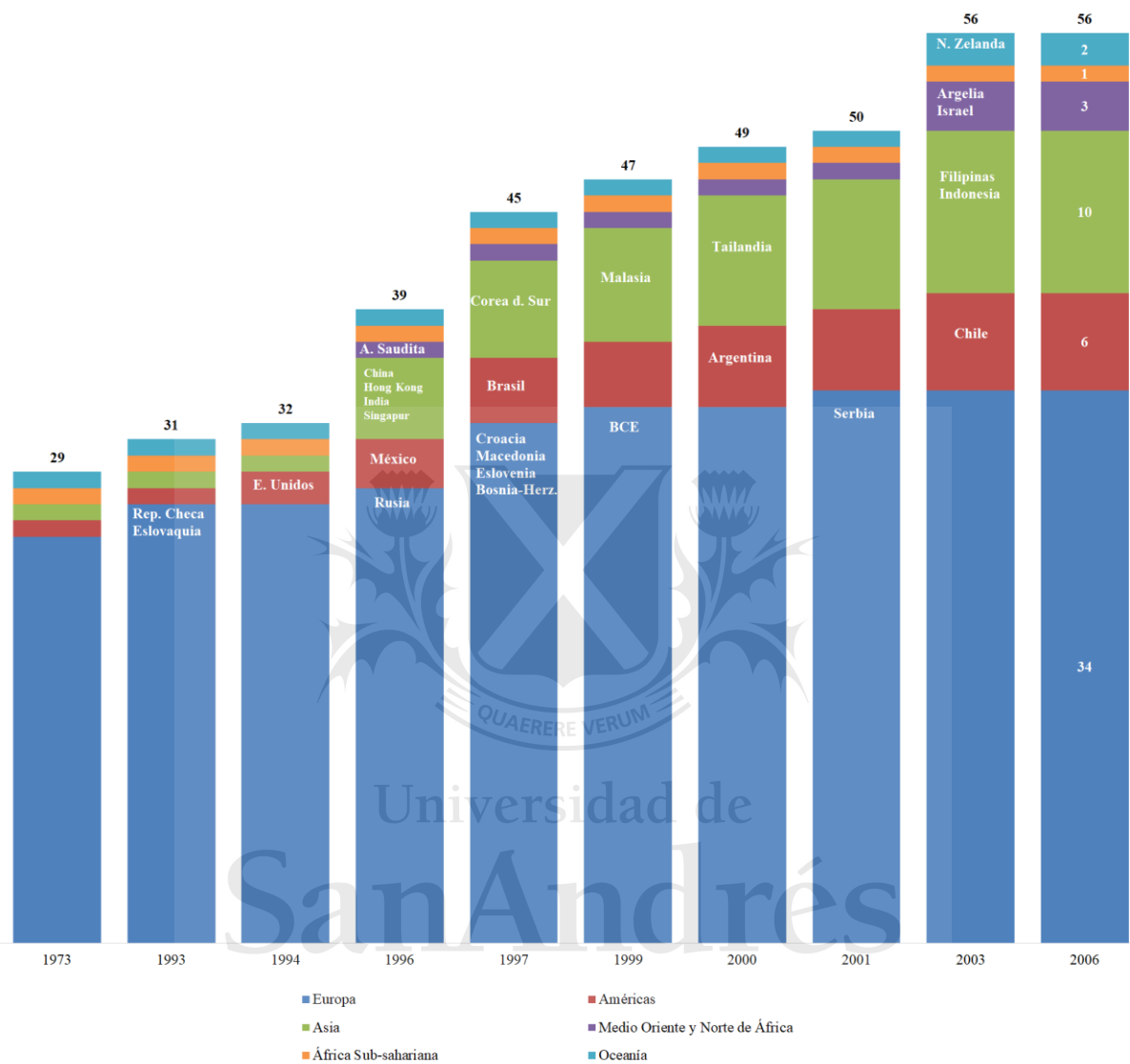
Al igual que al inicio de capítulos previos, se ofrece un resumen de las reglas de juego y de la cooperación monetaria tanto en el marco del BIS como en otros ámbitos para el orden de post-Bretton Woods (Tabla 7). La variedad de herramientas y de ámbitos de cooperación monetaria, así como sus diferencias y el rol particular del BIS en este proceso, se profundizarán a lo largo del capítulo. Por otra parte, el Gráfico 7 muestra las incorporaciones al BIS a lo largo de este período, con un notable proceso de globalización de la institución a partir de la década del '90 (sin incorporaciones antes), sobre todo para los continentes asiático y americano. Por último, la Tabla 8 exhibe las financiaciones otorgadas: a fines de los '70 destinadas a apuntalar a la libra esterlina (una continuación de Bretton Woods) y luego durante los '80 y '90 ya exclusivamente préstamos a países en desarrollo y con capital del propio BIS, en muchos casos como “puente” en el marco de programas con el FMI.

Tabla 7. Reglas de juego y resumen de cooperación durante post-Bretton Woods.

Orden monetario internacional	Reglas del juego					Cooperación monetaria	
	Moneda dominante	Regla de convertibilidad	Movilidad de capitales	Ancla de precios	Rol de la política macro doméstica	Fuera del BIS	En el BIS
Post-Bretton Woods	Dólar	Ninguna en países avanzados (tipos de cambio flexibles), pero sí intervención con bandas de flotación informales en los '80s y '90s	Alta y creciente	Regla de Taylor	Sin restricciones institucionales para objetivos domésticos, pero sí restricción de mercado: la UIP	<ul style="list-style-type: none"> - Intervenciones coordinadas en el mercado de cambios (hitos: acuerdos Plaza 1985 y Louvre 1987). - Actor más relevante: antes (durante BW), banqueros centrales; ahora, ministro de finanzas; en post-BW tardío ('90s en adelante), tecnócratas. - Se profundiza la integración de Europa (creación del euro) y se abren otros espacios regionales ("Regional Financial Arrangements", RFA) como el AMF y el FLAR. - Creación del G20 y el FSF (luego de 2009, FSB) tras las crisis en emergentes. 	<ul style="list-style-type: none"> - Creación de los Comités BCBS en 1974, CPMI en 1990 y IFC en 2006. - Otorgamiento de préstamos propios (con riesgo de crédito) y puente (para un posterior préstamo del FMI) a emergentes. - Agenda de regulación y supervisión financiera a través del BCBS. - Regulación como requisitos micro, no como elemento macro para reducir movilidad de capitales. - Productos más relevantes: "Principios de Supervisión" y Basilea I y II.

Fuente: elaboración propia, con elementos de McKinnon (1993) y de Borio y Toniolo (2006).

Gráfico 7. Nuevos miembros del BIS por año durante post-Bretton Woods.



Fuente: elaboración propia en base a Toniolo (2005) y web del BIS.

Nota: Dentro de cada columna se muestran en blanco los nuevos miembros ese año. En el eje de abscisas se muestra el inicio y fin del orden monetario correspondiente; para años intermedios se muestran sólo aquellos años en los que hubo incorporaciones. Desde 2001 está en revisión la incorporación de Montenegro.

Tabla 8. Financiamientos del BIS por año durante post-Bretton Woods.

Año	País rescatado	Monto	Moneda	Otorgado por el BIS	Observaciones
1973 - 1975					
1976	Reino Unido	5.300.000.000	Dólares	X	También contribuyeron los bancos centrales del G10.
1977	Reino Unido (Third Sterling Arrangement)	3.000.000.000	Dólares		Provisto por 7 de los 10 bancos centrales del G10.
1978 - 1981					
1982	Hungría	510.000.000	Dólares	X	
	México	925.000.000	Dólares	X	Otro monto equivalente es aportado por el FMI en un stand-by.
	Brasil	1.450.000.000	Dólares	X	Es préstamo "puente".
1983	Argentina	500.000.000	Dólares	X	
	Yugoslavia	500.000.000	Dólares	X	
1984 - 1985					
1986	México	400.000.000	Dólares	X	En el marco de un préstamo total por USD 1.100 millones.
	Nigeria	176.000.000	Dólares	X	En el marco de un préstamo total por USD 250 millones.
1987	Argentina	275.000.000	Dólares	X	Es en el marco de un segundo préstamo "puente" por USD 500 millones.
1988	Yugoslavia	200.000.000	Dólares	X	Es en el marco de un préstamo "puente" por USD 250 millones.
	Brasil	250.000.000	Dólares	X	Es en el marco de un préstamo "puente" por USD 500 millones.
	Argentina	190.500.000	Dólares	X	Es en el marco de un préstamo "puente" por USD 500 millones.
1989	México	700.000.000	Dólares	X	Es en el marco de un préstamo de corto plazo por USD 2.000 millones.
	Polonia	300.000.000	Dólares	X	Es en el marco de un préstamo de corto plazo por USD 500 millones.
1990	Venezuela	296.000.000	Dólares	X	Es en el marco de un préstamo por USD 400 millones.
	Hungría	260.000.000	Dólares	X	Es en el marco de un préstamo por USD 300 millones.
	Guyana	133.500.000	Dólares	X	Es en el marco de un préstamo por USD 178 millones.
1991	Rumania	260.000.000	Dólares	X	Es en el marco de un préstamo por USD 300 millones.
	Rumania	145.000.000	ECU	X	Es en el marco de un préstamo puente por ECU 300 millones.
1992 - 1994					
1995	México	10.000.000.000	Dólares	X	Es una facilidad de corto plazo.
	Argentina	1.000.000.000	Dólares	X	Es un préstamo puente.
1996 - 1997					
1998	Brasil	13.280.000.000	Dólares	X	Es un préstamo standby.
1999 - 2006					

Fuente: elaboración propia en base a Toniolo (2005) e informes anuales del BIS.

5.1. La transición hacia post-Bretton Woods

El cierre de la ventanilla de oro en ago-71 fue la crónica de la muerte anunciada de Bretton Woods. Desde el año previo se había intensificado la conversión a oro de balances desde Europa, con Bélgica y Holanda acelerando en 1970, luego sumándose Alemania, más tarde Francia y llegando último el Reino Unido. En los meses previos, ante la avalancha de dólares, Alemania había dejado flotar parcialmente su moneda y lo mismo hicieron Bélgica, Austria, Holanda y Suiza (Bordo, 2017).

De un sistema reglado se pasó a uno más caótico, con soluciones ad-hoc y una gestión más personal y discrecional de la política económica, así como de la cooperación. Si los problemas de Bretton Woods habían sido “*Liquidity, confidence and adjustment*” (Bordo & Redish, 2013) (James, 1996), la solución de post-Bretton Woods consistió en privatizar a los primeros dos y una mixtura para el tercero de deuda (más en los casos de países del tercer mundo) y política económica, crucialmente la fiscal. Respecto de la liquidez, la anterior regla de respaldo monetario se reemplazó por lo que los privados consideraban que eran las necesidades de liquidez para la economía real y financiera. También se privatizó el agente depositario de confianza para sostener el sistema: si antes eran los bancos centrales, ahora pasaron a ser los bancos privados, sobre todo los internacionalmente activos, al transportar capitales de un lugar a otro del planeta de manera segura y eficiente.

Con la inconvertibilidad del dólar sobrevino también un impuesto a la importación de 10% en Estados Unidos, que resultó ser menos una política genuina que una herramienta de negociación para llamar a un acuerdo y que la devaluación del dólar se hiciera de manera ordenada y a conveniencia de Estados Unidos. En dic-71 se reunieron las potencias en Washington y firmaron el “Smithsonian Agreement”: el dólar se devaluó un 8,6% (de USD 35 a USD 38 la onza de oro), mientras que las restantes monedas se revaluaron: un 7,5% la lira italiana, 8,6% el franco y la libra, 13,6% el marco y 16,9% el yen (Sterling-Folker, 2002) (Toniolo, 2005). Las nuevas paridades, acompañadas de nuevas bandas de flotación de 2,25% en lugar de 1%, no alcanzaron para mostrar seguridad a los mercados. Los siguientes 14 meses vieron un esfuerzo (más europeo que norteamericano) vano de los banqueros centrales, nuevas conversaciones en el BIS³⁷ y una nueva devaluación del dólar de 10%. Sin embargo, el problema seguía siendo la política monetaria y fiscal de Estados Unidos. La gota que rebalsó el vaso llegó en mar-73 cuando el Bundesbank se vio obligado a comprar USD 2.700 millones para evitar apreciar la moneda (Toniolo, 2005). A las dos

³⁷ Cooper (2006) vuelve a rescatar (ver nota al pie 32) que las conversaciones en Basilea habían servido para anticipar la magnitud de devaluación del dólar, más un gesto de relación entre banqueros centrales que una política fehaciente para mantener las paridades.

semanas, toda Europa flotó contra el dólar y murió el último componente de Bretton Woods que quedaba vivo, los tipos de cambio ajustables.

Es llamativo que, para los policy-makers, la flotación no era aún un nuevo orden sino “*a temporary departure from normality*” (Solomon, 1982, pág. 334). En un principio, hasta prosiguieron las negociaciones en el directorio del FMI por una reforma estructural (se lo llamó el comité de los 20, C20) que había impulsado Estados Unidos antes de que Europa comenzara a flotar. Pero rápidamente las expectativas se acomodaron a un Estados Unidos que ejercía un cada vez más desinteresado *benign neglect* de su política monetaria y cambiaria. A partir de mar-73 había recuperado la soberanía monetaria, librándose de la responsabilidad de anclar el nivel de precios –en contraste con Bretton Woods– pero manteniendo aún fronteras financieras totalmente abiertas. Para los restantes países, la regla pasó a ser no fijar una paridad con el dólar en el largo plazo y suavizar la volatilidad en el corto, con reservas en bonos del tesoro de Estados Unidos y dólares líquidos para intervenir en el mercado de cambios (McKinnon, 1993).

5.2. Volatilidad del dólar y *benign neglect*

En el plano político, la cooperación monetaria ya venía siendo gestionada por los ministros de finanzas en lugar de los banqueros centrales, pero esa tendencia se confirmó con la creación de G5 (Francia, Alemania, Japón, Reino Unido y Estados Unidos) en 1975 y se mantuvo con la ampliación a G7 (sumándose Italia y Canadá) 10 años más tarde. Durante los primeros dos años del régimen de post-Bretton Woods, entre 1973 y 1975, la paridad dólar-marco fluctuó enormemente y sin embargo Estados Unidos intervino solo 2 veces para estabilizarla, en jul-73 y en feb-75 (Sterling-Folker, 2002). La poca cooperación monetaria que se seguía reconociendo como válida eran ese tipo de intervenciones cambiarias, pero la administración Nixon (y luego también la de Ford) no quería aplicar un target de tipo de cambio en un contexto de fuertes shocks petroleros que podían tener impactos en la cuenta corriente y desalinearse rápidamente ese target. Para la cumbre de Rambouillet (nov-75), nadie esperaba ya una vuelta al orden de las paridades y se reconoció formalmente el sistema de tipos de cambio flotantes. Pero, así como no había sido definido el “*fundamental disequilibrium*” durante Bretton Woods, tampoco se distinguió ahora “*appropriate management*” de “*manipulation*” del tipo de cambio, siendo que la primera circunstancia sí justificaba intervención y la segunda no, según lo acordado por los países. La línea entre éstas dos era la credibilidad de la política, que en ese contexto se traducía en cuánto se podía convencer a los mercados antes de que hicieran tambalear la paridad. En ese sentido, el sector privado se volvió el árbitro de los tipos de

cambio a través del canal financiero, una tendencia que no sólo se delineaba al final de Bretton Woods sino que fue parte constitutiva de su caída.

La volatilidad de las paridades siguió por los siguientes 10 años hasta 1985, si bien con mayores esfuerzos al intervenir y con ciclos más largos, a grandes rasgos depreciándose hasta sep-80 y apreciándose desde entonces hasta mar-85 (ver Gráfico 8). A partir de 1977 se radicalizó la diplomacia del dólar, pasando de un desinterés a una presión a Alemania y Japón para que adoptaran programas de estímulo económico que apreciaran el marco y el yen. Luego, las propias amenazas de debilitar al dólar surtieron efecto y los flujos de capitales privados hicieron el trabajo: el dólar se depreció y el Bundesbank tuvo que redoblar los esfuerzos en esterilizar las entradas: se duplicó la línea de swaps con la FED y se pasó de intervenciones por 2.000 millones de marcos trimestrales durante los primeros tres trimestres de 1977 a 17.000 millones en los dos trimestres siguientes (Eichengreen, 1996).

Gráfico 8. Tipo de cambio real del dólar vs países seleccionados.

Índice con base mar-73=100, promedio ponderado por el comercio con zona euro, Canadá, Japón, México, China, Reino Unido, Taiwán, Corea del Sur, Singapur, Hong Kong, Malasia, Brasil, Suiza, Tailandia, Filipinas, Australia, Indonesia, India, Israel, Arabia Saudita, Rusia, Suecia, Argentina, Venezuela, Chile y Colombia.



Fuente: elaboración propia en base a Federal Reserve Economic Data (FRED), serie [TWEXBPA].

La apreciación acumulada en años previos impidió a Alemania y Japón aplicar política monetaria expansiva tras el segundo shock petrolero en 1979. Ya en 1980, al sentirse el impacto, la combinación entre política fiscal contractiva en estos dos países y política monetaria contractiva en Estados Unidos (bajo el mando de Paul Volcker) revirtió rápidamente el dólar débil, que se apreció 70% desde 1980 hasta principios de 1985 (Sterling-Folker, 2002). Ese fortalecimiento del dólar

contribuyó al largo ciclo de déficit en cuenta corriente que Estados Unidos inició en aquel entonces y arrastró hasta la crisis de 2007-8. Paralelamente, al iniciarse la década del '80, otro componente del viejo orden monetario aceleraba su desaparición: los controles de capitales. Para Alemania y Japón, los controles habían sido la herramienta para moderar la apreciación de sus monedas, pero la ola desregulatoria y las fronteras cada vez más difusas de los capitales internacionales terminaron de anular esa opción. Estos dos factores congeniaron para llegar a 1985 con la urgente necesidad de debilitar nuevamente el dólar³⁸.

El tercer factor en pos de este proceso político tendiente a depreciar el dólar fue la actitud del Congreso norteamericano, que amenazó con emitir una serie de leyes para apuntalar la competitividad (Eichengreen, 1996) (James, 1996), tendientes a aumentar la protección comercial e incidir en el esquema cambiario. Tal circunstancia ponía en peligro el plan de liberalización de Ronald Reagan e implicaría además el no acceso (o el acceso en condiciones desventajosas) de las exportaciones de Japón y Europa al mercado estadounidense.

5.3. Intervención cambiaria coordinada: acuerdos Plaza (1985) y Louvre (1987)

Así es como Baker, Secretario del Tesoro ingresante luego de Regan, se plegó a la voz europea durante la Conferencia de Londres (1984) de tomar medidas para estabilizar los tipos de cambio. Además, Europa pedía implementar sistemas de vigilancia, definir mecanismos de provisión de liquidez entre países y definir también el rol del FMI. El Acuerdo Plaza de septiembre de 1985 fue un intento, principalmente, por estabilizar los tipos de cambio, único problema que podía preocupar a Estados Unidos. Sin embargo, también incorporó los restantes elementos: incluyó una mención a la “supervisión multilateral” y un desarrollo de un “enfoque de indicadores” que sirvieran como guía de los tipos de cambio óptimos. Tal fue, en conjunto, la llamada “Plaza Strategy”. En los hechos, tanto antes como después del Acuerdo Plaza, Estados Unidos utilizó su palanca política/diplomática para apuntar a los tipos de cambio con los que cada administración se sintiera cómoda. No había tal cosa como un target basado en datos o un consenso genuino para llevar a cabo las intervenciones de cambios coordinadas (Sterling-Folker, 2002).

El total de intervención acordada por el G5 en el Acuerdo Plaza fue de USD 16 mil millones en dólares, marcos y yenes, durante seis semanas comenzando en septiembre. Se apuntó a bandas de 2,54-2,59 para la paridad dólar-marco y 214-218 para la paridad dólar-yen. Las proporciones de

³⁸ Sterling-Folker (2002, pág. 148) atribuye al entonces Presidente de la FED de Nueva York, Charles Coombs, la expresión “roller coaster progress”, refiriéndose a la volatilidad del tipo de cambio real del dólar frente a sus socios.

intervención acordadas fueron de 30% para Estados Unidos, 25% Alemania, 30% Japón, 10% Francia y 5% Reino Unido. Pero, nuevamente, lo que había comenzado con el objetivo de depreciar al dólar, generó una sobre-reacción del mercado y la divisa estadounidense perdió el 40% de su valor durante un año. El nuevo desbalance motivó otra negociación multilateral al cabo de dos años, esta vez para recuperar parcialmente el dólar, el Acuerdo Louvre de Febrero de 1987³⁹.

Del análisis de los 17 episodios de intervenciones coordinadas entre 1985 y 1991 –principalmente compras de dólares en 1987 y ventas de dólares entre fines de 1988 y 1990– se extrae que las mismas fueron efectivas las más de las veces (Dominguez & Frankel, 1993) (Catte, Galli, & Rebecchini, 1992). Sin embargo, lo fueron en el sentido de lograr objetivos de muy corto plazo, que tenían que ser modificados (y en algunos casos, renegociados) continuamente. Las idas y vueltas políticas y la alta y persistente volatilidad de las paridades motivaron el descreimiento en la búsqueda de targets de tipo de cambio⁴⁰, lo que llevó a la nueva administración de Estados Unidos de 1989 a poner fin a las negociaciones de bandas cambiarias en G7. A tono con el cambio, James Baker era reemplazado como Secretario del Tesoro por Nicholas Brady, de un espíritu internacionalista considerablemente más atenuado.

Al iniciarse la década del '90, la cooperación monetaria dio un nuevo vuelco de carácter. Si con el fin de Bretton Woods se pasó la antorcha de banqueros centrales a ministros de finanzas, ahora la posta era para los técnicos/burócratas. Según James,

“Cooperation now moved away from the overemphasis of 1986-87 of the high level political participants in the international negotiations on exchange rate, intervention and monetary means of stabilizing exchange rates, and toward a concentration by more technocratic policymakers on policy fundamentals: fiscal adjustment and “structural” reforms (market opening and the liberalization of the financial sector)”
(1996, pág. 458).

³⁹ Para entonces, la negociación se había ampliado a G7 en lugar de G5, con Italia y Canadá sumándose luego del Acuerdo Plaza. Los centros de bandas enunciados como target en Louvre, si se comparan con los del Acuerdo Plaza, dan cuenta de la volatilidad de las principales paridades del sistema durante la época. Para la paridad dólar-marco el centro era 1,825 y para dólar-yen, de 153,5. Además, se acordaron bandas de +/- 2,5%, dentro de las cuales la intervención sería voluntaria; y bandas de +/- 5%, para las cuales se intensificaría la necesidad de intervención, llegando a ser obligatoria la consulta multilateral si los tipos de cambio se alejaban más del 5% del objetivo. Esta vez, el poder de fuego se redujo a USD 4 mil millones de intervención, a repartirse en partes iguales entre Estados Unidos, Alemania y Japón (Sterling-Folker, 2002).

⁴⁰ El comentario de Bordo al trabajo de Simmons (2006) es un ejemplo de la visión negativa sobre las intervenciones coordinadas en el mercado de cambios, varios años después de que cayeran en desuso.

El set de herramientas de cooperación monetaria se había acotado con el cambio de aire político que trajo el quiebre de Bretton Woods. A su vez, el orden de post-Bretton Woods inauguró problemas económicos en alguna medida nuevos, que requirieron de soluciones domésticas, como la estanflación, el fuerte aumento de la competencia internacional en bienes y servicios y la búsqueda de competitividad mediante reformas en el mercado de trabajo, entre otros. Tanto esos problemas como los monetarios/cambiaros, en su concepción y en la manera de afrontarlos, salieron de la órbita de soluciones políticas, que no se juzgaban ya mejores o más deseables que las de mercado. Ese fue el contexto en el que la cooperación entre potencias con fines de estabilidad monetaria cayó en declive.

5.4. Tres tendencias: regionalización, globalización y la agenda de regulación y supervisión financiera

Paralelamente, a medida que avanzó el orden de post-Bretton Woods, tres tendencias se consolidaron. La primera es la regionalización de la cooperación monetaria, de la que Europa es el caso paradigmático, pero no el único. La segunda es la profundización de la cooperación por motivos de estabilidad financiera, que tomó la forma de “standard-setting bodies” (SSB). Esto es, instituciones encargadas del diseño de reglas de juego del sistema financiero tales que minimicen la probabilidad de ocurrencia de eventos disruptivos. Esta agenda pasó principalmente por el BCBS (ver sección “Breve historia del BIS y sus particularidades como foro de cooperación”). La tercera tendencia refiere a la globalización del sistema financiero, fenómeno que profundizó las necesidades de cooperación entre países al proliferar tanto las interacciones entre sus sistemas financieros como la cantidad de “bancos internacionalmente activos” (bancos con presencia relevante en dos o más países). A continuación, se repasa cada tendencia por separado.

Respecto de la creación de foros o instituciones multilaterales en el ámbito regional, las hay de distintos tipos según las necesidades, la relación política/diplomática entre los países involucrados y el balance de poder entre ellos. Las instituciones de cooperación monetaria regional han recibido el nombre de “Regional Financing Arrangements” (RFA). La primera en crearse fue el “Arab Monetary Fund” en 1976, en buena medida como un destino de los fondos captados por el superávit externo de los países petroleros⁴¹. La motivación política fue utilizar esos fondos para volcarlos a países vecinos con dificultades de balanza de pagos y así hacer “institution building” (Fritz &

⁴¹ Miembros: Argelia, Bahrein, Comoras, Yibuti, Egipto, Irak, Jordania, Kuwait, Líbano, Libia, Mauricio, Marruecos, Omán, Cisjordania (“Banco Oeste y Gaza”), Qatar, Arabia Saudita, Somalia, Sudán, Siria, Túnez, Emiratos Árabes Unidos y Yemen.

Mühlich, 2019). El segundo en crearse, apenas 2 años después en 1978, fue el “Fondo Andino de Reservas”, que se convirtió en “Fondo Latinoamericano de Reservas” (FLAR) en 1991⁴². La motivación en este caso fue más típica de a lo que apunta un RFA, compartir las reservas disponibles para moderar el impacto de los flujos financieros en un contexto de mayor movilidad y apertura de capitales.

Estas instituciones comparten dos rasgos interesantes. El primero es que están formadas por países medianos y chicos que, en muchos casos, han tenido que acudir alguna vez al FMI para ayuda financiera por dificultades en la balanza de pagos. En este sentido, los RFA son una alternativa a un programa del Fondo, con un sentido de cercanía y de objetivos comunes compartidos. En general, los RFA los componen países con algún grado de integración financiera, de modo que, si hay problemas en uno, se replica en el resto. Si bien el AMF tiene una composición de tamaños más heterogéneos (un país grande, Arabia Saudita, y muchos países chicos), esto es válido para los dos RFAs creados a fines de los '70. El segundo rasgo que comparten, vinculado con el primero, es la no-condicionalidad y la no-necesidad de intervención del FMI cuando un país solicita financiamiento. Por otro lado, cada RFA también tiene sus particularidades, tanto en términos de derechos de votos como de otros objetivos secundarios. Entre estos últimos se destacan la armonización de políticas monetarias y financieras en el caso del FLAR y la integración económica en el caso del AMF.

El tercer RFA en crearse fue europeo. Dado el camino particular de Europa en su proceso de integración, la “European Balance of Payments Assistance Facility” (EU BoP Facility) en verdad debe ubicarse como un elemento más, en una agenda muy amplia. Se creó en 1988, pero tras la puesta en funcionamiento del euro, en 2002 se pasó a destinar exclusivamente a no-miembros de la Unión Monetaria. Como los anteriores RFA, apunta a financiar desequilibrios transitorios de la balanza de pagos con una menor condicionalidad y mayor expedición que los programas del Fondo. La EU BoP Facility era en verdad sucesora de otros dos programas de la Comunidad Europea creados durante los '70⁴³. Estos programas originales eran algo parecido a un RFA, si bien con un componente también de mediano plazo. En verdad, el diseño de este mecanismo fue una herramienta política para capear las turbulencias financieras de los '70 sin acudir al FMI (Di Mauro

⁴² Miembros: Bolivia, Colombia, Costa Rica, Ecuador, Paraguay, Perú, Uruguay y Venezuela.

⁴³ Estos fueron el “Medium Term Financial Assistance Facility” de 1971 y el “Community Loan Mechanism” de 1975. Este segundo programa, de hecho, surgió en respuesta al severo impacto que la crisis del petróleo tuvo en Europa, instrumentando una emisión de bonos a nombre de la Comunidad Europea en su conjunto. El BIS sirvió como agente de colocación (Horn, Meyer, & Trebesch, 2020).

& Zettelmeyer, 2017), dominado por Estados Unidos, con quien las relaciones diplomáticas tuvieron idas y vueltas durante los '70s y '80s.

Más allá del desarrollo puntual de este RFA, el caso europeo es más bien uno en el que la integración monetaria es parte de la económica, que a su vez es parte de la política, con una variedad de diferencias respecto de todos los restantes casos de cooperación monetaria regional, que lo hacen único. Ya en época de Bretton Woods, en 1964, los banqueros centrales europeos habían creado un comité específico en el marco del BIS, que sirvió de base para el camino de integración monetaria⁴⁴ (BIS, 2018c). Pero ese camino se aceleró con el quiebre de Bretton Woods. Según Bordo y Redish (2013), el caso europeo marca un contraste con la tendencia global: el orden de post-Bretton Woods, comparado con su antecesor, se ha caracterizado por ser menos ordenado, en el sentido de menos contenido por reglas de juego acordadas entre las potencias según las cuales se identifique a la estabilidad monetaria y financiera como medio para alcanzar el crecimiento. Así, aunque a comienzos de los '70 el mundo se pobló de regímenes de tipo de cambio flexible, al interior de Europa se prosiguió el intento de contener esas variaciones. De acuerdo con el Smithsonian Agreement de 1971, se habían acordado bandas de +/- 2,25% –denominadas “snake in the tunnel”–, pero tres fenómenos atentaron contra su sustentabilidad. Por una parte, el comportamiento de Estados Unidos le dio alta volatilidad al dólar, tal lo explicado anteriormente. Segundo, los shocks petroleros fueron shocks exógenos que sacudieron fuertemente las monedas y complicaron defender las paridades elegidas. Pero además de esos dos factores, las diferencias al interior de Europa se plasmaron a principios de 1973 con las posiciones encontradas respecto de las incorporaciones a la Comunidad Europea de Dinamarca, Irlanda y el Reino Unido (que finalmente se llevaron a cabo). Ese mismo año se abandonó el mecanismo con bandas fijas “snake in the tunnel” y se lo reemplazó por “snake in the lake”, con mayor espacio para movilidad cambiaria y sin bandas formales preestablecidas (Eichengreen, 1996). A su vez, con el cambio de régimen vino la necesidad de gestionar ese sistema algo laxo de paridades contenidas, motivo por el cual se firmó, también en 1973, el European Monetary Cooperation Fund (EMCF). Era una continuación del comité creado en 1964 y, como tal, aún contaba con los servicios del BIS como host y como agente de compensación.

El siguiente paso fue crear el European Monetary System (EMS) en 1979, con el objetivo de mejorar las herramientas para mantener las paridades. Se mejoraron las facilidades de crédito entre europeos y se definió la European Currency Unit (ECU) como una unidad de medida de reservas

⁴⁴ “Committee of the Governors of the Central Banks of the Member States of the European Economic Community”, conocido también como “Committee of Governors”.

compuesta por la canasta de monedas de los firmantes, que sería luego reemplazada por la moneda común (el euro). En los hechos, se avanzaba más lento de lo deseado (por algunos) en el camino de integración monetaria por la renuencia alemana comprometer su estabilidad con posibles salvatajes a monedas débiles. Francia, como contracara, pretendía que el esquema de integración contemplara alguna previsión para que el marco se apreciara ante persistentes superávits externos alemanes. La comparación con la negociación entre Reino Unido y Estados Unidos al finalizar la Segunda Guerra Mundial es evidente (Eichengreen, 1996).

Durante los primeros 4 años del EMS (1979 a 1983) se devaluó en promedio alguna moneda una vez cada 8 meses, excluyendo al marco. Durante los siguientes 4 años, ese ritmo se redujo a la mitad y de a poco las monedas fueron convergiendo, evitándose exitosamente las devaluaciones competitivas (i.e., devaluaciones por encima de la inflación acumulada). Hacia 1990 se habían acumulado casi 4 años sin devaluación alguna, acudiendo a las facilidades de crédito europeas y a disciplina monetaria para defender los tipos de cambio. La rigidez del llamado “Exchange Rate Mechanism” (i.e., la gestión de esas paridades) reflejaba la búsqueda alemana de conseguir el sostén económico para llevar a cabo la integración monetaria y exportar la estabilidad del marco al resto de Europa. Sin embargo, el ruido financiero por la unificación alemana (1989) se combinó con las rigideces competitivas y desató una puja política para lograr el espacio fiscal para implementar medidas expansivas sosteniendo simultáneamente el tipo de cambio, o buscando la venia de los vecinos para depreciarlo.

Desde 1990 hasta 1993 convivieron la puja política por dar aire a las paridades y la negociación por avanzar en la integración monetaria. La integración ganó *momentum* luego de publicarse en 1989 el informe del Comité Delors, que recomendaba la unificación monetaria en el plazo de 10 años. Esta edición tenía varios informes antecedentes en la misma línea, que simplemente no habían encontrado a Europa con la suficiente sincronía política. Sin embargo, también había diferencias entre el informe Delors y sus antecesores. Estas diferencias se concentraban crucialmente en cuándo eliminar definitivamente los controles de capitales, si habría algún grado de cesión en la soberanía presupuestaria/fiscal y cómo sería el diseño institucional de la integración. Según el Comité Delors, los controles se eliminarían al inicio del proceso, no habría integración fiscal y se crearía un banco central único. Esto contrastaba, por ejemplo, con lo que había propuesto el Informe Werner (1970), que era más similar a una confederación de bancos centrales y contemplaba la unión fiscal gradual (Eichengreen, 1996). Con el empuje político, el Tratado de Maastricht se negoció en 1991 y se firmó al siguiente año, acordando la creación de la moneda común y del European Monetary Institute (EMI), que sería la transición hacia el European Central Bank (ECB, o BCE en castellano).

Mientras tanto, las políticas expansivas implementadas para salir de la fuerte recesión que implicó la incertidumbre por la caída de la Unión Soviética seguían poniendo presión al tipo de cambio. En jul-93, ante la falta de alternativas políticas, se eligió como solución de compromiso una última licencia cambiaria para que Francia no se fuera del EMS y corrigiera su tipo de cambio: se ampliaron las bandas a +/- 15%⁴⁵.

Saliendo de la primera tendencia, la regionalización, nos adentramos en la segunda tendencia del patrón de post-Bretton Woods, la globalización de la actividad financiera. Claessens y van Horen (2014), entre otros estudios, documentan este proceso con métricas diversas que dan cuenta de la expansión de la actividad internacional de los bancos⁴⁶. Con esta expansión se aceleraron también la necesidad de cooperar entre autoridades y la dependencia de cada país receptor de bancos (“host”) de las condiciones monetarias y financieras de los grandes centros financieros que exportaban esos servicios (“home”).

Algunos indicadores básicos refieren a la cantidad de bancos extranjeros en cada país/región host. Considerando el total mundial, en 1995 el 21% de los bancos eran subsidiarias operando de manera internacional; hacia 2007, eran el 34%. La diferencia es explicada por la expansión de estos servicios en regiones de economías emergentes. En América Latina el 28% de los bancos eran extranjeros en 1995, llegando al 41% en 2007. Para Europa del Este y Asia Central, eran el 15% en 1995 y el 45% en 2007; para Asia del Este y Pacífico, eran el 18% en 1995 y el 23% en 2007; para Medio Oriente y Norte de África, el 20% en 1995 y 37% en 2007. Para toda la serie con datos, desde 1995 hasta 2007 la entrada neta de subsidiarias a otros países (aperturas de subsidiarias menos cierre de subsidiarias) fue positiva, por diferencias desde aproximadamente 30 hasta 100 bancos por año.

Además de la presencia física de bancos en los países host, la otra modalidad importante de expansión internacional de la actividad bancaria fueron los flujos de capitales cross-border. La compilación del BIS que se extiende hasta la actualidad no está disponible con anterioridad a 2005, sin embargo, recurriendo a los informes anuales del BIS se puede ver la evolución de una serie similar para algunos años. En 1980 los préstamos bancarios cross-border eran de USD 0,24 billones (“trillions” en inglés) y pasaron a USD 2,51 billones en 1985; USD 5,90 billones en 1990; USD

⁴⁵ En rigor, el Bundesbank también había provisto liquidez a los bancos centrales de Italia y del Reino Unido, para defender a la lira y la libra, respectivamente.

⁴⁶ En general, las series de datos para estas variables comienzan en 1995, lo que dificulta trazar la tendencia desde el inicio de post-Bretton Woods. De todos modos, esto resulta suficiente para reflejar el punto de que la internacionalización de la actividad bancaria fue un factor clave en este período para moldear el mapa de actividad financiera con el que se llegó a la crisis.

7,92 billones en 1995 y USD 9,82 billones en 1999. Si a esos préstamos cross-border se suman los préstamos locales de subsidiarias extranjeras, ascendían a USD 7,22 billones en 1990, luego USD 9,22 billones en 1995 y, tomando la serie más similar, USD 28,15 billones en 2007⁴⁷ (BIS, 1986; 1991; 1996; 2000) (BIS Consolidated banking statistics, 2019).

Claessens (2016) encuentra que el aumento de los flujos cross-border se dio mayormente entre países desarrollados, y que estos flujos eran de tamaño similar entre Europa y Estados Unidos. Es decir, los flujos brutos eran altos y en aumento, pero los netos no. Entre países desarrollados y en desarrollo, el neteo no era alto y típicamente el capital fluía de los primeros a los segundos, al inicio de la etapa globalizadora con predominancia de los bancos europeos y luego tanto desde europeos como norteamericanos. Además, la internacionalización se dio de manera acelerada intra-regiones, no solo entre-regiones. Esto fue particularmente cierto para la presencia física de subsidiarias y hasta principios de los 2000, ayudado por las iniciativas privatizadoras y de apertura en Asia y América Latina luego de respectivas crisis y en Europa del Este al pasar a la economía capitalista. Para el caso de Europa, reflejó además la integración financiera y la adopción de la moneda común. Respecto de la cantidad de países home, la concentración fue siempre elevada al menos hasta llegar a la crisis, siendo que 2 de cada 3 subsidiarias eran norteamericanas o británicas en 2007. Esto indica que, en el escenario de la cooperación y la dependencia, éstos países ocupaban un rol clave para el resto.

A la hora de encontrar razones de esta internacionalización, varios factores pueden mencionarse, como la facilidad regulatoria y la expectativa de crecimiento de los países host. Además, la presencia física de subsidiarias es una forma más de comercio en una época de profundización del comercio y de diversificación geográfica de las cadenas globales de valor. A nivel de la regionalización con presencia física, la “distancia” entre los países home y host jugó un papel importante, mientras que, para los flujos de capitales, la eficiencia del mercado host y transparencia de la información fueron relevantes. McCauley y otros (2015) apuntan a las condiciones de fondeo de los bancos norteamericanos como determinantes clave de sus flujos cross-border. Cuanto más barato es el fondeo, más actividad internacional. El factor más importante de ese costo es la tasa de interés fijada por la FED, con lo cual este vínculo es consistente con la relación inversa entre la tasa de interés de Estados Unidos y el crecimiento del crédito en el resto del mundo, uno de los aspectos más importantes que caracterizan al (hoy conocido como) “ciclo financiero global”, relevante para

⁴⁷ Dado que estos préstamos son agregaciones de distintas monedas expresadas en USD, se deja expresado en USD nominales en lugar de deflactar por la inflación del período; sin embargo, debe notarse que en términos reales puede haber diferencias con los valores expresados, sobre todo en la década del '80.

todos los órdenes monetarios estudiados. En el siguiente capítulo, sobre los problemas de la post-crisis, se vuelve sobre este concepto.

La tercera tendencia de post-Bretton Woods fue la profundización de la cooperación con motivos de estabilidad financiera. Este objetivo tuvo sentido toda vez que el orden de post-Bretton Woods implicó un salto hacia la volatilidad y la eliminación de controles de capitales. Se dio principalmente a través del BCBS (también conocido como “Comité de Basilea”, aun habiendo otros Comités en el ámbito del BIS) mediante la búsqueda de regulaciones financieras armonizadas entre sus miembros.

La historia del BCBS, hospedado por el BIS, es reflejo del camino que se transitó en ese sentido. El primer gran hito fue el “Basel Concordat” (BCBS, 1975), transformado luego en “Principles for the supervision of banks’ foreign establishments” (BCBS, 1983) y más tarde en “Minimum standards for the supervision of international banking groups and their cross-border establishments” (BCBS, 1992). Estos acuerdos plasmaron principios básicos de entendimiento entre las autoridades de supervisión de los países del G10, para distribuir las responsabilidades sobre la supervisión⁴⁸ de las entidades financieras transnacionales. Esto no es más que la armonización del tratamiento a las casas matriz de los bancos (ubicadas en los países “home”, comentadas anteriormente) y sus subsidiarias (en los países “host”). Durante la década del '90, a medida que el BIS y el BCBS se globalizaban, los acuerdos sobre principios básicos de supervisión recibieron el apoyo de países ajenos al G10. Una nueva versión ya con la participación de muchos de estos países se acordaría en 1997 (BCBS, 1997), que, si bien sería nuevamente modificada en 2006, ya contendría lo más relevante en materia de acuerdos sobre supervisión con los que se llegaría a la crisis.

De manera paralela, el BCBS también avanzó en regulaciones, que eran la agenda complementaria a las prácticas de supervisión y es el aspecto más conocido y con más actividad hoy en día. El primer acuerdo sobre el tratamiento prudencial a las entidades financieras transnacionales fue el conocido como “Basel Capital Accord” de 1988 (BCBS, 1988), también conocido como Basilea I y que contenía principalmente la provisión de contar con un 8% de capital por cada peso de activo ponderado por riesgo (APR)⁴⁹. Si bien pueden rastrearse distintas interpretaciones de qué fue lo que motivó al G10 a lograr una regulación financiera común para las entidades financieras

⁴⁸ La supervisión iba desde contar con información sobre operaciones de ese banco hasta sanciones ante incumplimientos.

⁴⁹ Esto es: primero se pondera cuánto riesgo tiene cada tipo de exposición en el activo de la entidad y luego se debe integrar capital en un 8% de ese activo ponderado. Ejemplo: si un préstamo por \$100 a una gran empresa pondera 100% y un préstamo hipotecario también por \$100 a un individuo pondera 35% (porque se considera menos riesgoso), se integrará capital en un 8% de los \$135, es decir \$10,8.

transnacionales, un factor importante fue la oleada de crisis de deuda latinoamericana en los '80, que expuso a grandes pérdidas a los bancos prestamistas, principalmente europeos y norteamericanos. Además de la solvencia de las entidades transnacionales, había preocupación por el contagio al resto del sistema financiero de cada país, un temor razonable dada la historia de las quiebras de bancos importantes con actividad transnacional. Frattiani y Pattison (2001) recurren a la analogía de la manzana podrida para referir a la regulación financiera como un bien público global: por más sano que sea un banco, si está expuesto directa o indirectamente a otro que no lo es, se afecta en última medida al sistema local. De ahí que la creciente actividad transnacional bancaria (y financiera en general) profundizó la necesidad de lograr regulaciones que previnieran estos riesgos. A medida que se aceleró la internacionalización, se aceleró también la regulación común.

“Basilea I” se enmendó en 1991, 1995 y 1996, refinando los cálculos tanto del capital necesario como su integración. Esto incluyó el tratamiento sobre la contabilidad de pérdidas, la exposición al neteo de derivados con contrapartes bilaterales y multilaterales⁵⁰ y el cálculo de cuán volátiles eran los precios de los activos sobre los que se pactaban esos derivados. En 1996 se acordó una nueva revisión sobre el cálculo del capital necesario incorporando un segundo tipo de riesgo, el “riesgo de mercado” (BCBS, 1996), que mide la exposición del banco frente a cambios en los precios de sus activos, en contraposición al riesgo de crédito, que refleja la exposición al impago de sus deudores.

En constante revisión, se propuso un nuevo cambio en 1999 al cuerpo actualizado que conformaba “Basilea I” hasta ese momento. Pero esta vez sería algo más abarcativo: se propuso agregar lineamientos de control interno para gestionar ciertos riesgos con prácticas sanas más allá de la integración de capital. Esto se dio en llamar “Pilar 2” (o “supervisory review”), en contraposición al (ahora bautizado) “Pilar 1”, el cálculo tradicional de capital. Además, se propuso exigir a las entidades que revelen al resto del mercado un set de exposiciones relevantes como mecanismo para imponer disciplina de mercado mediante la disposición de información al resto, en particular los (potenciales) inversores. Esto se conoció como “Pilar 3” (o “market discipline”). Si bien la propuesta se inició en 1999, se tardó 5 años en lograr un consenso que contara con todos los participantes. Así, en 2004 se terminó la revisión sobre los 3 pilares, pero restaba aún la revisión del cálculo de riesgo de mercado (perteneciente al pilar 1), que se dio en paralelo y dirigido en conjunto

⁵⁰ El neteo de derivados (o “netting”) refiere a la práctica de restar las exposiciones que dos contrapartes mantienen mutuamente, típicamente por haber pactado múltiples contratos de derivados en donde una contraparte tiene posición favorable en un contrato y la otra parte en otro contrato. El cálculo de esas posiciones debe reflejar la pérdida o ganancia potencial, que muchas veces implica asignarle valores de mercado y probabilidades de ocurrencia a eventos desconocidos en el futuro. De ahí la dificultad de calcularlos y la necesidad de lograr una metodología común, ya que, incluso, dos contrapartes podrían estar supervisadas por distintos países.

con otro organismo distinto del BCBS, la “International Organization of Securities Commissions” (IOSCO)⁵¹. En 2006 se integraron finalmente todas las revisiones en un único documento, que se conoció como “Basilea II” (BCBS, 2006). Este es el statu quo regulatorio con el que se llegó a la crisis.

5.5. Conclusiones

En resumen, el régimen de post-Bretton Woods implicó pasar de un ámbito monetario bastante reglado a uno muy poco reglado. Reglas explícitas como los tipos de cambio fijos-pero-ajustables y los controles de capitales simplemente se eliminaron. Reglas implícitas como el compromiso de proveer una moneda estable desde Estados Unidos y ayudar a la convertibilidad con el oro desde el resto del mundo cayeron por su propio peso. Más en general, el régimen de Bretton Woods había podido sostenerse gracias a la cooperación activa y hasta creativa de gobernantes y ministros. En cambio, el clima político de inicios de los ´70 era de menor confianza en soluciones desde el Estado y más confianza en liberar a las fuerzas del mercado. Ello, en medio de una aceleración de la globalización financiera, retroalimentada por las agendas desregulatorias (de la cuenta financiera) de los ´70 y ´80.

La volatilidad del dólar fue el foco de desencuentros entre potencias desde su flotación en 1973, por al menos los siguientes 12 años. Durante este período, Estados Unidos viró desde un desinterés explícito casi sin intervención (1973 a 1975) a intentos algo coordinados con el resto de estabilizar la moneda, con un ciclo de depreciación (1975-1980) y otro de apreciación (1980-1985). Los modos de intervención incluyeron presiones a Alemania y Japón (G3, junto con Estados Unidos) para que adopten políticas expansivas, principalmente fiscales. Hacia 1985, la apreciación insostenible del dólar –inicio del déficit en cuenta corriente que arrastra hasta estos días– convocó a las potencias (G5, incorporando a Reino Unido y Francia) para acordar una depreciación controlada del dólar, en el marco del Acuerdo Plaza (1985), sucedido por el Acuerdo Louvre (1987) para moderar la depreciación excesiva.

Luego de las intervenciones coordinadas durante los ´80, a inicios de los ´90 la cooperación monetaria redujo el perfil (nuevamente), pasando al ámbito de los tecnócratas, para ocuparse de las reformas estructurales y del ajuste fiscal. Este fue un paso más en el debilitamiento de la

⁵¹ IOSCO es un análogo o equivalente al BCBS, pero para la regulación de mercados de capitales en lugar de regulación bancaria. Se estableció en 1983, en verdad como una expansión de regional a global del cuerpo de reguladores del continente americano. Dado su expertise en el mercado de capitales, IOSCO revisó el tratamiento de las exposiciones al riesgo de mercado, ya que esta cartera (conocida como el “trading book”) se trata de productos en general negociados en mercados.

cooperación monetaria, tanto en general como en el BIS en particular. Probablemente la instancia de cooperación monetaria más importante en el ámbito del BIS –además de las reuniones bimestrales– fue la agenda de supervisión financiera desarrollada de manera incipiente durante los '70 en el BCBS, para luego incorporar a la regulación financiera a partir de los '80. Los hitos más importantes fueron “Basilea I” (1988), “Basilea II” (2004) y los principios comunes a seguir entre supervisores para asegurar el tratamiento homogéneo entre jurisdicciones.

Junto con la creciente importancia de la agenda de regulación y supervisión, las otras dos tendencias relevantes de post-Bretton Woods fueron la globalización financiera y la regionalización de espacios monetarios. La globalización financiera implicó más presencia de bancos con actividad internacional, lo que a su vez acrecentó la presión para el tratamiento homogéneo entre países. Además, este proceso aumentó exponencialmente los flujos de capitales cross-border durante los '90 y '00, un rasgo importante de la antesala a la crisis. Por otro lado, la regionalización adquirió suma importancia en Europa, llegando a la unión monetaria (euro). Sin embargo, incluyó también otros espacios, en general conformados por países no del todo integrados a los foros internacionales (FMI, G20, BIS), llegando a haber incluso en algunos de estos espacios mecanismos de financiamiento multilateral.

6. Los problemas del orden monetario internacional post-crisis: ¿cooperación para qué?

“Some have suggested as a result that Bank Rate be directed not only at meeting the inflation target but also at preventing excessive increases in debt and asset prices. Leaving to one side the feasibility of targeting the latter, the obvious question is how one can meet two objectives with one instrument. The answer of course is by accepting a trade-off between the two objectives. But why should we accept unemployment or high inflation in order to reduce financial imbalances? It would be more sensible to use Bank Rate for its traditional task of targeting inflation to maintain a balance between demand and supply in the economy, and to create a new instrument to limit the build up of debt.”

“Monetary policy should not treat asset price and credit cycles as exogenous when they, in fact, are inherently influenced by the policy stance. Monetary policy must be more symmetric, responding during the boom and bust phases of financial and business cycles. It is not sufficient to wait and clean up during the bust phase: monetary policy also needs to lean against the build-up of financial imbalances during the boom.

[...]

Any trade-off between financial stability and monetary stability may be more apparent than real when the appropriate time horizon is considered.”

Mervyn King (2009, pág. 4), Jaime Caruana (2010c, pág. 2), gerente banquero central en funciones en general del BIS desde 2009 hasta 2017, 2009, sobre la inconveniencia de incorporar el ciclo financiero a la política monetaria (fijación de tasa).

Jaime Caruana (2010c, pág. 2), gerente banquero central en funciones en general del BIS desde 2009 hasta 2017, 2009, sobre la importancia de incorporar el ciclo financiero en las decisiones de política monetaria.

El foco que este trabajo tiene en la post-crisis de 2007-8 separa a este período de la pre-crisis, caracterizada por el orden de post-Bretton Woods. Podría decirse que la post-crisis también está caracterizada por este mismo orden; de hecho, tomar al presente capítulo por separado obedece más bien al análisis de los problemas del orden monetario internacional y de la cooperación monetaria, que es el tema central de esta investigación. En otras palabras, no está claro que la post-crisis representa un nuevo orden monetario internacional. Sin embargo, haciendo uso del marco de análisis adoptado en capítulos previos, la Tabla 9 representa los mejores esfuerzos para captar los contrapuntos respecto del orden de post-Bretton Woods tal como se mostró hasta la crisis. No está del todo explorada en la academia esta pregunta sobre los rasgos de quiebre y los rasgos de continuidad que implicó la crisis en términos de los ejes que definen a los órdenes monetarios, una pregunta que bien podría suscitar futuras investigaciones.

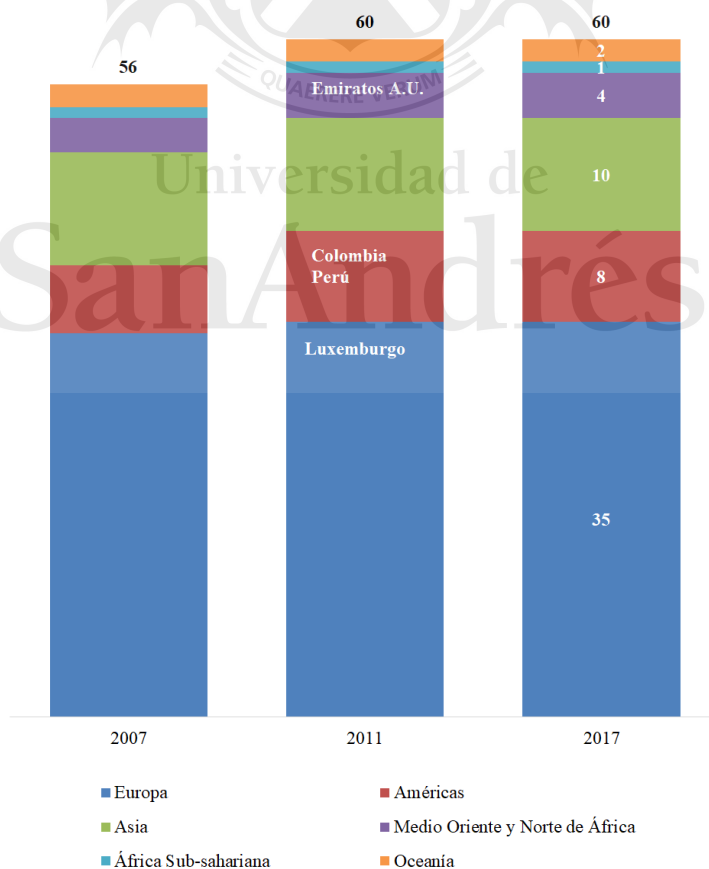
De manera análoga a lo practicado en capítulos anteriores, la Tabla 9 muestra también un resumen de la cooperación monetaria en el marco del BIS y fuera del BIS, sólo a modo de “títulos”, dado que este tema se analizará en profundidad en el capítulo siguiente. En el Gráfico 9, por otra parte, se observan las incorporaciones al BIS en la post-crisis, que han sido contadas. Por último, no ha habido operaciones de financiación durante este período en el ámbito del BIS, según los informes anuales de la institución.

Tabla 9. Reglas de juego y resumen de cooperación durante la post-crisis.

Orden monetario internacional	Reglas del juego					Cooperación monetaria	
	Moneda dominante	Regla de convertibilidad	Movilidad de capitales	Ancla de precios	Rol de la política macro doméstica	Fuera del BIS	En el BIS
Post-crisis de 2007-8	Dólar, pero se discute también el rol del renminbi en un futuro	Ninguna en países avanzados (tipos de cambio flexibles)	Alta, pero puesta en cuestión/decreciente: no hay consenso sobre movilidad perfecta; aumenta el uso de políticas macroprudenciales y se legitiman las medidas de "capital flow"	Aún regla de Taylor, pero sin resultados para evitar deflación	Ídem post-Bretton Woods + no contribuir a desbalances financieros	<ul style="list-style-type: none"> - Impulso político en G20 para reformas en la arquitectura financiera internacional. - FSB como contribuyente a las reformas post-crisis, como centralizador y como informante al G20. - Expansión y reforma de la GFSN: <ul style="list-style-type: none"> - red de swaps extendida por bancos centrales durante la crisis (principalmente la FED) y después de ella; - ampliación de RFAs en Europa (ESM, EFSM, EU BoP Facility) y en Asia (CMIM) y creación de RFA por parte de BRICS (CRA); - reforma del FMI para incrementar su capacidad prestable y flexibilizar sus líneas de asistencia. 	<ul style="list-style-type: none"> - Reforma regulatoria profunda (Basilea III) a cargo del BCBS, incluyendo mecanismos cooperativos para garantizar su implementación. - Inclusión en Basilea III de una capa macroprudencial. - Ampliación de responsabilidades en los Grupos de Trabajo del BCBS, en particular para medir el impacto de Basilea III. - Reformas vinculadas con Basilea III por fuera del BCBS: CPML, IOSCO, IAIS, IADI. - Mejoras en la producción de estadísticas sobre exposiciones bancarias (en el seno del IFC y por fuera de él).

Fuente: elaboración propia, con elementos de McKinnon (1993) y de Borio y Toniolo (2006).

Gráfico 9. Nuevos miembros del BIS por año durante la post-crisis.



Fuente: elaboración propia en base a Toniolo (2005) y web del BIS.

Nota: Dentro de cada columna se muestran en blanco los nuevos miembros ese año. En el eje de abscisas se muestra el inicio y fin del orden monetario correspondiente; para años intermedios se muestran sólo aquellos años en los que hubo incorporaciones. En 2020 se dieron las incorporaciones de Kuwait, Marruecos y Vietnam, pero no se muestran en el gráfico porque están por fuera del período de estudio de este trabajo.

La crisis internacional modificó el mapa de poder mundial, la tendencia de crecimiento de las principales potencias, el apoyo de posiciones políticas radicalizadas, entre otras varias disrupciones. Aquí nos centraremos en el impacto sobre el orden monetario internacional, que tuvo varias dimensiones. La crisis puso en cuestionamiento el modo de hacer política monetaria y el marco de reglas en el que operan las instituciones financieras. Además, evidenció la magnitud del daño que pueden provocar las interdependencias entre países cuando “las cosas salen mal” (ocurren crisis). Estos aspectos pueden ubicarse dentro de la identificación de *problemas* del orden monetario internacional, según se empezó a pensar después de la crisis. Por otra parte, luego de la crisis se puso en marcha una batería de respuestas a esos problemas del orden monetario internacional, que en general tuvieron alguna dosis de *cooperación*, a la vez que se identificó en qué ámbitos esa cooperación era aún insuficiente.

En esta sección se analiza el impacto de la crisis en términos del primero de esos dos grandes ejes – los problemas–, focalizando en el BIS como institución clave para ambos aspectos. Lo propio se hace en la siguiente sección con el otro eje, la cooperación. Se lleva adelante la tarea a partir de dos insumos fundamentales: un análisis de 78 discursos de los gerentes generales⁵² del BIS desde el 2005 hasta el 2017 y un set de 4 entrevistas a algunos de los máximos directivos del BIS⁵³ y del FSB^{54 55} al momento de llevar a cabo esta investigación. Para mayor claridad expositiva, primero se

⁵² El gerente general es la máxima figura del BIS en términos de exposición pública y fijación de agenda de la entidad. Por eso se eligen sus discursos para ser analizados. Esta posición es análoga a la de “Managing Director” del FMI. En el período bajo estudio hubo dos gerentes generales: Malcolm Knight desde abr-03 hasta sep-08 y Jaime Caruana desde abr-09 hasta nov-17. Caruana es el más relevante, dado que el grueso de su mandato coincide con la post-crisis.

⁵³ Tres entrevistados del BIS. Luiz Awazu Pereira da Silva: “Deputy General Manager” desde oct-15, segunda figura máxima de la entidad detrás del gerente general. Claudio Borio: “Head of Monetary and Economic Department (MED)” desde nov-13 y con otros puestos en el mismo área en años previos. Es la figura más importante del BIS en términos de la construcción de la posición de la entidad en temas del orden monetario internacional (y de finanzas internacionales en general), combinando argumentos académicos y de política. Hyun Song Shin: “Economic Adviser and Head of Research of Monetary and Economic Department” desde may-14. Es la segunda figura más importante del MED detrás del Head. Al igual que Borio, contribuye a la visión del BIS en temas de finanzas internacionales (entre otros ejes). Los tres funcionarios están en actividad en sus puestos al momento de realizar esta investigación.

⁵⁴ Un entrevistado del FSB. Dietrich Domanski: Secretario General desde ene-18. Lleva en el día a día la agenda de la entidad, que consta principalmente de políticas que fortalezcan el marco regulatorio y supervisor financiero, con participación de autoridades financieras nacionales y los llamados “standard-setting bodies” (por ejemplo, BCBS).

⁵⁵ Se realizó una 5ta entrevista, a Piti Disyatat. En la actualidad es asesor del MED del BIS, pero su puesto comenzó en may-19; entre 2007 y 2010 era “senior economist” del BIS. Sin embargo, más allá de su puesto

describe el enfoque y el contenido de los discursos en las distintas etapas del período analizado, para luego profundizar ese paneo general a partir de las entrevistas y la mirada de los académicos y de los policy-makers. En general, las entrevistas y la revisión bibliográfica resultan útiles para analizar en profundidad los problemas más relevantes del orden monetario internacional de la post-crisis, mientras que los discursos sirven para mirar la evolución de la agenda año a año y marcar los puntos más salientes de los problemas.

Respecto del análisis de los discursos, caben dos aclaraciones. En primer lugar, la línea divisoria entre problemas de estabilidad monetaria y problemas de estabilidad financiera es difusa y precisamente esa es una de las lecciones de la crisis, que se refleja en los discursos. La clasificación tiene inevitablemente algún grado de arbitrariedad para algunos de los problemas, pero intenta reflejar el énfasis puesto en el discurso por parte del gerente general, mostrando las interacciones entre estos dos campos cuando así surgía del discurso. A pesar de estas dificultades, la clasificación resulta relevante y tiene sustento tanto por la naturaleza de los problemas en sí como por el modo en que se abordaron sus respuestas cooperativas. Además, nuevamente, lo más relevante es experimentar el cruce entre problemas de estabilidad monetaria y financiera y para ese fin también sirve la clasificación, saliéndonos de un análisis que encaje los problemas o bien en una o bien en la otra categoría. La segunda aclaración es: los discursos contienen panoramas macroeconómicos y como tales incluyen problemas de política que van más allá del campo monetario y financiero. Por ejemplo, la necesidad de implementar reformas estructurales (en el mercado laboral, en el sistema previsional, entre otros). Estos factores fueron obviados en la categorización de problemas, porque no refieren directamente a problemas monetarios ni asuntos de cooperación monetaria. En el mismo sentido, se excluyeron los discursos en los años bajo análisis que no incorporaban ningún aspecto de los problemas y la cooperación analizados (ejemplo, innovación en sistemas de pagos).

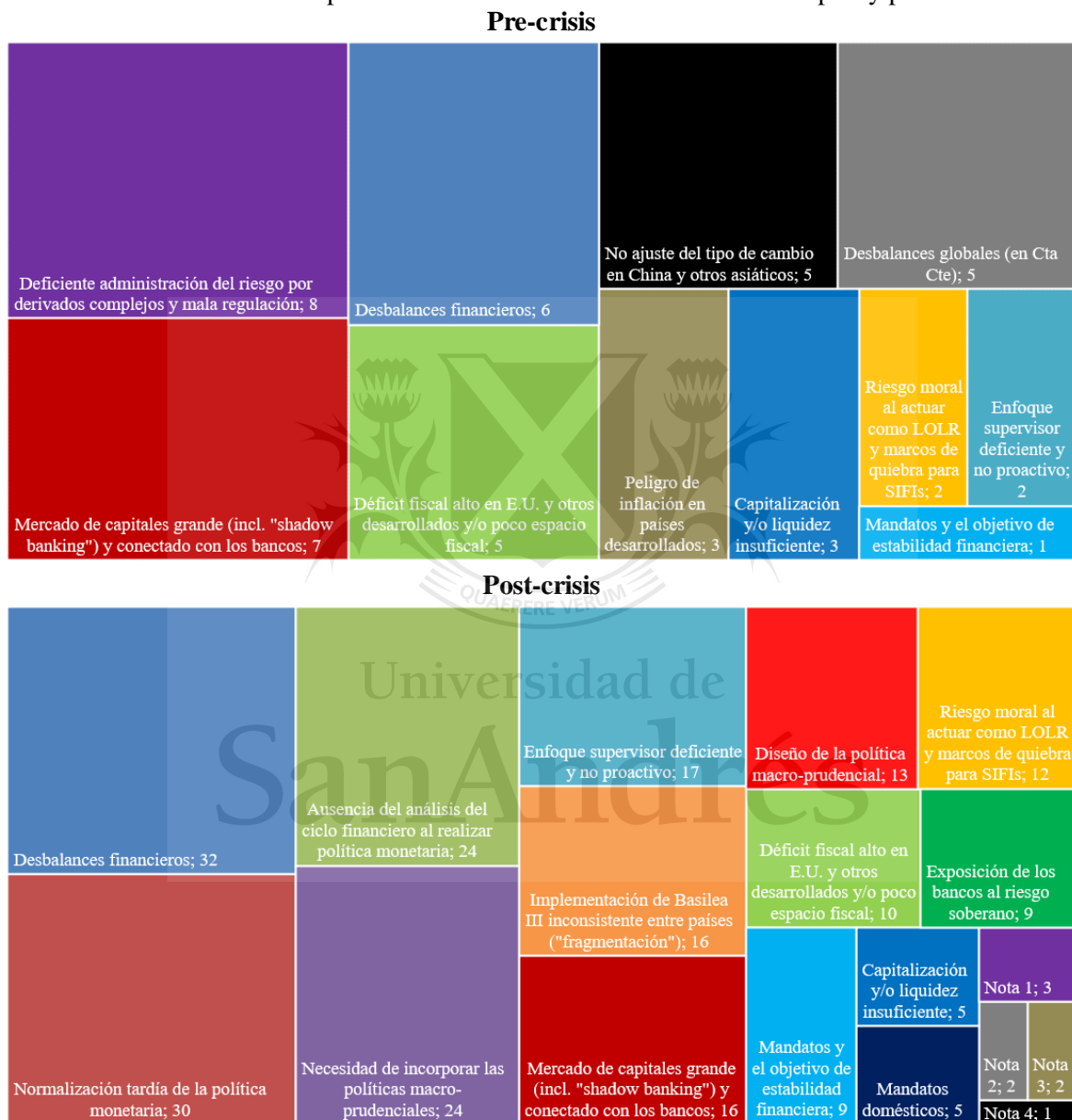
6.1. Los discursos del BIS en la pre-crisis

Revisar el discurso del BIS previo a la crisis sirve principalmente para distinguir aquellos problemas que luego de la crisis se vieron como una novedad de aquellos que ya se divisaban y hasta en cierto modo se consideraron ex post causas de la crisis. Por este motivo, se toma el año 2005 como punto de partida de análisis de los discursos, para tener un período de contraste de 2 años previos a la crisis. En la Tabla 10 se puede ver el análisis completo para la pre- y post-crisis, con cada problema numerado en columnas (y agrupados en categorías), a las que nos referiremos en

escribió numerosas publicaciones co-autoradas con funcionarios del BIS (mayormente, con Borio) durante el período bajo estudio, tanto en su paso como “senior economist” de la entidad como fuera de él (el BIS admite publicaciones propias con autores externos).

este capítulo. Además, el Gráfico 10 muestra una infografía que representa la relevancia de cada problema en la pre- y en la post-crisis. Surge del conteo de la Tabla 10 y sirve como un pantallazo antes de adentrarnos en el análisis.

Gráfico 10. Relevancia de los problemas del orden monetario internacional pre- y post-crisis.



Fuente: elaboración propia.

Notas: 1) Deficiente administración del riesgo por derivados complejos y mala regulación; 2) Desbalances globales (en Cta Cte); 3) Peligro de inflación en países desarrollados; 4) No ajuste del tipo de cambio en China y otros asiáticos.

Tabla 10. Problemas del orden monetario internacional pre- y post-crisis (1/2).

Discurso	Problemas de estabilidad monetaria				Problemas de estabilidad financiera							Problemas conjuntos de estabilidad monetaria y financiera				Problemas institucionales		
	Problemas macro				Problemas micro							Problemas macro				Otros		
	Déficit fiscal alto en E.U. y otros desarrollados y/o poco espacio fiscal	No ajuste del tipo de cambio en China y otros asiáticos	Desbalances globales (en Cta Cte)	Peligro de inflación en países desarrollados	Riesgo moral al actuar como LOLR y marcos de quiebra para SIFIs	Capitalización y/o liquidez insuficiente	Deficiente administración del riesgo por derivados complejos y mala regulación	Exposición de los bancos al riesgo soberano	Enfoque supervisor deficiente y no proactivo	Implementación de Basilea III inconsistente entre países ("fragmentación")	Mercado de capitales grande (incl. "shadow banking") y conectado con los bancos	Normalización tardía de la política monetaria	Desbalances financieros	Ausencia del análisis del ciclo financiero al realizar política monetaria	Necesidad de incorporar las políticas macro-prudenciales	Diseño de la política macro-prudencial	Mandatos domésticos	Mandatos y el objetivo de estabilidad financiera
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)	(17)	(18)	
jul-05	X	X	X			X				X		X						
sep-05	X		X									X						
may-06	X	X	X															
jun-06	X	X		X									X					
oct-06								X				X					X	
ene-07	X											X						
feb-07					X	X						X						
jun-07						X	X					X						
jun-07			X	X				X				X						
Comienzo de la crisis: pérdidas de Bear Sterns (Jun-07) y garantía de depósitos de Northern Rock (Sep-07)																		
oct-07		X								X								
feb-08						X	X			X								
abr-08						X	X			X								
abr-08		X	X				X											
jun-08				X	X													
may-08						X												
Total pre-crisis	5	5	5	3	2	3	8	0	2	0	7	0	6	0	0	0	0	1
Pico de la crisis: quiebra de Lehmann Brothers (Sep-08)																		
jun-09	X							X			X	X	X	X				
ago-09					X			X					X		X			
oct-09					X			X	X				X					
nov-09											X	X	X	X			X	
feb-10					X	X	X		X		X	X	X	X	X	X	X	
abr-10										X	X							
abr-10	X							X		X			X	X	X			
may-10					X							X	X	X	X	X	X	
jun-10	X	X	X		X						X		X	X	X			
jun-10								X			X			X	X			
sep-10																		
sep-10								X						X	X			
oct-10														X				
nov-10					X				X									
ene-11													X	X	X		X	
feb-11												X		X				
may-11																		
jun-11	X		X					X		X	X	X	X	X	X	X	X	
jun-11												X	X	X	X			

Tabla 10. Problemas del orden monetario internacional pre- y post-crisis (2/2).

Discurso	Problemas de estabilidad monetaria				Problemas de estabilidad financiera							Problemas conjuntos de estabilidad monetaria y financiera				Problemas institucionales		
	Problemas macro				Problemas micro							Problemas macro				Otros		
	Déficit fiscal alto en E.U. y otros desarrollados y/o poco espacio fiscal	No ajuste del tipo de cambio en China y otros asiáticos	Desbalances globales (en Cta Cte)	Peligro de inflación en países desarrollados	Riesgo moral al actuar como LOLR y marcos de quiebra para SIFIs	Capitalización y/o liquidez insuficiente	Deficiente administración del riesgo por de rivados complejos y mala regulación	Exposición de los bancos al riesgo soberano	Enfoque supervisor deficiente y no proactivo	Implementación de Basilea III inconsistente entre países ("Fragmentación")	Mercado de capitales grande (incl. "shadow banking") y conectado con los bancos	Normalización tardía de la política monetaria	Desbalances financieros	Ausencia del análisis del ciclo financiero al realizar política monetaria	Necesidad de incorporar las políticas macro-prudenciales	Diseño de la política macro-prudencial	Mandatos domésticos	Mandatos y el objetivo de estabilidad financiera
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)	(17)	(18)	
jul-11			X				X				X	X	X	X	X			
jul-11					X			X	X	X								
oct-11							X		X									
nov-11	X						X											
dic-11								X										
ene-12							X											
feb-12					X			X	X	X								
mar-12											X							
jun-12	X					X					X							
jun-12					X				X	X								
jul-12					X					X	X	X	X	X	X	X	X	
ago-12												X				X		
sep-12											X			X				
nov-12																		
may-13											X	X	X				X	
jun-13	X				X		X		X	X	X	X	X					
jun-13								X										
jul-13											X	X		X				
oct-13											X	X						
nov-13								X		X	X	X		X				
mar-14						X					X	X						
abr-14	X					X					X	X						
jun-14						X	X		X	X	X	X						
jun-14											X	X	X				X	
nov-14											X	X	X					
dic-14											X	X	X	X	X			
feb-15					X	X		X	X	X	X	X	X		X			
abr-15										X	X	X	X			X	X	
jun-15										X	X	X	X					
oct-15								X	X									
oct-15												X				X		
ene-16											X	X	X	X		X	X	
feb-16											X	X						
may-16						X	X	X	X	X								
jun-16								X	X		X	X	X					
nov-16										X	X	X	X	X				
nov-16											X	X						
nov-16	X						X				X	X						
dic-16										X	X							
feb-17														X	X			
jun-17	X			X							X	X	X	X				
sep-17												X	X	X		X		
sep-17								X	X									
Total post-crisis	10	1	2	2	12	5	3	9	17	16	16	30	32	24	24	13	5	9

Fuente: elaboración propia.

Del análisis entre 2005 y el pico de la crisis puede destacarse que una de las principales preocupaciones era la estabilidad monetaria, afectada por 4 variables macro (columnas 1-4): déficit fiscal en E.U. y otros desarrollados, tipo de cambio depreciado en China y otros asiáticos, la magnitud del resultado en cuenta corriente entre estos dos países, así como de otros bloques (por ejemplo, los exportadores de petróleo) y, en menor medida, el riesgo inflacionario. Los bloques de países con resultados positivos y negativos en cuenta corriente, conocidos como “desbalances globales”, era quizás el problema que mejor resumía a los restantes previo a la crisis. Se veía a estos desbalances como un desequilibrio con potencial de daño cuando “revirtieran a la media”, pero sin poder anticipar en qué momento y de qué modo.

De los discursos de Knight, gerente general hasta sep-08, se puede identificar una visión dual sobre la salud monetaria internacional: se estaba creciendo sólidamente, pero a base de déficits externos de E.U. financiados por demanda de dólares del resto del mundo, principalmente de los asiáticos, que luego iban a parar a sus bancos centrales como reservas internacionales. Si esta demanda cesaba, E.U. se tendría que ajustar. En otras palabras, la absorción interna de E.U. era demasiado elevada y la de los asiáticos muy baja. El déficit fiscal de E.U., a su vez, presionaba a la FED a subir la tasa para moderar el ciclo, pero el déficit externo sufriría más si el aumento de tasa atraía capitales y apreciaba el dólar.

Vinculado con los desbalances en cuenta corriente, el segundo set de problemas era de estabilidad financiera, donde el más relevante era la acumulación de “desbalances financieros” (columna 13), un término acuñado por el BIS y que refería tempranamente a un problema que cobró mucha más atención luego de la crisis: las exposiciones de deuda entre agentes (domésticos y/o de distintos países) impulsadas por la baja tasa de interés global. Esto refiere a “inflación de activos” o “burbujas” que se estaban construyendo, pero era difícil identificar exactamente en qué mercado. Lo que sí se tenía un poco más claro era que, hasta el impacto de la crisis, el mercado financiero de E.U. era el más expuesto. Es decir, la tasa baja de la FED incentivaba a tomar demasiado riesgo en ese país. Y la toma de riesgo en activos financieros tenía un correlato en la sobre-inversión en sectores reales, básicamente el inmobiliario. Estos desbalances financieros se identificaron hasta la crisis como una transmisión del sector financiero al real; sin dejar de ser un problema de alto endeudamiento de instituciones financieras (de cualquier tipo) pero remarcando el costado real, es decir, recursos demasiado volcados hacia algunos sectores económicos y no a otros. La calidad de estos desbalances cambiaría luego de la crisis, para pasar a considerarse no solo una transmisión del sector financiero al real sino principalmente un problema potencial de solvencia de los agentes

endeudados (en el sector financiero y en el privado) y no solo a nivel doméstico en E.U. sino a nivel global (en rigor, cross-border).

La disyuntiva previa a la crisis, entonces, era cómo debía responder la FED a estas 3 condiciones: política fiscal expansiva local, déficit en cuenta corriente y desbalances financieros. Ello, con el cuidado de no exponer aún más a los agentes endeudados a mayores servicios de deuda, precipitando la crisis. En este marco, la inflación se mantenía estable y baja, lo que impulsaba en principio a mantener la tasa baja o bajarla aún más, si se seguía la regla de Taylor. Pero, nuevamente, la restricción era el stock de deuda acumulado, tanto privado como público. Knight (2005b) veía este panorama con dos posibles desenlaces: una crisis financiera repentina/sorpresiva o una merma en la demanda de USD del resto del mundo, que obligaría a E.U. a subir la tasa de interés fuertemente, deprimiendo su propia economía y arrastrando al resto, tanto por el canal comercial (cerrando el déficit externo) como financiero (a mayor tasa, menor precio de los activos en USD y pérdida de riqueza para sus tenedores).

El tercer grupo de problemas relevantes previo a la crisis –luego de los desbalances en cuenta corriente y financieros– fueron también de estabilidad financiera, pero a nivel micro (columnas 5-11). No se tenía una dimensión real de la gravedad de la posición de solvencia de los bancos ni tampoco de cuán interconectados estaban estos con otras instituciones (del sistema financiero de E.U. y de Europa). Pero sí había algunos llamados de atención sobre lo complejos que eran los derivados utilizados para transferir el riesgo (col. 7) y la no-tan-sólida capitalización de los bancos (col. 6). Sobre todo, se veía un problema potencial –nuevamente, sin imaginar la dimensión– en las “nuevas instituciones” del mercado financiero como los fondos de riesgo: *“Financial distress with potentially serious consequences is now more likely to arise outside the banking sector”* (Knight, 2006c, pág. 3).

El comienzo del “liquidity crunch” a mediados de 2007 (primera línea celeste de la Tabla 10) representó un pequeño quiebre. Hasta entonces, las referencias por parte de Knight a problemas en la gestión del riesgo en el sistema financiero de E.U. habían sido escasas⁵⁶. Más bien los principales problemas identificados eran macro, no micro. Es decir, algunos factores de riesgo macro de la crisis se veían venir, pero con un timing de explosión incierto. Otros, los micro, solo se habían remarcado algunas veces y no se anticipaba el alcance del daño del que eran capaces. En un ejemplo de la visión dual comentada anteriormente, en jun-07 Knight dio dos discursos. En el primero

⁵⁶ No obstante esto, desde el primer año relevado (2005) se observan advertencias sobre el ratio declinante “income growth / mortgage debt”; aunque matizadas por el ratio “debt / asset value”, que aún era sólido (Knight, 2005a).

remarcó la fragilidad financiera por el modelo “originate-to-distribute” (i.e., las titulaciones o activos de distinto tipo empaquetados), por la exposición a derivados, por la opacidad del análisis de riesgo y por la no mitigación del riesgo. En el siguiente (18 días más tarde) vio buenas perspectivas de crecimiento, riesgo de inflación de bienes y recomendó subir gradualmente las tasas. Las 3 observaciones hechas en este segundo discurso fueron *a posteriori* incompatibles con la crisis que comenzó apenas 2 meses después. A partir de jun-07 se anunciaron pérdidas en distintos fondos vinculadas con las hipotecas *subprime* (de calidad inferior) titulizadas. El quiebre en la toma de conciencia del problema es difícil de asociar con un evento puntual, pero un episodio relevante fueron las señales de apoyo públicas a fondos insolventes (en E.U. y Reino Unido).

El año que transcurrió desde ese momento hasta el pico de la crisis, en sep-08, tuvo discursos del BIS ya centrados casi totalmente en la preocupación por el mercado de titulaciones, su deficiente tratamiento regulatorio y la exposición de liquidez de los bancos a sus instrumentos fuera de balance que colocaban esos activos. Las sucesivas referencias incluyeron el pánico en el mercado interbancario (Knight, 2007e) y la inyección de liquidez de la FED y la baja de tasa, en total un punto en 2007 (de 5,25% a 4,25%) y más de 2 puntos en los primeros 9 meses de 2008, hasta llegar a 2% en el pico de la crisis en sep-08.

6.2. Los discursos del BIS en la post-crisis

Luego de la crisis se nota un quiebre importante en la agenda de temas que representan los problemas más importantes según la óptica del BIS. En líneas generales, pierden peso los temas cambiarios, los desbalances en cuenta corriente y el peligro inflacionario (columnas 2-4). La frágil posición fiscal de los países desarrollados (col. 1), que antes era una fuente potencial de inestabilidad, se pasó a considerar una consecuencia de la crisis y a su vez una limitante para promover el impulso para salir de ella. Los temas que ganaron peso son muchos y variados. Los problemas micro de estabilidad financiera, típicamente regulatorios, siguieron siendo muy relevantes y el espectro se amplió a las consecuencias de actuar como prestamista de última instancia (col. 5), la exposición de los balances de bancos a bonos públicos (col. 8), la mejora del enfoque supervisor (col. 9) y la implementación de las regulaciones acordadas en el BCBS (col. 10). Además, el mercado de capitales ganó relevancia como canalizador de la intermediación financiera a la par de los bancos (col. 11), complementando la preocupación que se traía antes de la crisis, más bien enfocada en el llamado “shadow banking”. En paralelo a estas agendas ampliadas, el cambio más relevante en la agenda de problemas post-crisis vino de la mano de los problemas conjuntos de estabilidad monetaria y financiera (col. 12-15) y sus asociados problemas (o asuntos) institucionales

(col. 16-18). Precisamente la novedad de estos problemas era la imposibilidad de disociar (o necesidad de asociar) problemas que ya existían y antes se consideraban por separado: la tasa de política monetaria demasiado baja (col. 12) y los desbalances financieros (col. 13). Como propuesta frente a esta conjunción, ganó terreno la noción de una política monetaria que incorporara *sistemáticamente* estas consecuencias sobre los activos financieros y el apalancamiento (col. 14), en lugar de estar centrada exclusivamente en las brechas de producto e inflación. Complementando esta primera propuesta, surgió una segunda: incorporar las políticas macroprudenciales (col. 15) también de manera permanente y sistemática. Estas propuestas trajeron aparejadas discusiones institucionales sobre cómo implementar este nuevo marco de política monetaria, reflejadas en la agenda de problemas institucionales (col. 16-18). A continuación, se revisa en profundidad en qué consisten y cómo se relacionan todos estos nuevos problemas explorados en la post-crisis según la visión del BIS.

Comenzando por los problemas micro o regulatorios de estabilidad financiera, la agenda más relevante estuvo vinculada al diseño y la implementación de las reformas de Basilea III⁵⁷. Estas reformas se llevaron adelante en el ámbito del BCBS (se profundiza en la siguiente sección) pero fueron materia de debate permanente. Dado que los aspectos más urgentes de las reformas –la capitalización y la liquidez– se diseñaron y adoptaron relativamente pronto, el mayor foco del BIS estuvo puesto en complementar a la regulación con una mejora en el enfoque supervisor (col. 9). Este debería captar a tiempo y proactivamente los riesgos y las innovaciones financieras, debería poder auditar (en la jerga, “validar”) los complejos modelos utilizados por los bancos para valorar sus exposiciones y, tercero, debería incorporar una dimensión macroprudencial. Además, se tornó importante incluir en el perímetro regulatorio y supervisor a toda institución relevante más allá de los bancos (col. 11), dado el caudal de financiamiento que se pasó a canalizar cross-border a través de “securities” y otros medios distintos de los préstamos bancarios. Estos dos asuntos, la supervisión y el perímetro regulatorio, fueron permanentes en todos los años de la post-crisis analizados. La preocupación por la implementación consistente entre países (col. 10), a su vez, era en parte una lección de lo que no se había logrado con Basilea II y en parte una agenda que necesariamente era más urgente producto de la globalización financiera. Si no se adoptaban en tiempo y forma las regulaciones de Basilea III, se corría el riesgo de “fragmentar” el sistema: un

⁵⁷ Cabe mencionar nuevamente que, a diferencia de Basilea I y Basilea II (y II.5 en 2009), la agenda de Basilea III fue más un proceso con múltiples puntos importantes que un hito condensado en un único documento. Basilea III ha sido la suma de numerosas reformas financieras que se extendió hasta fines de 2017, lo que da sentido también a la elección del período a estudiar en este trabajo.

campo de juego desnivelado para una misma actividad, exactamente al contrario de lo pretendido con las reformas.

También dentro de los problemas micro de estabilidad financiera, un punto relevante fue el contagio de los soberanos a los bancos. Es quizás el punto más sensible políticamente de la reforma regulatoria y se profundiza más adelante al abordar el problema y su falta de respuesta cooperativa. Básicamente, nunca se le dio tratamiento a acordar ponderadores que reflejaran un mayor capital necesario para aquellas exposiciones a bonos soberanos con alto riesgo de default. En los discursos del BIS este entuerto político de difícil acuerdo en el BCBS más bien fue eludido; en cambio, se hizo foco en las consecuencias de las crisis soberanas de los países europeos periféricos. En 4 de las 9 referencias a este tema en la post-crisis se hizo mención también al escaso espacio fiscal, mostrando que el problema no era “de ida” sino de “ida y vuelta”: los soberanos no estaban en condiciones de afrontar quiebras de bancos (locales o de otros países) que estaban expuestos a sus propios bonos, por lo cual una respuesta coordinada (en general, multilateral) hacía falta. Caruana se refirió con el término “malign feedback” (2011i, pág. 4) a este fenómeno, que no es distinto del “diabolic loop” que observó Eichengreen para lo ocurrido durante el período entre-guerras (ver nota al pie 21).

El tercer eje de problemas micro de estabilidad financiera fueron las consecuencias de actuar como prestamista de última instancia (LOLR por sus siglas en inglés) (col. 5). No se trata de los problemas que implicó el *quantitative easing* para salir de la crisis, más bien ese es un problema conjunto de estabilidad monetaria y financiera recogido en la columna 12. Se trata, en cambio, de los incentivos de cada entidad a gestionar prudentemente su riesgo si espera que luego el Estado la rescate, el llamado riesgo moral (“moral hazard”) conocido desde antes de la crisis de 2007-8. Estos dos aspectos en verdad están vinculados, pero son problemas distintos. A punto tal que el BIS realizó esfuerzos varias veces en distinguir la “unconventional monetary policy” (UMP) de la función de LOLR, alegando que la primera no debería formar parte de las políticas de un banco central en tiempos normales y en cambio sí la segunda, que siempre lo ha hecho (Caruana, 2009d; 2013e). De hecho, efectivamente el riesgo moral de las entidades “demasiado grandes para caer” (“too-big-to-fail”) ha sido siempre parte de los problemas para un banquero central, como se desarrolló en secciones anteriores⁵⁸. El problema reflejado en los discursos del BIS, entonces, era

⁵⁸ Incluso, en la crisis de 2007-8, a diferencia de otras crisis en décadas previas, el aforismo para actuar como LOLR, la regla de bagehot –“*lend freely at penalty rates*”– se volvió más difícil de implementar. Ello, producto de la dificultad al valorar los activos complejos de los bancos (por ej., derivados, garantías, posiciones fuera de balance), en general en tiempos normales y mucho más en tiempos de crisis. Además, en

cómo diseñar incentivos para minimizar este riesgo moral, sobre todo apuntando a instituciones financieras sistémicamente importantes (“systemically important financial institutions”, SIFI). Eventualmente, en caso de que ocurrieran las quiebras, cómo diseñar mecanismos para evitar comprometer las finanzas públicas y garantizar el buen funcionamiento del mercado.

Habiendo repasado los problemas de estabilidad monetaria y los problemas de estabilidad financiera, pasamos al área más relevante de los problemas post-crisis: los problemas conjuntos de estabilidad monetaria y financiera.

La propia noción de estabilidad financiera cambió luego de la crisis. En un contexto de crisis, el banco central, desde siempre, se ve envuelto en el *trade-off* entre dar malos incentivos a la gestión del riesgo si se respalda al mercado y condicionar la estabilidad financiera si se deja caer una entidad enviando una señal ejemplificadora al capital privado. Esa disyuntiva está asociada al problema de distinguir entre entidades insolventes e ilíquidas. En otras palabras, la estabilidad financiera no es sinónimo (nunca lo fue) de no dejar caer a ninguna entidad en situación de crisis. El problema de identificación no es nuevo y acompañó en todas las épocas a los banqueros centrales.

Lo que sí es novedoso es cómo se empezaron a pensar en la post-crisis las implicancias de la política monetaria laxa para la estabilidad financiera. El mercado financiero y también el productivo “se acostumbraron” a que la liquidez fuera barata y generaron una dependencia del crédito para sobrevivir. Luego de un tiempo de tasas bajas, fue cada vez más difícil distinguir empresas/bancos solventes de insolventes; o, dicho de otro modo, los insolventes habían sobrevivido demasiado tiempo. Es en este escenario que la noción de estabilidad financiera con la que debe trabajar el banquero central cambia y se reconoce la necesidad de insertarla en los marcos de política monetaria. Es decir, considerarla a la hora de fijar la tasa de política monetaria. A esta problematización se refiere la columna 14, que surge como respuesta a las columnas 12 y 13. Se reconoce que, para garantizar la estabilidad financiera, no alcanza con inyectar liquidez cuando se la necesita, sino que se requiere de una macroeconomía estable y de promover esa estabilidad financiera durante el “boom” (formación de los desbalances financieros), no solo durante el “bust” (crisis). Antes de la crisis, a principios de 2007, Knight (2007a) había identificado el dilema para el banquero central: responder endureciendo la política monetaria para evitar la acumulación de desbalances financieros o reconocer la dificultad para el banco central de identificar en dónde se están construyendo esos desbalances financieros y por lo tanto dejar que el ciclo financiero

el contexto de la crisis de 2007-8, aplicar “penalty rates” también era delicado dado el contexto de tasas bajas y la severidad de los problemas en las hojas de balance.

concluya y luego respaldar al mercado con inyecciones de liquidez. Lo interesante es que la visión del BIS en la pre-crisis en 2007 (Knight) lo planteaba como una disyuntiva y luego de la crisis (Caruana) –de hecho en el primer discurso de la post-crisis (2009a)– se pasó a considerar como necesidad tanto inyectar liquidez en el bust como no contribuir a esos desbalances en el boom. Todo este cambio conceptual es el inicio de la zona gris⁵⁹ entre estabilidad monetaria y estabilidad financiera, o más bien el reconocimiento de sus interacciones, debate ubicado en el centro de la escena de la post-crisis.

Directamente vinculado con este cambio de paradigma sobre la política monetaria se encuentra el debate sobre los mandatos de los bancos centrales. Por una parte, está la cuestión de si los bancos centrales están equipados para llevar adelante la tarea de garantizar la estabilidad financiera no solo en el corto sino también en el mediano plazo (col. 18). Esto refiere a no perder la transparencia y la buena comunicación de la política monetaria y poder fundamentarla precisamente en el mandato de cada institución. El debate gira en torno a cómo pueden interpretarse los mandatos, que siempre incorporaron la estabilidad financiera, a la luz de esta nueva noción de la misma y de las características del orden monetario internacional de la post-crisis. El otro costado sobre la relevancia de los mandatos es el de los contagios cross-border: la política monetaria de los países desarrollados debería tener en cuenta sus efectos en terceros países, con lo cual surge el cuestionamiento de cómo juegan los mandatos domésticos a la hora de esta internalización (col. 17). El tercer elemento de los problemas institucionales es cómo diseñar el sujeto legal que implemente las políticas macroprudenciales y qué rol darle al banco central *vis a vis* otros actores como el ministerio de economía u otros reguladores.

La idea de que la tasa de interés también debe contribuir para lograr la estabilidad financiera revolucionó –o está revolucionando– el debate sobre cómo hacer política monetaria. En términos académicos implicó el cuestionamiento a la “Tinbergen rule”, según la cual cada objetivo debe tener su instrumento asociado y un instrumento no debería servir a dos objetivos simultáneamente. Hasta que este debate se consolidó –en el círculo académico, en el círculo de banqueros centrales y sobre todo en foros como el BIS–, se asociaba a la tasa de interés con estabilidad de precios y a las políticas micro-prudenciales y macro-prudenciales con la moderación del crédito, o el ciclo financiero. En el discurso de jun-09 Caruana refiere por primera vez a los problemas de una tasa de interés demasiado baja, más como diagnóstico de la crisis que como propuesta de implementación.

⁵⁹ “Zona gris” se utiliza aquí sin connotación negativa.

Luego, en feb-10 (2010a), la mención ya es hacia adelante, como necesidad de realizar política monetaria de manera más simétrica con el ciclo financiero.

La manifestación de este problema de tasa baja era la falta de éxito en generar la inflación deseada (a la Wicksell)⁶⁰, incentivando en cambio el apalancamiento y la toma de deuda privada (mayormente en mercados emergentes) y pública (en general, pero más fuertemente en los países más golpeados por la crisis, para dilatar el ajuste). Esto es: la tasa baja generaba/incentivaba la acumulación de desbalances financieros⁶¹. La dinámica era similar a lo ocurrido previo al estallido de la crisis, pero en la post-crisis la acumulación de desbalances se daba en los países receptores de la liquidez global que la FED estaba creando: los países en desarrollo, de mayor tasa de interés y por lo tanto atractivos de capital. De manera algo esperable, los desbalances financieros y la necesidad de normalizar prontamente la política monetaria son los problemas más repetidos en la post-crisis (32 y 30 menciones, respectivamente), que en la mayoría de las veces vinieron acompañados explícitamente de la necesidad de incorporar el ciclo financiero (24 menciones). Dado el rediseño integral del marco de política monetaria en este sentido, también fueron comunes las menciones en conjunto con el rol de las políticas macroprudenciales (24 menciones).

¿Cuáles eran exactamente los perjuicios de una tasa de interés demasiado baja? El contexto de tasa baja pasó a ser considerado una “trampa”. La tasa baja era parte integral de la política monetaria no convencional con la que se estaba “saneando” las hojas de balance de los bancos; se juzgaba que se debía superar la carga de la deuda de esas entidades para reactivar la economía. Pero, mientras tanto, los recursos para actividades productivas se asignaban de manera ineficiente (i.e., sin aumentos de productividad) y no había mecanismo para que las familias y las empresas “sintieran el rigor” de malas decisiones económicas, dado que el costo de diferir los pagos de deuda era atípicamente⁶² bajo. Como consecuencia de esta política de los países desarrollados, los países en desarrollo fueron construyendo vulnerabilidades monetarias y financieras. La apreciación de las

⁶⁰ El debate económico sobre la naturaleza de la inflación y la efectividad de la política monetaria está estrechamente vinculado con esto, pero queda fuera del presente estudio. Refiere a cómo los bancos centrales domaron la inflación durante la Gran Moderación, qué rol cumplieron en ese camino los marcos de inflation targeting y qué rol los factores de oferta.

⁶¹ Vinculado con el problema de desbalances financieros, una consecuencia adicional de las tasas bajas prolongadas fue comprometer los márgenes de ciertas industrias financieras, por ejemplo los fondos de pensión y los propios bancos. Los contratos de mediano o largo plazo (ejemplo, regímenes previsionales) sujetos a estos márgenes se volvieron más difíciles de cumplir.

⁶² Si dijéramos “anormalmente” en lugar de “atípicamente” implicaría adentrarnos en la discusión sobre si el contexto de tasas bajas de la post-crisis debe ser considerado una nueva normalidad (“a new normal”; ver (BIS, 2016b)) o anormal. Esta discusión es más amplia que la de la presente investigación y no es directamente abordada aquí. En cambio, se usa aquí la familia de palabras de “normal” pasando por alto este matiz.

monedas emergentes (por entrada de capitales) era un incentivo para el sector privado local a emitir deuda en su moneda. Si, para evitar que se acumulara una deuda creciente impagable, el banco central subía la tasa de interés, en caso de hacerlo demasiado tarde podía agravar la situación de sus deudores, que tenían que servir intereses mayores. A este problema se lo conoció como “risk-taking channel of currency appreciation” (Caruana, 2016e). Tal situación podía volverse inevitable si, por ejemplo, la suba de tasas se daba primero en un país desarrollado. Para defender la moneda propia evitando la salida masiva de capitales, el banco central del país en desarrollo podía responder con una suba de tasas y caía en el problema descrito (Caruana, 2014a). Si, en cambio, elegía dejar flotar hacia abajo la moneda propia, también aumentaba la carga de la deuda, pero de la nominada en moneda extranjera, que en general es una porción relevante en estos países. De una u otra manera las dificultades tanto monetarias como financieras eran visibles y surgían por la interacción entre los regímenes monetarios y financieros de los países desarrollados y en desarrollo. Este era el costado de “contagio” (a otros países) de los problemas de la tasa baja, además de los problemas de ineficiencia para las firmas domésticas. Previo a la crisis se identificaba solamente al segundo problema, es decir, el de la asignación de recursos de manera ineficiente. En la post-crisis el más relevante pasó a ser el primero.

El riesgo de que la política monetaria no convencional y las tasas bajas duraran demasiado fue permanente en la agenda de los años bajo estudio, aun luego de que la política monetaria hubiera mostrado las primeras señales de normalización en el “FED tapering” de 2013 y luego de que la tasa hubiera empezado a subir en E.U. a fines de 2015. El cuestionamiento principal del BIS a la práctica de los banqueros centrales era que no se debía esperar que el crecimiento y el déficit fiscal estuvieran en el sendero sostenible de pre-crisis para volver a la normalidad en la política monetaria. Más bien al contrario, retrasar la normalidad de la política monetaria podía imponer obstáculos a aquellos objetivos: al déficit fiscal por financiar barato el creciente déficit presente y al crecimiento por posponer la necesidad de implementar reformas estructurales (laborales, productivas, etc.). En este sentido, se le estaba exigiendo demasiado a la política monetaria para salir de la recesión, en un contexto de restricción política para bajar el déficit fiscal (agravado por la crisis) en los países desarrollados. De este modo, la normalización tardía (col. 12) está ligada con el problema persistente del déficit fiscal, por eso se ve que este último problema (col. 1) siguió siendo relevante en los años de la post-crisis. De hecho, 8 de las 10 referencias al problema fiscal en los discursos de la post-crisis vino de la mano de referencias también al problema de normalizar tardíamente la política monetaria. Otro modo de verlo es: ante la inexistencia de espacio fiscal para salir de la crisis, se agotó rápidamente el espacio monetario (la “conventional monetary policy” se

volvió y permaneció “unconventional”) y no quedaron motores para la economía. En ese contexto, según la visión de los policy-makers, un impulso recesivo sería más nocivo que las consecuencias financieras de dejar la tasa baja. A esta combinación de factores que elevaron año a año los costos de salida de la tasa baja el BIS la llamó “dominancia financiera”. Y al fenómeno político de esperar resultados solo de la política monetaria en lugar de otras políticas (como la fiscal), considerándola casi omnipotente, se la llamó “dominancia de expectativas” (Caruana, 2014c).

En el fondo, la visión del BIS sobre la necesidad de normalizar las tasas tenía detrás algo más abarcativo: una visión sobre la naturaleza de las crisis. Una naturaleza que, en el caso de la crisis de 2007-8, puede ser distinta de aquella que formaba parte del marco teórico de los banqueros centrales a la hora de hacer política monetaria. La respuesta de política monetaria debería ser distinta frente a una crisis que se considera de faltante de demanda respecto de una que se considera de “hojas de balance”. Si bien esto ya pertenece directamente al campo académico, tiene también implicancias de política directas. Caruana lo resume en las visiones “shortfall of demand view” y “balance sheet view” (Caruana, 2014b); esta diferenciación es central y se retoma debajo en el capítulo “6.3.1. La redefinición de la política monetaria en sentido interno: los desbalances financieros”.

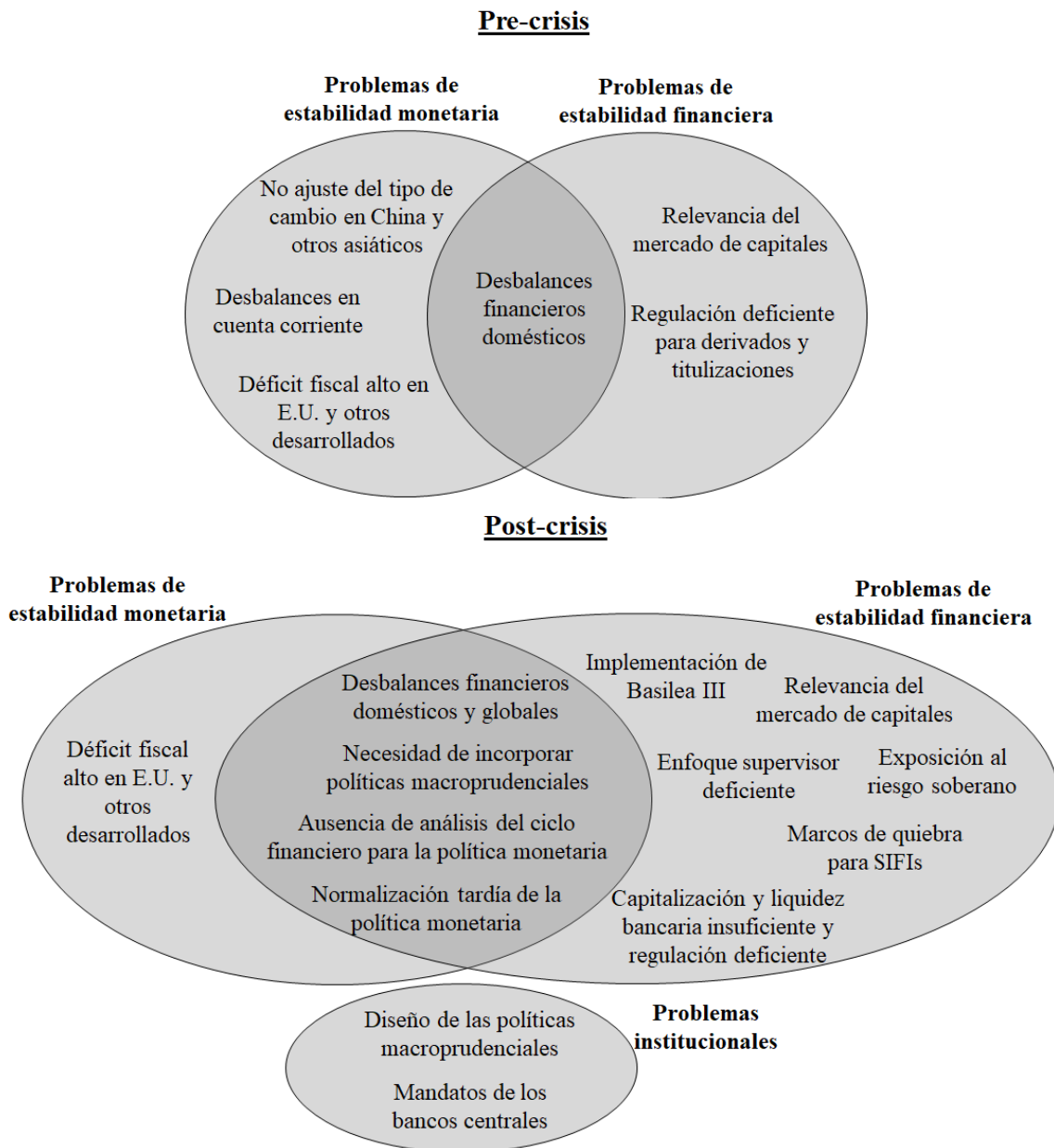
Resumiendo, del análisis de los discursos de los gerentes generales del BIS en la post-crisis pueden extraerse 4 grandes grupos de problemas, que en orden de más a menos importantes son:

- 1) Problemas conjuntos de estabilidad monetaria y financiera (110 menciones; 48% del total). Refieren a cómo hacer política monetaria y sus problemas asociados, qué lugar ocupan en el marco de política monetaria el ciclo financiero, las políticas macro-prudenciales y las consecuencias de la tasa de interés baja.
- 2) Problemas micro de estabilidad financiera (78 menciones; 34% del total). Refieren a la exposición de los bancos y las instituciones del mercado de capitales a riesgos financieros y cómo promover su gestión prudente mediante la regulación y supervisión, condensadas en Basilea III. Incluyen la implementación consistente entre países de esas reformas.
- 3) Problemas institucionales (27 menciones; 12% del total). Se refieren a cómo juegan los mandatos de los bancos centrales a la hora de garantizar la estabilidad financiera y a la hora de internalizar los contagios que la política monetaria de los países desarrollados tiene en terceros. También incluyen el diseño de las políticas macroprudenciales, qué organismo las ejecuta, qué rol tiene el banco central, etc.

- 4) Problemas de estabilidad monetaria (15 menciones; 7% del total). Incluyen principalmente los problemas fiscales de los países, con posiciones golpeadas por el impacto de la crisis, que a su vez son una limitante para salir de la misma (por el escaso margen fiscal) y una fuente de contagio para el sector financiero (por la exposición a bonos públicos).

En el Gráfico 11 se muestra una visualización de los problemas más importantes de la pre- y post-crisis de manera comparada según los discursos del BIS.

Gráfico 11. Problemas más importantes de la pre- y post-crisis según los discursos del BIS.



Fuente: elaboración propia.

6.3. Los problemas más importantes de la post-crisis

Habiendo repasado la agenda de los problemas más relevantes de la post-crisis desde la óptica del BIS, se observa que la actividad del banquero central recibió replanteos y problematizaciones de diversos tipos. Las preguntas más importantes –en el sentido de “más revolucionarias”– han girado en torno a las herramientas, a los objetivos y al marco teórico (macroeconómico).

Algunas preguntas son reversiones de problemas conocidos: ¿cómo impacta la política monetaria de un país (por ej., central) en otro (por ej., en desarrollo)? ¿cómo debe responder el banquero central frente a una recesión? ¿y frente a una expansión? ¿y frente a un boom de precios de activos financieros? ¿importa para un país el ciclo financiero de otros países? ¿cuáles son los canales de contagio relevantes? ¿cómo diseñar la regulación prudencial para mantener a raya el riesgo sistémico? ¿cómo respaldar al mercado con liquidez sin dar incentivos al riesgo moral? ¿cómo tratar regulatoriamente a las exposiciones de los bancos de compleja medición?

Otros problemas de la post-crisis son mayormente novedosos: ¿sirve la tasa de interés para lograr el objetivo de estabilidad financiera? ¿qué lugar ocupan las políticas macroprudenciales? ¿están preparados institucionalmente los bancos centrales para garantizar la estabilidad financiera? ¿hasta qué punto es efectiva la política monetaria para impulsar/sostener la demanda en un entorno de tasa cero? ¿influye la política monetaria actual en el espacio (la “munición”) para política monetaria futuro? ¿es suficiente el set inflation targeting + tipo de cambio flexible para lograr los objetivos de la política monetaria?

Para ordenar estos problemas y analizar cada uno con algo más de profundidad, los identificaremos como 5 problemas principales. Este es más bien un re-ordenamiento de los problemas identificados en los discursos, un reordenamiento más acorde con dos objetivos. El primero, caracterizar la interconexión entre estos problemas; es decir, no enfocarse en la naturaleza micro, macro, institucional, etc, sino qué lugar ocupa cada uno y qué relación tienen. El segundo objetivo, sentar las bases para identificar respuestas cooperativas a estos problemas en la siguiente sección.

Los dos problemas más relevantes de la post-crisis son la redefinición de la política monetaria en el sentido interno y en el sentido externo. En el sentido interno, refiere a la preocupación por los desbalances financieros (el “punto ciego” del sistema, como lo llamó Caruana (2015e)) que surgen o se exacerbaban por la política monetaria. Es decir, este planteo incorpora el ciclo financiero a la política monetaria, entendiendo que de otro modo no podría cumplirse con el objetivo de estabilidad financiera del banco central en el mediano o largo plazo. La redefinición en el sentido externo –en

el sentido de efectos “externos” al país de referencia– refiere a incorporar los efectos contagio a la hora de hacer política monetaria. Está más directamente vinculado a la necesidad de cooperación, porque es en sí mismo una externalidad, un efecto que en principio sentirán otros (“spillover”), si bien luego puede volver y afectar también al país de origen (“spillback”).

Las dos redefiniciones tienen en común que representan problemas conjuntos de estabilidad monetaria –efectos reales de la tasa baja– y financiera –efectos financieros de la tasa baja– y que son novedosos, desafían el estado del arte académico y el statu quo del instrumental de los policy-makers al llegar a la crisis. Eran preocupaciones que algunos analistas divisaban en los años inmediatos anteriores a la crisis, pero no formaban parte de los desafíos más relevantes una década antes. Además, estas dos dimensiones pueden ser tangentes a la hora de manifestarse: el ciclo financiero (acumulación de desbalances) puede ser fogoneado en un país por política monetaria demasiado expansiva en otro país (contagio), en cuyo caso se combinan la importancia de la redefinición interna y externa. Pero también tienen cada uno elementos propios: puede estar acelerándose el ciclo financiero (se ha referido a esto mismo con la expresión algo más controversial “generación de burbujas”) en, por ejemplo, Estados Unidos, a partir de una demora de la FED en volver a un entorno de tasas reales positivas luego de la crisis, en cuyo caso hay desbalances sin contagio cross-border. Por otro lado, el contagio cross-border tiene dimensiones que acompañan desde hace décadas a los banqueros centrales y no involucran necesariamente desbalances: arrastres del tipo de cambio, cambios en precios de activos financieros, en los *term premium*, entre otras. Es interesante notar el quiebre que significó la crisis en el modo de pensar estos dos fenómenos: previo a ella, las 6 menciones a los desbalances financieros en los discursos del BIS se dieron en soledad, se los pensaba simplemente como sobre-inversión en sectores reales, por ejemplo, el inmobiliario. En cambio, luego de la crisis, casi la totalidad (29 de 32) de las menciones a los desbalances vinieron acompañadas o bien de incorporar al ciclo financiero (propio y de otros países) a la hora de hacer política monetaria (col. 14) o bien de la normalización tardía de la política monetaria (col. 12), o referencias a ambos.

El tercer problema, o discusión, surge en buena medida como consecuencia de los dos anteriores y puede englobarse debajo del mandato de los bancos centrales, incluyendo algunas preguntas sobre herramientas y otras sobre objetivos. Las dos aristas principales de la discusión sobre los mandatos y objetivos del banquero central son: ¿cómo afrontar la asimetría entre responsabilidades domésticas y efectos/problemáticas globales? y ¿se cuenta con los arreglos institucionales necesarios para incorporar a la estabilidad financiera en la política monetaria? El problema de los mandatos sugiere la pregunta de si en verdad son ellos el problema. Más bien es una discusión

motivada por otros problemas: no incorporar los efectos contagio y cómo incorporar la estabilidad financiera de mediano plazo (y no las fluctuaciones del ciclo en el corto plazo) en la decisión sobre tasa de política monetaria. En otras palabras: hay lugar para reinterpretar los mandatos a la luz de estos nuevos desafíos; en la óptica del BIS no se pretende necesariamente modificarlos, es materia de discusión. Más bien es el costado institucional del problema sobre cómo reformular la política monetaria para dirigirla de un modo más sostenible desde la perspectiva del sistema⁶³ monetario internacional.

El cuarto problema surge también como consecuencia de los dos primeros y trata sobre la redefinición del marco integral (“marco analítico”, “marco de política”, entre otros términos utilizados casi indistintamente en la literatura) con el que cuenta el banquero central, el combo *inflation targeting* + tipo de cambio flexible incuestionado hasta la crisis. Un poco como un mensaje tardío que llegó desde los países en desarrollo a los países desarrollados, se evidenció que ese *toolkit* no fue suficiente y necesitó complementos y redefiniciones. En cuanto a las redefiniciones, se pasó a cuestionar principalmente la capacidad del tipo de cambio flexible de aislar/proteger a las economías de shocks externos y se hizo mayor foco en los riesgos que puede acarrear su uso. Por su parte, respecto de los complementos, la novedad fueron las políticas macroprudenciales –ya aplicadas desde antes de la crisis por los países en desarrollo–, no como una herramienta esporádica sino como parte del marco integral del banquero central. Con esta redefinición, bastante radical, surgieron discusiones sobre qué rol ocupa cada política; por ejemplo, si debe aplicarse política macroprudencial para moderar el ciclo de corto plazo o si, más bien, ese objetivo es de la política macroeconómica (no solo monetaria sino también fiscal) y en cambio la política macroprudencial debe apuntar al mediano plazo. Lógicamente, al intentar integrar estas herramientas en los marcos de política, se hicieron necesarias también definiciones operativas, más que teóricas, que siempre son las más complicadas de lograr. En virtud de ello, se profundizó la necesidad de definir de manera homogénea (entre países) a la política macroprudencial.

El quinto y último problema refiere a la regulación y supervisión financiera: tanto durante como después de la crisis –solo tíbiamente antes– los problemas de estabilidad financiera a nivel micro fueron parte de la agenda. Las reformas de Basilea III fueron sucesivas y densas y se acordaron y calibraron en detalle en el ámbito del BCBS. Desde el punto de vista del buen funcionamiento del

⁶³ En este caso es más preciso hablar de “sistema” que de “orden”, porque referimos a la interacción de las variables macroeconómicas; es decir, cómo se conjugan, por ejemplo, una tasa baja en los países desarrollados con el sistema financiero de los países en desarrollo. Ese es precisamente el problema detrás de la institucionalidad de las reglas del juego, reglas que sí están contenidas en el orden (y no sistema) monetario internacional.

orden monetario internacional, la preocupación era que la implementación de estas reformas fuera consistente entre países y que apuntaran a resolver los problemas más urgentes: capitalización y liquidez de los bancos y luego la gestión del riesgo y un marco de resolución (quiebra) exigente para las entidades sistémicamente importantes. Un punto adicional de la agenda del BCBS, también como lección de la crisis, fue la necesidad de fortalecer el enfoque supervisor e incorporar en él a las instituciones del mercado de capitales importantes, dada la relevancia de este mercado en la post-crisis.

6.3.1. La redefinición de la política monetaria en sentido interno: los desbalances financieros

Como se comentó anteriormente, la preocupación por los desbalances financieros en verdad era importante aún antes de instalarse en el centro de la escena. Por lo tanto, es útil empezar por cómo afectaba la política monetaria al ciclo financiero en la antesala de la crisis.

En la misma línea que los discursos del BIS, King⁶⁴ (2016) afirma que el problema que llevó a la crisis fue una interacción entre tasas de interés demasiado bajas, fragilidad financiera y desajustes en la asignación de recursos (inversiones). Pero profundiza sobre el dilema de cooperación que enfrentaban los bancos centrales durante el boom. Este dilema de cooperación no es otra cosa que una combinación de desbalances y efectos contagio, reforzándose mutuamente. Mientras se acumulaba deuda y se crecía a tasa acelerada (previo a la crisis), el gasto privado tomaba una trayectoria que ex post se reveló no sostenible. Sin embargo, para cada banco central individualmente, hubiera sido difícil domar ese ciclo subiendo la tasa doméstica, porque probablemente sólo lograría apreciar el tipo de cambio por la entrada de capitales. Ese efecto apenas desaceleraría las exportaciones netas, lo que a su vez empeoraría el déficit externo, sin influir fuertemente en el gasto privado doméstico. Para el banco central que moviera primero, la suba de tasa implicaría auto-inducirse una recesión que se agravaría con los problemas de repago de la deuda de los agentes que habían acumulado los desbalances financieros durante el boom. Para moderar el gasto privado y llevarlo hacia una trayectoria sostenible, el movimiento hacia arriba de tasas debía ser al menos de los bancos centrales más importantes; y se debería haber hecho varios años antes del estallido de la crisis.

⁶⁴ La posición de Mervyn King es particularmente destacable dado que fue el banquero central del Reino Unido desde 2003 hasta 2013.

Más tarde, Caruana explicaría este mismo dilema de coordinación global al fijar la tasa de interés, pero en la versión post-crisis. El entorno global de tasas bajas dificulta a todos los banqueros centrales el poder salir de la tasa baja en la economía doméstica:

“Even more telling is the frequent complaint that it is exceedingly hard to set policy rates appropriately when they are so low in the larger economies. The strategic aspects of the overall situation are apparent. The more countries find themselves in this condition, the harder it is for any one of them to deviate. This is true regardless of the specific concern underlying the policy response. As a result, a very accommodating monetary policy can become entrenched globally.” (Caruana, 2012i, pág. 8).

La explicación de King sobre por qué se llegó a la crisis coincide con la provista por Caruana en (algunos de) sus discursos en dos aspectos: otorgan un rol relevante a los desbalances globales (en cuenta corriente) y a la política monetaria relajada (tasa baja) como factores que magnificaron la crisis:

“Resistance through unprecedented accumulation of foreign exchange reserves and their reinvestment in the core economies helped keep long-term interest rates down and boost credit expansion there. In this way, the symbiotic relationship between leverage-led growth in several industrial countries and export-led growth in other economies contributed to sustaining the unsustainable for too long” (Caruana, 2009a, pág. 3).

“Countries such as China and Germany, for different reasons, pursued policies to encourage exports, ensured their exchange rates were undervalued, and as a result ran large trade surpluses. The arithmetic consequence of those trade surpluses was significant lending to the rest of the world. From the early 1990s, more and more savings were invested in the world capital market. Long-term real interest rates – which move to match savings and investment – started to fall. By 2008 they had fallen from over 4 per cent to below 2 per cent a year.” (King, 2016, pág. 319).

Sin embargo, King remarca que, en su visión, la causalidad iba del gasto insostenible a los stocks de deuda en los años del boom; mientras que, según él, la visión de Caruana sostiene la causalidad inversa. Este contrapunto vale más allá de estos autores y es general: la tasa baja, el gasto privado y el endeudamiento en E.U. (y algunos otros países desarrollados) fueron factores centrales para darle

a la crisis la magnitud que finalmente tuvo, pero sobre los que no hay consenso en la repartija de roles durante ese proceso. Lo interesante es que una vez que la crisis explotó y pasó su peor momento, el desacuerdo se transformó en acuerdo: la tasa baja durante tantos años posteriores a la crisis se pasó a percibir mayoritariamente como un problema que podía estar construyendo nuevas vulnerabilidades financieras. De ahí la presión para hacer política monetaria de manera más simétrica con el ciclo. No se estaba atacando el problema de raíz y se estaba intentando, de vuelta luego de la crisis, sostener la economía a flote solo con política monetaria⁶⁵. Esto pasó a ser una voz común (excluyendo al posicionamiento público de los banqueros centrales en funciones):

“A worry is that monetary policy would be pressured to do still more because not enough action has been taken in other areas. While central bank actions can buy time, they cannot substitute for balance sheet repair or reforms to raise productivity and growth. Central banks cannot solve the problems neglected by other policies.” (Caruana, 2012d, pág. 2)⁶⁶.

“Policy-makers allowed the disequilibrium to build up, then correctly adopted a Keynesian response to the downturn in 2008-9 but failed to tackle the underlying disequilibrium. Understandably concerned with the paradox of thrift, they adopted policies that led to the paradox of policy –where policy measures that are desirable in the short term are diametrically opposite to those needed in the long term” (King, 2016, pág. 326).

Al compartir la visión sobre el rol de la política monetaria en la post-crisis, King y Caruana compartían también la conceptualización de la crisis como cargas de deuda demasiado elevadas que no deberían haber tenido lugar en un principio (“balance sheet view”) y mucho menos volver a construirse luego del esfuerzo del regulador en sanear las hojas de balance de las entidades críticas. Esta visión pone en el centro a la toma de deuda (desbalances financieros), así fuere que haya surgido como causa o como consecuencia del gasto no sostenible en términos de los ingresos del sector privado. La recomendación de política en los años posteriores a la crisis fue retornar a una

⁶⁵ Caruana recurre a la analogía de una enfermedad y el tratamiento médico incorrecto: *“If a medicine does not work as expected, it’s not necessarily because the dosage was too low. Maybe instead the overall treatment, and the role of the medicine within it, should be reconsidered. Most likely something else is needed”* (Caruana, 2013a, pág. 4).

⁶⁶ Esta es una de las primeras y tantas referencias directas en los discursos del gerente general del BIS al problema de estar exigiéndole a la política monetaria todo lo que otras políticas no estaban haciendo. Ver, por ejemplo, el discurso de may-13 (2013a) o jun-16 (2016d).

trayectoria sostenible de absorción interna en cada país⁶⁷. En contraposición a esta visión, se podía pensar a la crisis como un faltante de demanda (“shortfall of demand view”), que es en los hechos el enfoque que parecían seguir los banqueros centrales y políticos, con un norte político de recuperar la producción y el empleo en el corto plazo, sin la sostenibilidad de mediano plazo en miras. En línea con esto, según Borio (2019b), parte del problema para los policy-makers en la actualidad es la escasa tolerancia a las recesiones que son propias del sistema capitalista. Está en el aire la visión de que el banquero central tiene la capacidad de evitar las crisis o poder impulsar el crecimiento en cualquier contexto⁶⁸ y eso ha llevado a exigir demasiado a la política monetaria. Esa sobreexigencia desembocó en un escenario de reducción de espacio monetario y reducción de espacio fiscal, dado que tasas bajas “hoy” condicionan el camino hacia tasas bajas “mañana”, para no comprometer la solvencia de los agentes endeudados, principalmente del sector público (Borio, Disyatat, & Rungcharoenkitkul, 2019). El resultado final es política monetaria más inefectiva en el entorno de tasa cero y la incursión en tasas negativas para intentar dinamizar el ciclo bajando la tasa real. En este contexto, la tendencia declinante de las tasas de interés reales de largo plazo es más consecuencia que causa de la política monetaria (demasiado) expansiva durante tantos años pre- y post- crisis.

La crítica a la práctica de los banqueros centrales es de estudio relevante no por el señalamiento en sí, sino porque estos problemas persisten en la post-crisis y refieren a cómo hacer política monetaria de un modo que no repita los errores que llevaron (o ayudaron) a la crisis. Puesto en este marco general, la interpretación de los errores cometidos lleva a reformular la política monetaria (siempre aún dentro del sentido interno) en dos dimensiones. La primera dimensión es la “estrecha”, enfocada en la función objetivo del banquero central: ¿qué se debe hacer cuando el ciclo financiero va más rápido que el económico; es decir cuando hay stocks de deuda creciendo aceleradamente? La segunda dimensión es la “amplia” y contiene a la primera; refiere al marco analítico del banquero central y las herramientas más adecuadas: ¿debe modificarse el *toolkit* basado en inflation targeting de los banqueros centrales? ¿cómo fueron posibles tantos años de tasa baja? es decir, ¿por

⁶⁷ Esta configuración recuerda a las épocas de diplomacia monetaria del G3 en los años ‘80, cuando Estados Unidos presionaba a Japón y Alemania para que tomaran medidas fiscales expansivas que quitaran presión de apreciación al dólar y rebalancearan los resultados externos. En la post-crisis de los 2000 la necesidad era similar pero el rumbo fue distinto: hubo presión sobre el régimen cambiario de China más que sobre el balance fiscal de otros países desarrollados. Ciertamente, también habían cambiado el mapa geopolítico y los patrones de comercio.

⁶⁸ Extremando el punto, podría decirse que esta visión de “demanda social” al banquero central en la actualidad es una continuación/profundización del fenómeno señalado por Eichengreen: la reducción de la capacidad política del banquero central en épocas de patrón oro y cambio-oro de realizar los ajustes necesarios para garantizar la convertibilidad, dado que actores políticos como los sindicatos habían ganado peso.

qué el ciclo financiero fue tan acelerado? Y en particular, ¿qué rol jugó la propia política monetaria y qué rol jugaron los factores reales en la acumulación de desbalances financieros tanto antes como después de la crisis? En este título se desarrolla el replanteo en su dimensión estrecha y se deja la dimensión amplia para ser desarrollada en el título “La revisión del marco integral del banquero central”.

La pregunta desde la que se parte es si y cómo el banquero central debe incluir el ciclo financiero a la hora de hacer política monetaria, un punto central de la agenda post-crisis según se desprende de los discursos del BIS. El consenso –incluidos los policy-makers– es que alguna medida de estabilidad financiera debería ser incorporada en el marco de política monetaria, pero la operacionalización es más discutida. Según un grupo de académicos, la regla de Tinbergen – también conocida como “*separation principle*”– debería ser directamente abandonada en la práctica. Si bien el banco central no debería intentar identificar burbujas, sí debería asegurarse que la política monetaria no contribuya a formaciones de precios de activos que pueden revertirse luego de manera abrupta⁶⁹ (Brookings Institution, 2011). King (2016), en sentido similar, asigna al entorno de tasas bajas un rol en el ciclo financiero tanto antes como después de la crisis. Sin embargo, tiene una diferencia fundamental en el sentido de recomendación de política: es escéptico (y desrecomienda) sobre la posibilidad de que un banquero central pueda identificar mejor que el sector privado dónde se está generando un desbalance⁷⁰. Esta observación de King es relevante porque permite hacer el contrapunto con la posición del BIS, como se observa en las frases introductorias al inicio de este capítulo. Según Caruana, precisamente, la pregunta a contestar no es si se deben identificar los desbalances financieros en tiempo real: “...*the way the question is posed is important. The question is not whether monetary policy should target asset prices. The question is how monetary policy can be more symmetrical and lean against the build-up of financial imbalances.*” (Caruana, 2010a, pág. 7). En otras palabras, el diagnóstico es común pero la recomendación difiere.

⁶⁹ Los discursos del BIS van en el mismo sentido: “*Certainly, it would be tempting to make a neat Tinbergian assignment in which we would assign a single policy instrument to each policy objective. In such a world, interest rate policy would be assigned to stabilise prices, while prudential policies would be dedicated to maintaining financial stability. Attractive as such simplicity may be, the approach would be flawed. In fact, the two objectives are interrelated and complementary, particularly over longer time horizons.*” (Caruana, 2010f, pág. 7).

⁷⁰ “*To suggest that monetary policy has the purpose of preventing the economy from getting into an unsustainable position is tantamount to arguing that central banks should, on occasions, target the real equilibrium of the economy and not just price stability – a much deeper and more difficult question than that of whether a central bank should have a dual or a single mandate.*” (King, 2016, pág. 172).

Probablemente el aporte más acabado de la redefinición de la función objetivo de la política monetaria de un modo que incluya los desbalances financieros es el provisto por los propios funcionarios del BIS. El marco de política monetaria debe incluir la noción de equilibrio financiero (Borio, Disyatat, & Rungcharoenkitkul, 2019), en contraposición al equilibrio monetario, que sería aquel al que se quiere tender llevando la tasa de política monetaria a la tasa “wickselliana” que minimiza las brechas de precios y producto, como indica la regla de Taylor. Dicho de otro modo, la brújula para hacer política monetaria debería incorporar los desbalances financieros, dado que, como quedó en evidencia al desatarse la crisis, la brújula de precios no fue suficiente para garantizar la estabilidad financiera ni tampoco la monetaria. El ciclo financiero no formaba parte del proceso de policy-making (o no en la medida necesaria) y jaqueó los objetivos del banquero central, algo que no sólo de algún modo se veía venir sino que no era del todo nuevo en la historia. Lo que sí es nuevo es la construcción teórica que surgió en respuesta y pretende incorporar esta medida a la política monetaria.

En cierto modo, esta construcción continúa aquellos aportes que señalan al “risk-taking channel” y la mala asignación de recursos como peligros del contexto de tasas bajas (Borio & Zhu, 2008), entre otros motivos por no sentir el rigor de la restricción inter-temporal y poder posponer pagos a bajo costo (“zombie firms”, (Banerjee & Hofmann, 2018)). También se nutre de los aportes que miden el impacto de los desbalances financieros en términos de pérdida de producto; es decir, el impacto de las crisis financieras (Laeven & Valencia, 2008), entre muchos otros). En el ámbito de los Comités del BIS también se ha intentado simular el impacto de tasas bajas por un largo período, precisamente para conocer el contrafáctico –evitado– de subir la tasa para tender hacia un sendero normalizado (CGFS, 2018). Esta construcción teórica rivaliza con los modelos que incorporan los desajustes en el mercado de crédito como “fricciones”, ya que éstos solo asignan un rol secundario al mercado financiero. Según estos modelos, en ausencia de shocks, el mercado de bienes se ubica en el sendero sostenible de largo plazo (Brunnermeier & Sannikov, 2012) proveen una revisión de literatura al respecto).

Un debate académico adicional que está detrás de estas discusiones de política es el rol de los desbalances en cuenta corriente y en cuenta financiera. Si bien los desbalances en cuenta corriente fueron parte del discurso del BIS para explicar cómo se llegó a la crisis, luego se viró hacia un foco en la cuenta financiera, alegando que los flujos netos (reflejados en la cuenta corriente) no sirven para detectar amenazas a la estabilidad financiera y en cambio se deben mirar los flujos de capitales brutos. Esta visión comenzó a aparecer en los discursos del BIS a medida que ganaba importancia el problema de los efectos contagio (“spillovers”, ver siguiente título).

En palabras de Caruana,

“What I am saying is that it is also important to monitor gross capital flows and their composition. It is gross rather than net flows that often matter for monetary and financial stability. Current accounts and the corresponding net capital flows say very little about financing activity, intermediation patterns, leverage use or liquidity mismatches” (2011b, pág. 3).

Más directamente, el problema no son los flujos netos con China (y otros asiáticos) sino los flujos brutos con Europa por la actividad de intermediación financiera: *“...the trans-Pacific savings glut story obscured the trans-Atlantic banking glut”* (Caruana, 2017a, pág. 5). Desde entonces, la visión del BIS ha sido avanzada y refinada por estudios de su línea técnica⁷¹, en una especie de conversación con el mundo académico y de policy-making, siempre en la línea de que la cuenta corriente no es parámetro de vulnerabilidades financieras.

Se han enunciado algunos de los debates académicos que se cruzan en la reformulación de la política monetaria abordada en este título. Estos debates se dan en terrenos mixtos entre la academia y los policy-makers. Abordar aquí todos los debates académicos que están detrás de la discusión sobre cómo reformular la política monetaria desviaría demasiado el foco de este trabajo. Por ello, a continuación se profundiza sólo en el debate académico más directamente vinculado al marco de política monetaria, el de la tasa “de equilibrio”. Ver Recuadro 3 para una mención a cómo se contraponen la visión del BIS basada en los desbalances financieros con teorías rivales.

Recuadro 3. La visión del BIS y algunas discusiones académicas relevantes de la post-crisis.

En la post-crisis ha habido discusiones académicas alrededor de las finanzas internacionales no necesariamente ligadas a la práctica del banquero central y discusiones sobre la práctica del banquero central no necesariamente ligadas a las finanzas internacionales. En ambos grupos hay teorías que forman parte del cuerpo que sostiene recomendaciones de política y visiones sobre cómo debe reformularse la política monetaria; de ahí su relevancia. Las siguientes son algunas de las discusiones más importantes, conectadas entre sí, en las que los oficiales del BIS han sido protagonistas al desafiar las visiones preexistentes:

- a) Relevancia de la cuenta corriente para la estabilidad financiera. La visión dominante en la pre-crisis otorga a los desbalances globales (en cuenta corriente) un potencial efecto

⁷¹ A menudo, lo que se ve es un avance conjunto de los estudios del MED del BIS y la línea de los discursos del gerente general. En ese sentido, (Borio & Disyatat, 2011) es uno de los primeros estudios en esta línea con foco en los flujos brutos de capitales en lugar de las cuentas corrientes.

desestabilizador por el aumento del tamaño de deudas netas entre países (Bernanke, 2005) (Blanchard & Milesi-Ferretti, 2011) (Krugman, 2009). En la post-crisis esta visión se puso en disputa y se pasó a considerar a la cuenta financiera como el canal relevante en términos de amenazas a la estabilidad financiera. El razonamiento es: los flujos de capitales brutos (fuentes de financiamiento) y no netos (ahorro) son los que se acumulan en los balances de los agentes y por lo tanto determinan sus posiciones de deuda (Borio & Disyatat, 2011) (Borio & Disyatat, 2015) (Borio, 2016).

- b) “Safe Assets Hypothesis”, ¿válida o no? Algunos autores ven un problema en el ritmo de crecimiento de los países emergentes y el ritmo de crecimiento de los activos seguros en el mundo, típicamente *treasuries* que emite el Tesoro de E.U. para financiar su déficit fiscal. Si lo primero crece más rápido que lo segundo, habría necesidad insatisfecha de activos seguros para guardar como reservas (Gourinchas & Jeanne, 2012) (Gorton & Ordoñez, 2013) (Gourinchas & Rey, 2016) (Caballero, Farhi, & Gourinchas, 2017). Es una especie de versión siglo XXI del dilema de Triffin (ver cap. 4). En línea con la visión que cuestiona al dilema de Triffin como explicación de la caída de Bretton Woods, algunos autores postulan que la oferta de activos seguros no es un problema porque puede ser confeccionada (McCauley, 2019) (Bordo & McCauley, 2017).
- c) Determinación de la tasa real de interés por factores reales o monetarios. Desde antes de la crisis y también luego de ella, distintas teorías han explicado la caída tendencial de la tasa de interés real de largo plazo por factores reales (Summers, 2015) (Bernanke, 2015). En la post-crisis se comenzó a disputar esa visión, planteando que la propia política monetaria juega en verdad un rol clave en determinar la tasa de interés real de largo plazo, una tasa que el banquero central debería tomar como exógena según la práctica convencional (Borio, Disyatat, Juselius, & Rungcharoenkitkul, 2017) (Borio, Disyatat, & Rungcharoenkitkul, 2019). No quiere decir que el banquero central en el corto plazo puede elegir la tasa real sino que en el largo plazo esta última está afectada por la tasa de política. La relevancia de este contrapunto es cómo llevan una y otra teoría a definir la tasa de equilibrio o “wickselliana” (o siquiera que exista tal tasa) que el banquero central debería mirar para hacer política monetaria.

La condensación más importante del debate académico que se ha vuelto de policy-making es el de la noción de la tasa natural de interés, o “de equilibrio”. Es decir, la brújula para la política monetaria. Precisamente, la visión del BIS señala la necesidad de incorporar en esa noción de equilibrio al mercado financiero. De otro modo, no podría hablarse de estabilidad del ciclo

económico si se hace política solo con la regla de Taylor. La visión que conceptualiza la tasa natural de interés como aquella que equilibra el mercado de bienes (ahorro-inversión) a una tasa de inflación baja y estable deja de servir a los objetivos del banquero central si los desbalances financieros que emergen por causa de dicha tasa provocan luego una crisis con pérdida de producto e inestabilidad financiera. Actuar sin considerar los desbalances financieros, entonces, sería “miope”, no contendría el equilibrio de mediano plazo del mercado financiero. Eso es, de hecho, lo que ocurrió en los países centrales luego de la crisis al mantener tasas demasiado bajas. Se elevó cada vez más el costo de salida de esa tasa baja, por la acumulación de deuda privada y pública. Y eso ocurrió como consecuencia de no incorporar el efecto intertemporal de una tasa baja “hoy” en el producto “mañana”, como se comentó anteriormente (Borio, Disyatat, & Rungcharoenkitkul, 2019). Esta trampa de deuda (“debt trap”) no es distinta de lo que King llamó “paradox of policy”.

En palabras de Caruana,

“Over the past decades, central banks have tended to loosen monetary policy aggressively during a crisis, but to tighten only cautiously into the recovery. As a consequence, interest rates in many economies have gradually trended lower, remaining consistently below the average natural level that theory would predict for the cycle. This narrows policymakers' room for manoeuvre and, by entrenching distortions, complicates the task of normalising the policy stance. Instead, a more symmetrical approach is called for over the financial cycle, with monetary policy tightening more aggressively in the boom and easing less persistently during the bust.”
(2011f, pág. 4).

De hecho, al incorporar el ciclo financiero a la función objetivo del banquero central, puede decirse que también se está apuntando a la estabilidad de precios, pero con mayor consistencia intertemporal, debido a que se incorpora la posibilidad de crisis futuras (inestabilidad financiera) por los desbalances y el potencial impacto en deflación. *“Increasing interest rates to counter rapid credit growth and rising asset prices can be considered as a lengthening of the time horizon over which price stability is pursued”* (Caruana, 2011a, pág. 2).

Esta noción del horizonte temporal relevante para realizar política monetaria se esgrimió como fundamento para rediseñar el marco de política monetaria de un modo que preserve la estabilidad financiera en el mediano plazo. Otra manera de ponerlo es: en el mediano plazo, en lugar del corto, no hay tal trade-off entre la política monetaria según brechas de producto e inflación y la estabilidad

financiera. Ambas van en el mismo sentido⁷². La existencia o no de este trade-off es otra manera de resumir la divergencia de posiciones sobre si incluir el análisis del ciclo financiero al realizar política monetaria o no. De hecho, así lo reflejan las frases al inicio de este capítulo.

El problema analizado refiere, entonces, a cómo dotar de mayor simetría a la política monetaria respecto del ciclo financiero; es decir, cómo hacer política monetaria durante el boom. Una pregunta que surge es qué límites tiene esta redefinición respecto de la política monetaria cuando se ha desatado la crisis (el bust). El consenso es que, tal como los bancos centrales han hecho mayormente en la crisis de 2007-8 y como era saber convencional desde antes (regla de Bagehot mediante), lo deseable es inyectar liquidez cuando se ha desatado la crisis. El problema es la situación intermedia: cuando el desbalance financiero se está acumulando y una suba de tasa (o implementar una medida micro o macroprudencial) puede precipitar la crisis. Es decir, el problema para el banquero central es ubicarse temporalmente respecto del momento del ciclo financiero hasta el cual es deseable subir la tasa. Es difícil de identificar ex ante si aún es deseable moderar el ciclo financiero o si ya se llegó a ese “punto de no retorno” (Mehrling, 2010). Pero lo cierto es que esa identificación es difícil desde siempre para el banquero central o para otro participante del mercado. La problematización de la post-crisis gira más bien en torno al punto de que, si ya se llegó a ese entorno, es demasiado tarde y la política monetaria más simétrica con el ciclo financiero debería haber llegado antes. No es un buen argumento el encontrarse permanentemente pasado ese límite. Por eso la crítica es válida principalmente para el tardío retorno a niveles de tasa “normales” en la post-crisis, no para los meses previos a la crisis, cuando probablemente ya era demasiado tarde. Más en general, considerar el mercado financiero a la hora de hacer política monetaria no evita una crisis (precisamente, ese no es el rol del banquero central), simplemente se considera más consecuente con el objetivo de estabilidad financiera del banco central, es “moverse en la dirección correcta” (Borio, 2019b).

Si el punto principal sobre el rediseño de la política monetaria es moverse en un sentido más simétrico con el ciclo financiero, una pregunta adicional a contestar es entonces qué diferencia hay entre inyectar liquidez en contextos de crisis y fuera de ella. Estas prácticas se identifican como “lender of last resort function” (LOLR) y “unconventional monetary policy” (UMP), respectivamente, como se introdujo anteriormente. Su frontera es difusa, ya que ambas apuntan a respaldar con liquidez al mercado, pero la primera existe desde siempre y la segunda más bien es una novedad de la crisis de 2007-8. Como es común, la diferencia es más fácil de enunciar que de

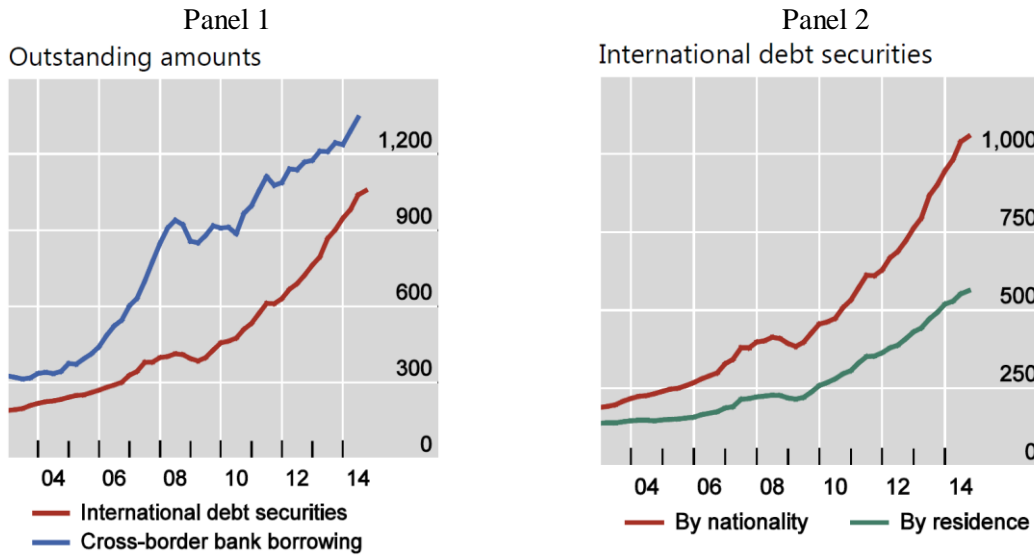
⁷² Esta manera de enmarcar el problema se hizo explícita más de una vez en los discursos del BIS en la post-crisis (Caruana, 2010c; 2010f; 2012h; 2015f).

identificar operativamente. Sin embargo, el BIS ha hecho esfuerzos para distinguirlos, entendiendo que la función de LOLR es “institution-specific” y se despliega cuando hay problemas puntuales de liquidez de fondeo, es decir, una o algunas entidades, no todas, con problemas para obtener liquidez para refinanciar sus vencimientos. La UMP, en cambio, pertenece a contextos de problemas sistémicos y surge en parte como alternativa si la política convencional no funciona, por ejemplo, por encontrarse en un entorno de tasa cero (“zero lower bound”) donde los mecanismos de transmisión son menos efectivos. La conclusión de política es que la función de LOLR se debe preservar siempre en contextos de crisis, mientras que la UMP debe acortarse lo máximo posible, ya que este tipo de política monetaria “de hoja de balance” (del banco central) atenta contra una política monetaria normalizada que evite la formación de desbalances financieros (Caruana, 2009d; 2013e).

Por último, una dimensión adicional de los desbalances financieros es la migración parcial del crédito bancario al mercado de capitales (Domanski, 2019). Shin (2013) ha denominado este fenómeno “second phase of global liquidity”. En el Gráfico 12 (panel 1) se puede ver que la emisión de *securities* creció más aceleradamente que los préstamos bancarios cross-border. En el Gráfico 13, a su vez, se observa que este mercado se aceleró a partir de 2009 más para emergentes que para el resto (panel 1); en particular, si se observa a los BRICS (panel 2), tuvo un incremento exponencial entre 2009 y 2017 para China y Brasil y en menor medida Rusia.

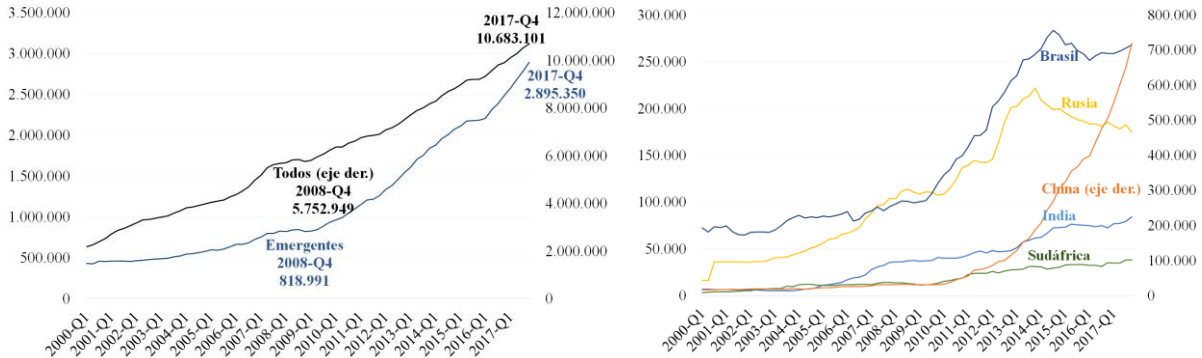
El aumento de deuda de los sectores financiero y privado de los países emergentes en la post-crisis estuvo en buena medida fogueado por los bajos retornos en el país de origen de esos capitales. Aun con el costado positivo de contar con financiamiento de más largo plazo, se incrementó el descalce de moneda y la exposición de estos sectores al ciclo financiero global (y por lo tanto, a la política monetaria de la FED), dado que en buena medida estas emisiones fueron *off-shore* (diferencia entre línea roja y línea verde, Gráfico 12, panel 2).

Gráfico 12. Préstamos bancarios y *securities* y emisión de *securities* por residencia y nacionalidad.
En miles de millones de USD



Fuente: (Caruana, 2014f).

Gráfico 13. *Securities* vigentes para grupos de países seleccionados.
En millones de USD



Fuente: elaboración propia en base a Debt securities statistics (BIS).

Nota: corresponde a emisiones en dólares de todos los sectores.

Más allá de los costos y beneficios para los sectores que recibieron el financiamiento, esta masa de deuda creciente generó dos potenciales problemas: uno para los acreedores (compradores de los *securities*) y otro para los reguladores.

Para los acreedores, evaluar la capacidad de repago que tenían esas empresas era más difícil que hacerlo con soberanos, como fue el principal problema apenas desatada la crisis. La generación de ingresos tenía que ser suficiente para repagar la deuda (por ej., los flujos de los bonos), en muchos casos en moneda extranjera, o con cobertura de tipo de cambio. Para los reguladores, el problema estaba en el encuadre institucional: estos prestamistas –mayormente fondos institucionales– no son sujetos expuestos a regulaciones de diversificación de deudores, capital mínimo o colchones de liquidez. Por lo cual, si antes de la crisis el riesgo de crédito podía ser atendido por las regulaciones

prudenciales típicas, luego de la crisis eso dejó de ser cierto para una porción importante de la exposición crediticia de grandes prestamistas locales en los países desarrollados, aun habiendo endurecido precisamente esas regulaciones prudenciales luego de la crisis. Este escenario representó una cruce entre varios problemas: generación de desbalances financieros, su dimensión cross-border y la necesidad de incluir en el monitoreo del supervisor a las entidades relevantes del mercado de capitales.

6.3.2. La redefinición de la política monetaria en sentido externo: los “spillovers”

El contagio⁷³ de la política monetaria entre países ha existido en todos los órdenes monetarios y en todos ellos se estudió e incorporó a los condicionantes que enfrenta cada banquero central. Se expuso en secciones anteriores sobre el Reino Unido como el director de la orquesta internacional (patrón oro); también es conocida la ola de crisis de deuda soberanas en Latinoamérica luego del ajuste de tasa de Volcker a principios de los ´80. De modo que la novedad en la post-crisis no pasa por la identificación de la interdependencia en el campo monetario; tampoco por la concentración de un mayor poder monetario en un polo (capacidad de influir en otros países con movimientos de tasa propios).

Los efectos contagio de la política monetaria en la post-crisis adquieren carácter central porque la magnitud de la respuesta monetaria a la crisis en E.U. –y luego en Europa– desafió la capacidad de respuesta de los países que no habían sido epicentro de la crisis. Éstos enfrentaron entrada masiva de capitales (“sudden floods”⁷⁴), incentivos al endeudamiento externo y presión a la apreciación cambiaria. Es decir, un mix de problemas de estabilidad monetaria/cambiaria y financiera. Durante la década del ´90 y la primera mitad de los ´00, según la visión convencional, hubiera bastado con tipo de cambio flexible, un sistema financiero local sólido y políticas macroprudenciales (que los países en desarrollo sí venían aplicando previo a la crisis). Pero en aquellos casos se trataba de países emergentes enfrentando shocks monetarios discretos y no extremos. La respuesta monetaria a la crisis, en cambio, se trató de un escenario extremo: la tasa de la FED pasó de 5,25% a 0,125% en menos de un año y medio. Además, fue un escenario prolongado: permaneció en menos del 1% hasta may-17; es decir, por 9 años y medio desde fines de 2008 (ver Gráfico 14). Frente a este

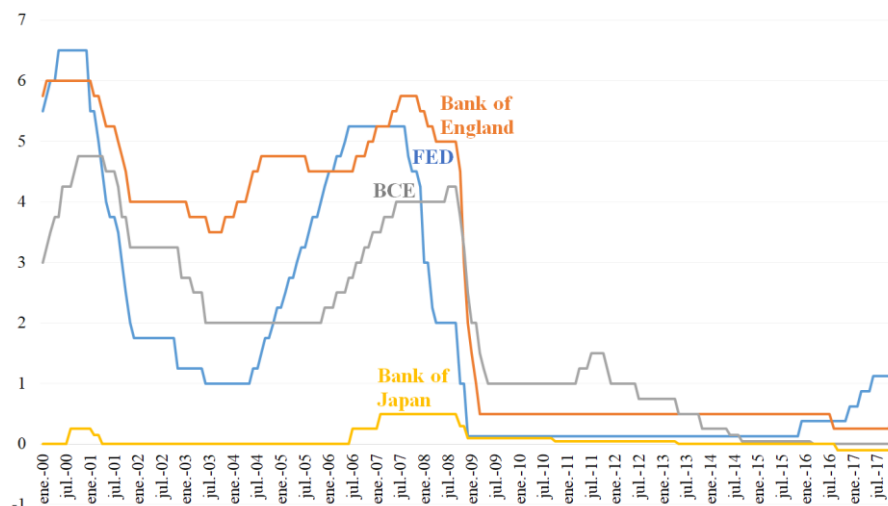
⁷³ Una diferenciación interesante entre contagio e interdependencia es la de Agenor y da Silva (2018), tomada de Forbes (2012). Mientras que la interdependencia se refiere a la correlación entre dos mercados en tiempos normales, el contagio no está del todo bien definido en la academia, pero es más bien el efecto adicional por sobre lo que podría explicarse por cambios en los *fundamentals*.

⁷⁴ La expresión es un parafraseo de “sudden stops”. Históricamente, la interrupción de la entrada de capitales a –o su salida de– los emergentes había sido el problema más común.

escenario, no había respuesta de política capaz de moderar del todo el contagio monetario y financiero. Dejar apreciar el tipo de cambio perjudicaba la competitividad externa y bajar la tasa de interés para desincentivar la entrada de capitales abarataba el crédito interno en un contexto de ciclo financiero acelerado. En general, las referencias al problema de los “spillovers” de política monetaria se han centrado en el segundo de estos dos problemas –los desbalances financieros cross-border–, pero incluyen a ambos, es decir también a los problemas más tradicionales de contagio monetario/cambiario⁷⁵.

Gráfico 14. Tasa de política monetaria, países seleccionados.

En %



Fuente: elaboración propia en base a Policy rates statistics (BIS).

Desde la posición del BIS marcada en los discursos, el primer año en el que se habla de spillovers⁷⁶ de la política monetaria es en 2011 (2011d; 2011f). En la actualidad, es para algunos autores el problema monetario más relevante (Pereira da Silva, 2019) (Domanski, 2019). Si bien el concepto de spillover ya existía previo a la crisis, el de spillback no. Los spillbacks son la segunda ronda de contagio, “hacia atrás”, típicamente del país en desarrollo al país desarrollado, que fue el que originó el efecto contagio en primer lugar. Con el ascenso de los países emergentes y su integración financiera con el resto del mundo, estos efectos contagio “hacia atrás” ganaron importancia. Ejemplos son la exposición de inversores en países desarrollados al desempeño de empresas en países en desarrollo a quienes financiaron, ya sea a través de préstamos bancarios o por medio del

⁷⁵ De hecho, es conocida la referencia al término “guerra de monedas” acuñado en 2010 por Guido Mantega, ministro de economía brasileño. La acusación era que la presión a la apreciación cambiaria (argumento válido para los países emergentes en general, receptores de capital una vez superado el *fly to quality*) perjudicaba el saldo de la balanza comercial.

⁷⁶ Esto es, de efecto contagio de la política monetaria en sí, no del contagio de condiciones financieras de un mercado a otro. Esta segunda acepción de “contagio”, más abarcativa, ya había aparecido en años previos (por ejemplo, ver (Knight, 2007e)).

mercado de capitales. La importancia crucial del término está relacionada a la internalización de estos efectos contagio en sí: si los países desarrollados recibirán luego los efectos (indeseados) de su propia política monetaria, entonces es un argumento más sólido para que consideren los efectos contagio en el resto, en lugar de apelar al altruismo. De hecho, el debate académico alrededor de los spillbacks en general gira en torno al fundamento para la cooperación entre jurisdicciones para contener estos efectos, explorando herramientas y canales.

En el posicionamiento del BIS, los spillovers y spillbacks fueron centrales para reflejar el dilema de cooperación (la externalidad) de la política monetaria: cómo congeniar el mandato doméstico sin comprometer la estabilidad financiera del conjunto. Sobre este punto, el asunto de los mandatos se retoma en el siguiente título.

La primera vez que se reflejaron los spillbacks en el discurso del BIS fue en jun-15, si bien la expresión “feedback effects” ya había sido utilizada para referir a lo mismo, por ejemplo en jul-11 y jul-12. Los spillovers en general se referenciaron en una buena parte de los discursos de la post-crisis, como se recoge en el siguiente capítulo, sobre cooperación. Enmarcar el problema no solo como spillovers sino también como spillbacks respondía a la necesidad –en la visión del BIS– de volver más justificable para los banqueros centrales el considerar los efectos sobre terceros.

En palabras de Caruana,

“What could be done? A first step would be to take financial factors more fully into account in domestic policy frameworks. This should help reduce potential spillovers at the source.

But there is a case for going further, and seeking to better internalise international spillovers and spillbacks and the interactions of policies. This step is much more challenging since we have yet to develop an analytical framework that allows us to properly integrate these factors into monetary policy. (Caruana, 2015c, pág. 7)

Y específicamente sobre qué herramientas de cooperación se deberían desplegar en pos de este objetivo,

And there is certainly scope for more international cooperation, not in the sense of formally coordinating policy decisions – that’s not the point here – but in the sense of sharing information and reaching a common understanding of the externalities of domestic policies and the dynamics of spillovers and spillbacks.

In other words, there is a case for exercising enlightened self-interest. That means, it is good to keep your own house in order – indeed, it is a priority. But it is even better to help keep the neighbourhood in order – because, ultimately, it is good for you and good for everyone.

Beyond enlightened self-interest, there is of course the question of whether we will need to develop some new global rules of the game to help instil additional discipline in national policies.” (Caruana, 2015c, pág. 7).

Los canales de transmisión de estos efectos contagio han recibido muchas caracterizaciones. Una manera de conceptualizarlos es como interacción de regímenes monetarios y regímenes financieros entre países.

En el campo del régimen monetario, típicamente lo que ha ocurrido en la post-crisis es que la política monetaria hiper-expansiva de la FED ha presionado a la baja las tasas de política en los emergentes, para evitar la apreciación excesiva. Adicionalmente, la respuesta de política de los emergentes ha incluido también intervenciones cambiarias para evitar esa apreciación (es decir, un mix de políticas con la baja de tasa), lo cual deprimió aún más los rendimientos de los activos en dólares, que son en general la reserva de valor de los bancos centrales. Estos condicionantes son de hecho a lo que se refería King con el dilema de cooperación previo a la crisis que inhibió a los bancos centrales de moverse hacia tasas de interés consistentes con trayectorias de gasto doméstico (y, por lo tanto, ritmos de aumentos de deuda) más sostenibles. En otras palabras, tasas bajas en los países desarrollados incentivaron el endeudamiento en los países en desarrollo luego de la crisis; tal como había pasado en los mismos países desarrollados antes de la crisis, solo que entre sectores de sus propias economías domésticas. El denominador común fueron los incentivos a la toma de deuda originados en una tasa de interés demasiado baja.

En el campo de los regímenes financieros, la libre movilidad de capitales ha permitido que se acelere el endeudamiento, mayormente de privados en países emergentes, con fondeo internacional. Estos stocks de deuda crecientes explican las respuestas tendientes a restringir la movilidad perfecta de capitales, principalmente a través de la política macroprudencial. Una manera de esquematizar estas interdependencias es a través del trilema financiero. Claessens, Herring y Schoenmaker (2010) establecen que no es posible lograr simultáneamente estabilidad financiera, integración financiera y regulación y supervisión financiera doméstica. Típicamente, esta observación es relevante para casos de liquidación de entidades locales que son sistémicamente importantes en otros mercados, o viceversa. Y más importante aún en mercados ya integrados financieramente como Europa. En

cualquier caso, sea que se caracterice mediante la figura del trilema o no, la interacción entre regímenes financieros entre países desarrollados y en desarrollo fue una dimensión más de los contagios.

En cuanto a los canales de transmisión en sí, las clasificaciones varían dependiendo del foco en las implicancias de política o en las mediciones cuantitativas. En la mirada del BIS (Caruana, 2015e), centrada en las implicancias de política, en donde los emergentes en general son los receptores de los spillovers, los canales de transmisión son:

- a) Reacciones de política. Una reducción en la tasa de política en un país avanzado quizá sea seguida por una reducción en un emergente aún antes de que se evidencie cualquier contagio, justamente para evitarlos, principalmente en la forma de entradas de capitales y apreciación.
- b) Rebalanceos de portafolio en monedas internacionales relevantes (por ej., dólar, euro, yen) transmitidos a través de cambios en tipos de cambio y precios de acciones y bonos.
- c) Presión a la apreciación cambiaria en emergentes por tasas bajas en monedas internacionales relevantes.
- d) Incentivos a la toma de deuda en moneda extranjera por condiciones monetarias laxas en las monedas internacionales relevantes (principalmente dólar y euro). Incluye los sectores privado, público y financiero.
- e) Inflación de activos financieros, principalmente acciones y bonos.

Los canales de transmisión según una visión menos enfocada en las implicancias de política tienen algo de superposición con la anterior clasificación pero también otras métricas: correlaciones en retorno de acciones y de tipos de cambio, de bonos soberanos, de precios de inmuebles, de tasas de política monetaria y cambios en la confianza. A éstos se suman algunos indicadores más novedosos, como correlaciones entre un movimiento de tasa y la incertidumbre en el retorno de ciertos activos, las características de los sistemas financieros en países de origen y destino de los shocks y el grado de integración financiera (Agénor & Pereira da Silva, 2018).

El impulso renovado al estudio de los efectos contagio en la post crisis trajo una buena cantidad de aportes cuantitativos. En general, los estudios se han centrado en la política monetaria de la FED y del BCE. Las caracterizaciones, los métodos y las conclusiones son bastante diversas, como se observa en el Anexo 4, que recaba una variedad de investigaciones en la materia.

6.3.3. El ¿problema? de los mandatos de los bancos centrales

Luego de la crisis han surgido principalmente dos observaciones que resultan relevantes para preguntarse si los mandatos de los bancos centrales en la actualidad sirven al buen funcionamiento del orden monetario internacional. La primera refiere a la asimetría entre mandatos domésticos y problemas globales. La segunda es algo más novedosa y apunta al objetivo de estabilidad financiera como separado del (o adicional al) de estabilidad monetaria; es decir, de precios. Estas preguntas refieren, entonces, al reflejo en los mandatos institucionales de los dos problemas más importantes para la práctica de los bancos centrales en la post-crisis, desarrollados en los títulos previos: los desbalances financieros y los spillovers.

La asimetría entre mandatos domésticos y problemas globales refiere nada menos que a la interdependencia entre países a la hora de hacer política monetaria y, por lo tanto, a los fundamentos de la cooperación monetaria misma. En ese sentido, se ha comentado ya sobre cómo se ha tratado esta asimetría en anteriores órdenes monetarios. Lo que ocurrió luego de la crisis es que, por la magnitud de esas interdependencias, el tema se puso en el centro de la escena. Las tendencias de mediano/largo plazo jugaron un rol clave en ese proceso, como la globalización financiera y la ola desregulatoria iniciada en los ´70 (Caruana, 2013a). Lo relevante de esta asimetría no ha sido identificarla sino definir si requiere o no explicitar en los mandatos el reconocimiento de las consecuencias de acciones propias en terceros. No se trata de que la interdependencia sea mayor o menor si ese reconocimiento se hace explícito; se trata de que, si se lo explicita, se deberían incorporar estos efectos contagios a la hora de hacer política y el sistema monetario global funcionaría mejor.

El estado de situación con el que se llegó a la crisis –que no se había pensado como problemático precisamente hasta la crisis– era de convivencia: política monetaria doméstica con (algunos) problemas globales, o que al menos involucraban más de un país. Lo normal fueron siempre *statements* de política con argumentos sobre la situación económica doméstica para fundamentar una decisión de política obviamente también doméstica. Los banqueros centrales tienen el deber de justificar sus acciones de acuerdo con sus mandatos y sus objetivos de política. Por lo tanto, rara vez se dan en la realidad declaraciones suyas tendientes a incorporar los efectos de acciones propias en terceros o relativas a cómo hacer política monetaria de un modo “saludable” para el conjunto; es decir, para el orden monetario internacional. Sus unidades de análisis son sus propias jurisdicciones. La excepción se dio quizás apenas ocurrida la crisis, con los bancos centrales más importantes del mundo bajando coordinadamente la tasa (ver últimos 4 meses de 2008 en el Gráfico 14) y dando discursos centrados en la cooperación internacional (Trichet, 2009) (Bernanke, 2008) (Shirakawa,

2009) (Carney, 2009). La excepción en cuanto a los discursos es quizás el Bank of England, con un tono menos internacionalista en sus *statements* de política monetaria apenas ocurrida la crisis.

Entonces, la discusión gira en torno a si los mandatos de los bancos centrales deberían incorporar estos spillovers o no. En un extremo, algunos académicos abogan por la modificación del proceso de toma de decisiones para que estos spillovers sean incorporados institucionalmente (Brookings Institution, 2011). Padoa-Schioppa (uno de los artífices de la unión monetaria europea), en sentido similar, asegura que *“In the absence of a policymaker pursuing ‘what is beneficial for the world’, a mere average of policies driven by national objectives cannot produce the global public good of a stable monetary anchor on a global scale”* (2010, pág. 17). En la misma línea, Mishra y Rajan (2018) plantean la necesidad de que la comunidad de banqueros centrales deba dar explicaciones entre sí mediante mecanismos medianamente formalizados sobre los efectos contagio de sus acciones. En una línea parecida pero más moderada, altos oficiales del BIS y FSB remarcan que esta asimetría está en el centro de los problemas del orden monetario internacional, pero aceptan que su reconocimiento institucional va más allá de las posibilidades políticas en la actual configuración de relaciones entre países (Shin, 2019) (Domanski, 2019) (Pereira da Silva, 2019). Por lo tanto, se traen los efectos contagio más bien como un fundamento para cooperar (Caruana, 2015b) y, en particular los “spillbacks”, como el modo de incorporar estos efectos sin necesidad de modificar los mandatos (Shin, 2015). Por otra parte, en otros trabajos académicos esta asimetría ha recibido mención pero más como un fundamento para adoptar herramientas puntuales de cooperación que como una toma de posición sobre los mandatos (Claessens, 2013) (Mehrling, 2015). En otras palabras, hay una variedad de consideraciones sobre cuán problemáticos resultan los mandatos. Éstas varían en la recomendación sobre modificarlos o re-interpretarlos y coinciden en que la asimetría entre mandatos domésticos y problemas globales está en el centro de los problemas del orden monetario internacional.

El segundo planteo sobre los mandatos de los bancos centrales refiere a incorporar a la estabilidad financiera en el objetivo del banquero central. En parte esto está directamente vinculado con la reformulación de la política monetaria. En particular, con las consecuencias de la fijación de la tasa de interés sobre el ciclo financiero y, por lo tanto, sobre la estabilidad financiera. Pero tiene una dimensión adicional: más allá de la fijación de la tasa, el objetivo de estabilidad financiera debería servirse también de otros instrumentos, como la política macroprudencial. En ese sentido, el planteo es más general y es más bien el reflejo de la expansión del set de herramientas del banquero central:

“Is the central bank’s notion of independence adequate for new responsibilities? Does it need an extension of its legal immunities or changes in the purview of legislative oversight to carry out its financial stability responsibilities?” (Caruana, 2010a, pág. 9).

Lejos de ser solamente una posición teórica, muchos bancos centrales en la post-crisis modificaron sus mandatos en este sentido:

“Before the crisis, around two thirds of central banks had some form of explicit mandate for financial stability written into their law. Now, that share is up to four fifths and growing. And in recognition that financial stability is usually a shared responsibility across state agencies and the government, since 2009 we have seen the creation of more than 30 inter-agency councils for macroprudential policy.” (Caruana, 2014d, pág. 3)

Nuevamente, la responsabilidad por la estabilidad financiera está directamente ligada a la política macroprudencial. Su implementación se aborda en el siguiente título.

Al igual que con la asimetría entre mandatos domésticos y problemas globales, no es claro que este planteo lleve necesariamente a reformar la letra escrita de los mandatos. Más bien es necesario reinterpretarlos y darle a la práctica del banquero central herramientas operacionales (modos de intervención) consistentes/consecuentes con ese mandato reinterpretado, donde la consideración de estabilidad financiera juegue a la par de la de estabilidad de precios. Si no se requiere necesariamente modificar la letra escrita, es porque a lo largo de la historia los banqueros centrales han procurado garantizar la estabilidad financiera, solo que enfocada en tiempos de crisis. Es decir, se espera que el banquero central tenga en cuenta a la estabilidad financiera en su objetivo, pero lo que está cambiando luego de la crisis es el marco teórico –el modo de pensar– que vincula los tiempos normales (el boom) con la potencial inestabilidad financiera en la crisis (el bust). Borio (2019b) lo sintetiza en la existencia de dos nociones de estabilidad financiera. Por una parte, la definición que en la práctica han seguido hasta el momento los policy-makers, basada en respaldar al mercado cuando hay episodios de insolvencia o iliquidez. Por otra, la que surgió del debate académico en la post-crisis, adoptada aun solo parcialmente por los banqueros centrales, basada en

evitar fluctuaciones grandes en el ciclo financiero, dada su longitud, sus consecuencias sobre la estabilidad financiera y, sobre todo, el rol de la política monetaria en su evolución^{77 78}.

El debate sobre el objetivo de estabilidad financiera, entonces, debe ser entendido de acuerdo con esta segunda acepción de estabilidad financiera. Es la vinculada con la noción de *crisis prevention*, separada de la función de *crisis management* una vez que la crisis ya se desató. Esta diferenciación ya existía previo a la crisis (White, 2003), si bien luego se llevó al terreno de la independencia del banco central para establecer políticas macroprudenciales (Borio, 2011).

La disyuntiva sobre si reformar o no los mandatos se transforma en verdad en un caso por caso, distinto de la asimetría entre el ámbito doméstico y el global. Esto responde a que en la práctica algunos bancos centrales tienen mandatos que ya incluyen explícitamente a la estabilidad financiera, mientras que otros no. Además, algunos incluyen menciones generales a objetivos amplios (empleo, bienestar social, etc.), que podrían habilitar perfectamente incorporar en pie de igualdad a la estabilidad financiera y de precios, mientras que otros tienen redacciones más estrechas. En definitiva, el debate sobre si modificar o no los mandatos se enuncia de manera general (excepto estudios de jurisdicciones específicas) y refiere más bien a que en la práctica se adopte esta misión de incorporar la estabilidad financiera y las restantes herramientas necesarias.

En los discursos del gerente general del BIS pueden contarse 9 referencias a la necesidad de incluir la misión de estabilidad financiera en el mandato del banco central. Sin embargo, en estos mismos discursos se repara en 3 aspectos: la medición de este objetivo es más difusa, esto a su vez dificulta garantizar la transparencia y se requiere aceptar una mayor interacción con el gobierno para llevar a cabo esta tarea. Incluso, se marca que la propia definición operativa de estabilidad financiera debería re-explorarse, algo lógico si el debate viene atado a rediscutir el marco teórico de los banqueros centrales. Con “definición operativa” se refiere a las métricas que observa el Board de un banco central a la hora de identificar riesgos financieros y tomar decisiones sobre la tasa de interés. Otros estudios, en la misma línea, identifican ganancias en el diseño de la política si el banco central se hace responsable formalmente de la estabilidad financiera, pero con mecanismos que

⁷⁷ Caruana define al ciclo financiero del siguiente modo: “*First, they are best characterised by co-movement in credit and property prices over the medium term. Second, they are longer than typical business cycles, typically lasting between 10 and 20 years. And last, peaks in the financial cycle are closely associated with systemic banking crises.*” (2012j, pág. 6).

⁷⁸ La acepción relevante en este caso es el ciclo financiero doméstico. Las diferencias con el ciclo financiero global son: es más largo, está vinculado con el ciclo de negocios de mediano plazo en lugar del tradicional y está asociado con la elección de política de moderarlo mediante la política monetaria o no, en lugar de la elección de política entre distintos objetivos, como es en el caso del ciclo financiero global. Ver (Aldasoro, Avdjiev, Borio, & Disyatat, 2020) para un repaso completo sobre el ciclo financiero doméstico y global.

garanticen la transparencia y la claridad en cómo se alcanzará uno y otro objetivo (Claessens, 2013). Otros sugieren que la estabilidad financiera sea un objetivo secundario al de estabilidad de precios, para facilitar la elección al banquero central cuando estos objetivos requieran distintas políticas en el corto y en el mediano plazo; es decir, sean inconsistentes intertemporalmente (Smets, 2014)⁷⁹. La visión del BIS, como fue explicado anteriormente, más bien desestima los trade-off entre decisiones de estabilidad de precios y estabilidad financiera, si se considera un horizonte temporal lo suficientemente largo. De todos modos, no deja de ser desafiante institucionalmente la comunicación de estas medidas aún en ausencia de un trade-off. Es una comunicación ya compleja con el marco actual; aún más si se agrega un objetivo adicional.

Para Borio (2019b), Shin (2019) y Disyatat (2019), hoy no es necesario modificar los mandatos, que ya admiten ser interpretados de un modo que incluya todo lo necesario para garantizar la estabilidad financiera. Sin embargo, sí es importante la conversación entre banqueros centrales para consensuar las “lentes” que usan para mirar la macroeconomía a la hora de hacer política monetaria (Borio, 2014a) (Borio & Drehmann, 2009) (Borio, Disyatat, & Rungcharoenkitkul, 2019) (Shin, 2019). En este sentido, es un debate de marco teórico y, por lo tanto, se vuelve importante la madurez del debate académico sobre los desbalances financieros y sobre cómo lograr la estabilidad financiera en general. Esto recuerda a la visión de Gilpin (1987) sobre la centralidad de que dos partes interdependientes acuerden sobre el “fundamento teórico” para que esa cooperación monetaria sea exitosa. Trazando un paralelo, una visión consensuada de la política monetaria que incorpore a los desbalances financieros y los spillovers funcionaría como funcionó a principios de los ‘90 la adopción generalizada de los regímenes de “inflation targeting + tipo de cambio flexible” (IT+TCF). El sistema funciona mejor si todos adoptan el mismo marco, aún sin necesidad de que cooperen activamente (Disyatat, 2019). Cabe señalar, de todos modos, que aun si la recomendación general es incorporar a la estabilidad financiera como misión sin modificar la letra de los mandatos, hay acuerdo sobre muchas de las dificultades que trae en la práctica el objetivo de estabilidad financiera: es de difícil medición y comunicación y puede suscitar la crítica de concentrar demasiado poder en la figura del banquero central (Borio, 2019a).

6.3.4. La revisión del marco integral del banquero central

⁷⁹ Hay dos aristas del debate sobre el diseño de política para lograr la estabilidad financiera que aquí no se abordan. Una es la cuestión sobre si las tareas de supervisión deberían estar integradas a la de la banca central o no. La otra es el diseño de la gobernanza de los órganos que establecen las políticas macroprudenciales. Ver, por ejemplo, (Toniolo & White, 2015) para la primera discusión y (Das & Quintyn, 2002) para la segunda.

Parte del éxito cooperativo es que los bancos centrales hablen “lenguajes” parecidos, es decir, que coincidan medianamente en el marco teórico que utilizan. Esto ocurrió, por ejemplo, con la adopción masiva de marcos de IT+TCF durante los ‘80 y ‘90. Sin embargo, luego de la crisis, se empezó a poner en cuestión cuán adecuados son estos marcos, tanto para los países desarrollados como en desarrollo, cada uno por motivos diferentes. El resultado es un debate actual, no saldado, sobre qué marco integral deberían adoptar los banqueros centrales; es decir, qué herramientas deberían utilizar y con qué objetivos. Este cuestionamiento surge como consecuencia de lo que llamamos anteriormente la redefinición de la política monetaria en el sentido interno (desequilibrios financieros) y externo (spillovers o efectos contagio) y trata de llenar ese vacío con los restantes elementos que el banquero central puede tener a su disposición, complementarios a la fijación de tasa de política monetaria. En otras palabras, este es un debate de policy-making –uno en el que más bien la academia está tratando de hacer catch up– que apunta a revisar cómo integrar la política macroprudencial y las intervenciones cambiarias –dos elementos de intervención ya conocidos, pero re-explorados– en el menú a disposición del banquero central.

Para algunos autores, la base de los spillovers en la antesala a la crisis fue la convivencia de “fixers” y “floaters” (Brookings Institution, 2011). Esto es, países con estrategia de acumulación de reservas y sin ceder a la presión de apreciación –siendo China el más importante– y países con tipo de cambio flexible, típicamente desarrollados. Esta convivencia indica que la adopción de los marcos de IT+TCF no fue universal, por lo tanto, el sistema no ajustaba y se seguían generando desbalances –siempre según los autores– a través de los flujos de capitales y la toma de deuda, producto de tipos de cambio “sin ajustar todo lo que deberían”. Esto se agravó con la implementación del *quantitative easing* tras la crisis, pero las dificultades ya estaban presentes antes. Si bien esta visión admite discusiones⁸⁰, muestra claramente la convivencia de marcos integrales distintos previo a la crisis, algo que se terminó de entender varios años después. Pasadas las medidas de emergencia, se empezó a discutir las herramientas que el banquero central debería tener a disposición para que no se repita una crisis de esa magnitud. Pereira da Silva (2019) se refiere a esta convivencia una versión financiera de la *house in order doctrine*. Esto es: no solo se requiere estabilidad monetaria en todo el vecindario además de la casa propia; también se requieren regímenes financieros medianamente compatibles. Nuevamente, esta es una referencia surgida varios años después de la crisis, pero que refleja problemas que ya se traían de antes.

⁸⁰ Detrás de esta visión hay una idea de centralidad de los desbalances globales en cuenta corriente, que nos devuelve a la discusión sobre qué rol ocupa la cuenta corriente en la estabilidad financiera, como se abordó anteriormente.

El cuestionamiento al IT+TCF había empezado antes de la crisis en los países en desarrollo y, luego de ésta, en los países desarrollados. Para los primeros, este marco no era compatible con la acumulación de reservas internacionales. En la post-crisis, menos aún podían dejar flotar los tipos de cambio y mantener la libre movilidad sin controles, ante los “sudden floods” producto de la UMP en el centro. Para los desarrollados, en cambio, se evidenció luego de la crisis que este marco no aseguraba el objetivo de estabilidad financiera. El caso de los países desarrollados es el que motivó esta discusión sobre revisar el IT+TCF y refiere a la que se denominó más arriba la redefinición de política monetaria en el sentido interno. No fue suficiente el *target* de precios para evitar fluctuaciones macroeconómicas (muy) disruptivas.

Caruana explica por qué no es suficiente el marco de IT+TCF en países emergentes...

“Flexible exchange rates are an important line of defence, along with strong fundamentals, sound macro policies and deep and resilient financial markets. But flexible exchange rates cannot fully insulate countries from the international impact of monetary policies in large economies. Nor can they fully protect countries from common global factors that are playing an increasing role in domestic financial conditions, such as the changes in risk aversion of large asset managers.” (2015c, pág. 3)

...y en países desarrollados:

“Policy frameworks should be adjusted so that central banks can contribute more effectively to containing the build-up of financial imbalances and increase the strength and resilience of the financial system. In order to do so, central banks will need longer policy horizons than the two years or so typical of inflation targeting regimes. This could reveal the risks to macroeconomic stability that result from financial imbalances, and would give central banks more scope for leaning against financial booms even when near-term inflation is consistent with central banks' target level or range. This means that price stability-oriented frameworks, such as inflation targeting regimes, should be implemented in a flexible way with a systematic assessment of the balance of risks ahead, including in particular those emanating from financial developments.” (2012f, pág. 5)

En otras palabras, para los países en desarrollo el conflicto estaba en el componente TCF y, para los países desarrollados, en IT.

Si se mira en conjunto, el marco integral de estabilidad financiera en la visión del BIS es algo así como una sucesión: primero, la política macroeconómica debe garantizar la estabilidad macro, es decir, del ciclo de corto plazo. La tasa de interés de política juega el primer rol allí y también la política fiscal debe ser consistente con esa estabilidad. En segunda medida, como una capa complementaria, está la política macroprudencial, que sirve para la moderación de ciclo financiero de mediano plazo y no se debería usar para afectar el ciclo de corto plazo. El orden es importante y Caruana lo ha denominado la “hierarchy of action” (2012h). El objetivo es diseñar marcos integrales que incluyan las lecciones de la crisis: *“Central banks’ precrisis workhorse models generally assigned no meaningful role to macro-financial linkages. The financial crisis has demonstrated that such analytical perspectives are woefully inadequate.”* (Caruana, 2013a, pág. 7).

De modo que el elemento novedoso que vino a llenar el vacío en el set de herramientas del banquero central fueron las políticas macroprudenciales. El CGFS las ha definido como *“a set of tools geared towards limiting the risk of episodes of system-wide distress that have significant macroeconomic costs”* (2010, pág. 16). Típicamente, buscan mitigar vulnerabilidades de tres fuentes: alto endeudamiento de los agentes, su exposición a riesgos de liquidez o de mercado e interconexión entre los participantes del mercado. En general, apuntan a robustecer el sistema financiero⁸¹ o a moderar el ciclo financiero. A medida que se acumulan estudios sobre las políticas macroprudenciales, se mejora su calibración y se testea mejor su relación con la política monetaria, una evaluación que a la fecha aún está en proceso (Agénor & Pereira da Silva, 2018). Las preguntas se extienden a la definición misma de la política macroprudencial, no por falta de consenso entre académicos sino porque esta definición está atada a otras, mucho más lábiles, como por ejemplo “inestabilidad financiera” y sus dimensiones temporal y cross-sector. Ante esta definición difusa, cabe destacar que los policy-makers de todos modos han implementado las políticas macroprudenciales, mientras avanza su entendimiento (Caruana, 2017a).

La cuestión de la definición no es menor por dos motivos: primero, una mala definición quitaría legitimidad y efectividad a la política; segundo, una definición clara y precisa es clave para el acuerdo sobre qué reglas de juego están permitidas entre países, para lo cual se necesitan definiciones más bien operativas. El BIS ha dedicado varios discursos a la importancia de lograr una definición precisa y al rol de la coordinación entre países, como se profundizará en la siguiente sección.

⁸¹ Ejemplos de este tipo serían aumentar el capital de las instituciones financieras ante ciertos eventos/escenarios. En este punto el debate ha incorporado una variedad de medidas dentro del campo “macroprudencial” que antes se hubieran denominado “microprudenciales” y la línea entre estos dos campos se ha hecho más difusa.

En palabras de Caruana,

“...we run the risk of using 'macroprudential' as a catch-all term to cover all manner of policies. I think we should be careful. First, broad definitions unnecessarily widen the objective to be pursued by supervisors and lessen accountability. Second, we need to understand and communicate clearly the macroprudential objectives, impacts and responsibilities. Confusion about a policy may undermine its effectiveness.” (Caruana, 2010c, pág. 4)

En el mismo sentido, el costado institucional de las medidas macroprudenciales aún está en discusión, algo también reflejado en los discursos del BIS. La columna 16 de los problemas identificados en los discursos del BIS (Tabla 10) recoge esas menciones, que apuntan a varias dificultades. Primero, cómo se debería repartir la forma de las medidas macroprudenciales entre reglas pre-seteadas y juicio discrecional de la autoridad de aplicación. Segundo y quizás más desafiante, cómo garantizar la “accountability”, la claridad en la comunicación de las medidas y la independencia de la autoridad de aplicación por parte del poder político. Remarca Caruana, *“...the national authorities, not some committee in Basel, will have to implement the policy. They will have to defend their decisions in an uncertain context that will inevitably open them to criticism: it is never easy to take the punch bowl away when the party gets going.”* (2010i, pág. 1).

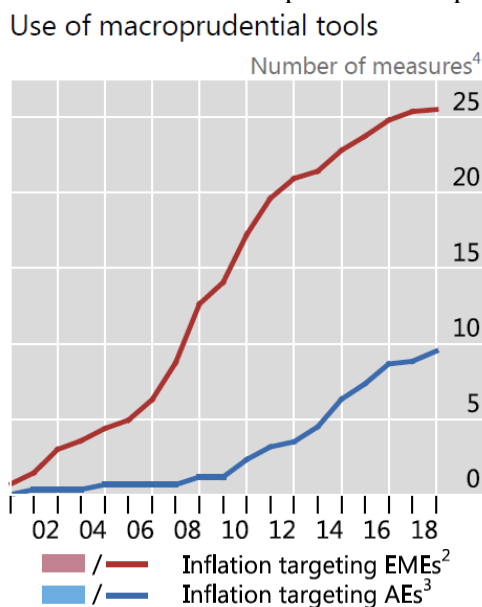
Más allá de políticas similares aplicadas en otras décadas, en la actualidad el término tomó vigor de la mano del ex gerente general del BIS Andrew Crockett por su discurso del año 2000 (Crockett, *Marrying the micro- and macro-prudential dimensions of financial stability*, 2000), en el que no solo explicó la importancia de identificar el costado micro- y macro-prudencial de la estabilidad financiera sino que propuso bases para su coordinación entre países⁸². En la post-crisis, esta agenda ha sido fuertemente avanzada por los organismos oficiales, incluyendo la agenda del G20 (FMI-FSB-BIS, 2011; 2016). Se está intentando por esta vía determinar el arreglo institucional óptimo y setear las reglas de juego de modo que sean compartidas entre países. Si bien hoy no es indiscutible que estas políticas deberían ser coordinadas entre países, hay una base para ese argumento si los ciclos financieros entre países no están alineados temporalmente y una política macroprudencial en un país puede generar spillovers en otros (Agénor & Pereira da Silva, 2018).

⁸² Seis años después, Knight (2006c) explícitamente reeditó lo explicado por Crockett. Esa es la fuente del *outlier* que se observa para la columna 18 (Tabla 10) antes de la crisis, que remarca la importancia del mandato de estabilidad financiera en un período en el que este tema no era la principal preocupación.

Los estudios impulsados por foros políticos contrastan con los estudios más académicos, que en general parten desde más atrás en el argumento y tratan de justificar en primera instancia la base para la política macroprudencial. Diamond y Kashyap (2016), por ejemplo, identifican como justificación de las políticas macroprudenciales a la divergencia entre intereses de instituciones privadas y los intereses de la sociedad en su conjunto. Para los autores, esta puntualización es tan importante como compleja, lo que contrasta con la proliferación de trabajos que dan por sentado que las políticas macroprudenciales tienen argumento sólido: *“The challenge for both for researchers and policymakers is the difficulty in formalizing and prioritizing the exact reasons for the divergence”* (pág. 6).

La utilización de medidas macroprudenciales ya era común entre emergentes previo a la crisis y aumentó fuertemente durante y luego de ella. Para los países desarrollados, eran medidas prácticamente sin uso previo a la crisis, que adquirieron importancia a partir de 2010. Consistentemente, en los países en desarrollo el uso fue superior, concentrado en límites de endeudamiento (por ejemplo, “debt service to income”; DSTI) y financiación (“loan to value”, LTV) y requisitos de capital por exposiciones sectoriales, principalmente al sector inmobiliario. En el Gráfico 15 pueden verse distintas mediciones del uso de medidas macroprudenciales para universos distintos de países y por tipo de medida.

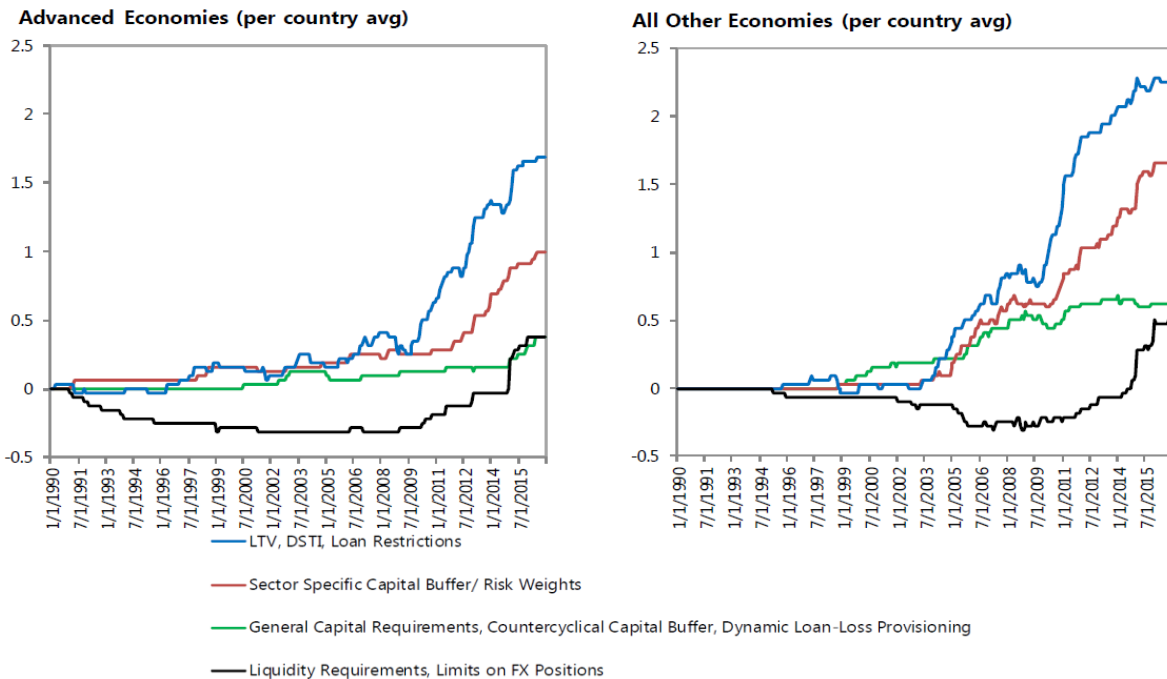
Gráfico 15. Medidas macroprudenciales aplicadas, países avanzados y emergentes.



Fuente: (Borio, 2019c, pág. 2).

Notas (traducción del original): (2) Brasil, Chile, Colombia, Chequia, Hungría, Indonesia, India, Corea del Sur, México, Perú, Filipinas, Polonia, Rusia, Tailandia, Turquía y Sudáfrica. (3) Australia, Canadá, Reino Unido, Noruega, Nueva Zelanda y Suecia. (4) Suma acumulada del promedio de medidas por país.

Cumulative Tightening and Loosening of Macroprudential Tools



Fuente: (FMI-FSB-BIS, 2016, pág. 19).

Nota (traducción del original): Cada episodio de endurecimiento (relajamiento) se identifica como +1 (-1) en la base de datos. Para cada grupo de instrumentos, los gráficos muestran la suma acumulada de episodios de endurecimiento y relajamiento a través del tiempo.

De acuerdo con Borio (2019c), tiene lógica que, en promedio, en países emergentes se utilicen más medidas macroprudenciales y se intervenga más en el mercado de cambios respecto de en países avanzados. Ambos tipos de medidas agregan grados de libertad en economías más sensibles a los flujos de capitales. Vaivenes en las cuentas financieras representan más inestabilidad financiera, que puede ser actual o futura. En ausencia de medidas, las entradas de capitales relajan las condiciones financieras (baja el costo del crédito) y alimentan el ciclo financiero en ambas monedas (doméstica y extranjera). Lo opuesto ocurre con la salida de capitales: hay presión a subir la tasa de política, se encarece el crédito, aumenta la carga del servicio de la deuda en moneda local y aún más en moneda extranjera para agentes no cubiertos (con descalce de moneda) si ocurre una depreciación. Ambos procesos se retroalimentan, por lo cual es sano inter-temporalmente practicar un “leaning against the wind” financiero. Típicamente, las intervenciones cambiarias sirven para contener el llamado “financial channel of the exchange rate” y, en el largo plazo, también los desbalances financieros, mientras que las medidas macroprudenciales se concentran en estos últimos. Ante un shock, estas elecciones de política monetaria suelen implicar un trade-off⁸³ para los emergentes que no se presenta en economías avanzadas. Una eventual depreciación acelera la inflación y reduce el

⁸³ No confundir este trade-off con el trade-off criticado por el BIS sobre la supuesta divergencia entre decisiones de tasa de interés para la estabilidad de precios y para la estabilidad financiera.

producto en emergentes, pero es expansiva para el producto si ocurre en un avanzado, por lo cual un aumento de la tasa de política puede contener ambos efectos en el país avanzado, mientras que en el emergente se deberá elegir cuál de las dos variables priorizar: subir la tasa para contener la inflación o mantenerla/bajarla para dinamizar el producto. Por último, en presencia de shocks, los colchones de absorción ante impactos son más débiles en emergentes que en avanzados: los mercados de capitales son menos profundos y líquidos y el sector privado local tiene menor capacidad de y mayor costo para cubrirse de un salto cambiario.

En definitiva, la maduración de este debate aún es baja, pero el camino es claro y va hacia incorporar a las medidas macroprudenciales como herramientas del banquero central académica y políticamente aceptadas. Lo mismo vale para las intervenciones cambiarias específicamente para las economías en desarrollo. Domanski (2019) agrega a los controles de capitales (“capital flow management”) en la misma bolsa, en el sentido de que han pasado a ser más tolerables o justificables. No deja de ser curioso remarcar que todas estas herramientas son en verdad re-ediciones: los controles de capitales son un reflote de Bretton Woods que había caído en descrédito durante los ‘70 y ‘80, las intervenciones cambiarias son un reflote de post-Bretton Woods utilizado hasta inicios de los ‘90 y las medidas macro-prudenciales han recibido un nuevo nombre pero medidas similares ya se habían utilizado durante otros órdenes monetarios, tanto recientes como antiguos (ver por ejemplo el Recuadro 2 sobre las medidas conocidas como “direct pressure” durante el crack de 1929).

En la misma línea, Shin (2019) considera que las medidas macroprudenciales llegaron para quedarse, si bien de hecho para emergentes ya eran conocidas. Agénor y Pereira da Silva (2019) (Pereira da Silva, 2019), por su parte, denominan “integrated inflation targeting” al marco integral que debería surgir de esta síntesis. Combina IT con manejo de los flujos financieros y postula que el banquero central debe tener a disposición un mix entre, precisamente, intervención cambiaria, política monetaria y política macroprudencial.

6.3.5. Los problemas regulatorios y de supervisión

Quizás el eje de problemas menos controversial en la post-crisis fue el regulatorio/supervisor. Era un problema tal que, en líneas generales, los países desarrollados y en desarrollo (aún los no miembros del BIS o el BCBS) tenían incentivos a atacar de manera directa, potente y coordinada.

No es común que en el ámbito regulatorio el juego sea de suma cero en la arena internacional⁸⁴; más bien al contrario, solidez financiera en un país implica más probabilidad de solidez financiera en otro. En comparación, la política monetaria tiene implicancias redistributivas entre deudores y acreedores (tanto a nivel doméstico como global), un elemento mucho menos central en la regulación (Caruana, 2012g). Estos y otros factores, crucialmente la naturaleza técnica del problema, confluyeron para que esta agenda se llevara a un relativo detrás de escena, en el que fue el BCBS más que el BIS en público el encargado de avanzar. El BCBS también es un ámbito político –conformado por directores del Board de sus bancos centrales miembro– pero con numerosas ramificaciones técnicas, los “grupos de trabajo”, que elaboraron la letra fina de las regulaciones encomendadas por los políticos. El círculo se cierra cuando, luego de cada regulación, el BCBS da el visto bueno y cada miembro honra el compromiso de adoptarla en su país⁸⁵. Cabe recordar que el compromiso nacional en este ámbito es laxo, de tipo “soft law”. No hay sanciones explícitas previstas para el país que incumpla. Aun así, la adopción es masiva e incluso se crearon mecanismos para monitorearla. Aún más, no miembros del BCBS también adoptan por iniciativa propia regulaciones equivalentes, para mantener un campo de juego nivelado con el resto (el llamado “level playing field”). En este capítulo se repasan los problemas en términos de regulación y supervisión financiera deficientes identificados en la post-crisis, que luego motivaron las respuestas, cuyos detalles se repasan en el siguiente capítulo. El estudio de los problemas es más bien un ida y vuelta entre legado (o resabio) de la pre-crisis y problemas de la post-crisis. Es algo más bien mixto si se lo compara con el resto de los problemas estudiados, en general todos de la post-crisis. La elección de este trabajo de ubicar a estos problemas en el estudio de la post-crisis es en verdad consecuente con el *timing* con el cual estos problemas pasaron al centro del tratamiento público.

En general los problemas regulatorios y de supervisión se consideran problemas micro; son los recogidos en las columnas 5-11 de la Tabla 10. Sin embargo, hay dos sub-grupos. La mayoría de ellos, los que constituyeron el núcleo de los problemas, fueron los aspectos que se trataron de mejorar con las regulaciones de Basilea III tras detectarse como vulnerabilidades que llevaron o contribuyeron a la crisis. Estos son las columnas 5-8 y apuntan a la buena gestión de riesgos de los

⁸⁴ Hay estudios que sitúan a los inicios de los estándares regulatorios homogéneos, Basilea I, como un juego de redistribución de ganancias (Oatley & Nabors, 1998). Sin embargo, al menos en la post-crisis, la opinión consensuada y la actitud de los países fue entendiendo a las regulaciones como un bien público que todos querían mejorar.

⁸⁵ Es muy común en las regulaciones acordadas en el BCBS reservar elementos sujetos a la voluntad de cada país para adoptarlos o no, o hacerlo de manera modificada, de acuerdo con las particularidades de sus sistemas financieros. A estos puntos abiertos se les llama “discrecionalidades nacionales”.

bancos y a su adecuada capitalización y liquidez. El segundo grupo sí es propio de la post-crisis. Contiene, por un lado, a la necesidad de acelerar la implementación de las reformas acordadas para evitar la fragmentación de la actividad de intermediación financiera (col. 10) y a la necesidad de complementar a Basilea III –compuesto casi en su totalidad por regulaciones– con una mejora en el enfoque de supervisión (col. 9). Por otro lado, incluye también el desafío de traer al perímetro regulatorio y de supervisión a las entidades del mercado de capitales relevantes, en virtud de su creciente importancia luego de la crisis (col. 11).

Adentrándonos primero en los problemas de gestión de riesgos que compusieron el núcleo de Basilea III, puede decirse que, en orden de importancia decreciente (algo arbitrario) –no solo según los discursos del BIS sino también en función de las respuestas profundizadas en el siguiente capítulo–, los problemas fueron los siguientes:

- a) Niveles de capitalización y liquidez insuficiente de los bancos (col. 6). Son los dos ejes de las regulaciones prudenciales, que se ocupan, respectivamente, de la solvencia y la liquidez.
- b) Deficiente administración del riesgo por tratamiento regulatorio demasiado laxo a exposiciones complejas, tales como derivados (col. 7). Esto es: la determinación del capital necesario para cubrirse ante pérdidas inesperadas por esas exposiciones. Dentro de las exposiciones más importantes, puede mencionarse el riesgo de crédito de contraparte en contratos de derivados bilaterales, lo propio con contrapartes centrales, las titulaciones/securitizaciones y la valuación de activos a mercado según la probabilidad de impago del emisor (“credit valuation adjustment”, CVA).
- c) Riesgo moral de actuar como prestamista de última instancia (col. 5). La idea es evitar las implicancias distributivas (transferencia de los contribuyentes al sector financiero) de un rescate a un banco que, precisamente por esperar ser rescatado, no minimiza sus pérdidas. Este problema se trató intensamente en ámbitos políticos como el G20 y el FSB, no solo político-técnicos como el BCBS. Fue el más repetido en la post-crisis en buena medida por los intentos de mantener el tema en agenda, dado que no recibió un tratamiento rápido y efectivo en la temprana post-crisis, como sí fue el caso con el capital, la liquidez y las exposiciones más riesgosas.
- d) Exposiciones a bonos soberanos (col. 8). Este punto sí fue controversial, un *outlier* en la agenda de reforma financiera sobre el que nunca hubo completo acuerdo político para avanzar en el BCBS (ni en otro standard-setting body). Refiere a cuánto capital deben guardar los bancos por pérdidas derivadas de un default de países (soberanos) o sus provincias o divisiones locales (sub-soberanos). El sistema tanto pre- como post-crisis

habilita el tratamiento para cada jurisdicción de aplicar un ponderador de 0% (es decir, no guardar capital, según la medida de activos ponderados por riesgo, APR) a las exposiciones de sus entidades locales a deuda emitida en moneda local. Este tratamiento favorable facilita a los soberanos la colocación de deuda doméstica y por lo tanto su política monetaria. Sin embargo, también erosiona la medición de los APR entre para cada entidad como una medida de exposición. Además, dificulta la comparación entre entidades, incluyendo su comparación cross-border. También se han revelado otros problemas en la medición de las exposiciones a soberanos, como la dependencia de calificaciones externas (cuando la deuda no es colocada en el mercado doméstico), si bien esa dificultad era compartida con otras exposiciones, tales como titulizaciones. El problema, entonces, es cómo acordar una modificación del tratamiento que perjudicaría casi automáticamente a todos los soberanos con finanzas públicas comprometidas y a los bancos de sus países.

Si bien las respuestas a estos problemas se profundizan en el siguiente capítulo, es importante entender si se les dio tratamiento o no para entender cuán persistentes fueron estos temas en la agenda. La excepción más relevante al tratamiento exitoso es quizá las exposiciones soberanas. El BCBS (es decir, los representantes de sus bancos centrales miembro) hizo el intento por revisar este tratamiento y resolvió que *“At this stage, the Committee has not reached a consensus to make any changes to the treatment of sovereign exposure”* (BCBS, 2017b, pág. 5). Vale mencionar también que existen argumentos de índole más técnico que cuestionan cuán conveniente sea endurecer este tratamiento, principalmente bajo el argumento de que en tal caso esos bonos pasarían a manos de otros inversores más atomizados, menos sofisticados y con menor tamaño que los bancos (Lanotte & Tomassino, 2018).

El otro costado de la exposición a bonos soberanos es el comentado anteriormente, la retroalimentación entre posiciones fiscales frágiles y los balances de los bancos. En términos de *timing*, dicho problema pasó al centro de la escena en 2011, luego de las crisis soberanas europeas. Es en parte por este motivo que nunca hubo fuertes incentivos a modificar el tratamiento preferencial a soberanos (ponderador 0), ya que complicaría al sistema financiero además de la ya complicada situación fiscal. Según Caruana, *“Sovereigns must now earn back their reputation as practically risk-free borrowers. And as history has taught us, sovereign solvency is a precondition for the central bank’s success in dealing with threats to monetary and financial stability.”* (2011i, pág. 2).

Para los restantes problemas (a-c), efectivamente se diseñaron regulaciones específicas luego de la crisis como parte de Basilea III:

- ✓ En respuesta a a): se aumentaron los ratios de capital como porcentaje de los APR, se incrementó la calidad de los activos admitidos para ser considerados como integración de capital, se aumentó la participación de capital de calidad superior y se introdujeron colchones (“buffers”) de conservación de capital y contra-cíclico. Además, se estableció el ratio de apalancamiento en función de activos sin ponderar por riesgo, para tener una medida de capitalización independiente de los métodos de ponderación. Asimismo, se establecieron ratios de liquidez mínimos, en función del flujo de efectivo estimado en el mes y en función del descalce de plazo durante 1 año entre activos y pasivos.
- ✓ En respuesta a b): los ponderadores de todas aquellas exposiciones, utilizados para determinar el capital a integrar, se calibraron de manera mucho más conservadora, teniendo en cuenta la volatilidad de activos subyacentes a esos contratos de derivados y esas titulizaciones, la “cascada de pago” de las titulizaciones (i.e., quién absorbe las pérdidas por impagos), entre otros factores. En líneas generales, además, se incentivó la compensación a través de contrapartes centrales en lugar de contratos bilaterales, que permite mitigar más el riesgo.
- ✓ En respuesta a c): al ser un problema tradicional que los bancos centrales ya preveían antes de la crisis, la respuesta tuvo más la forma de revisión de los marcos nacionales de quiebra, resolución y liquidación de entidades, para evitar el “bail-out” y en cambio promover un “bail-in”; es decir, un auto-rescate de la entidad con fondos propios. Se acordaron medidas en este sentido para las instituciones financieras sistémicamente importantes (SIFIs), tanto globales – con una metodología específica para identificarlas– como domésticas –replicando a nivel local dicha metodología–. Por fuera de lo que son SIFIs, quedó en el ámbito nacional la revisión de los marcos de resolución/quiebras y los esquemas de seguros de depósitos, que se reforzaron luego de la crisis en los países desarrollados. En contraste con la mayoría de los ejes de la reforma regulatoria, estos elementos de resolución/quiebra y seguro de depósitos no alcanzaron estándares homogéneos entre países (Caruana, 2013b), sino más bien principios y recomendaciones.

Para ilustrar en qué medida estos problemas fueron sorpresivos en la post-crisis, sirve remontarse un poco más atrás y estudiar la pre-crisis y el período entre su comienzo y su pico.

Previo a la crisis, se dieron algunas advertencias, si bien escasas, sobre la toma de riesgo excesiva de parte de algunos participantes de mercado. Éstas focalizaron en la complejidad de los activos que se estaban negociando, básicamente derivados y titulización de hipotecas y otros activos. En jul-05, Knight advertía: *“One issue is complexity: it is not clear whether all risks are fully appreciated. Another issue concerns the untested nature of these instruments: how will the new markets function under stress?”* (2005a, pág. 4). Recién en jun-07 reaparecería la preocupación por la exposición al riesgo, coincidiendo con el primer “dry-up” de liquidez que dio inicio a la crisis. Ese discurso (jun-07) tiene el valor de identificar cómo se veía al sistema financiero poco tiempo antes de que se evidenciaran sus problemas. En ese sentido, el gerente general del BIS tuvo remarcables aciertos. Se identificaron, entre otros, 3 fenómenos relevantes:

- a) complejidad de los activos utilizados para la transferencia del riesgo (derivados y titulaciones). Esto se asocia con el modelo seguido por muchos bancos de “originate-to-distribute”. Solo se prestaba para ceder/vender luego esos créditos, reteniendo solo una parte, de modo que no había incentivos a que esos créditos fueran generados de manera prudente. Además, por la complejidad de los activos utilizados para cederlos, el comprador de esos derivados o esos activos titulizados/empaquetados no podía conocer con exactitud qué tipo de riesgo estaba tomando. Más bien confiaba en la calificación otorgada por la agencia calificadora.
- b) nuevos participantes de mercado tales como fondos de riesgo (“hedge funds”) y firmas de capital privado (“private equity firms”). Estos jugadores tienen modelos de negocio enfocados en niveles de apalancamiento altos y un tamaño grande de su exposición, dado que, entre otras actividades, proveen liquidez⁸⁶ al mercado.
- c) diversificación de portafolios. Este no es un fenómeno positivo o negativo en sí; sin embargo, implica un mayor riesgo para el sistema en la medida en que nuevos portafolios en busca de retornos altos incorporaron nuevos activos con distintos niveles de complejidad y distintos tipos de exposiciones. Es decir, un portafolio diversificado corre el riesgo de impago de muchos agentes distintos. Esto en última instancia dificultó el análisis de quién está expuesto al riesgo de quién, situación que adquiere una relevancia aún mayor en la dimensión cross-border.

⁸⁶ En este punto vale la pena recordar la diferencia entre liquidez de mercado y de fondeo. La liquidez de mercado, que proveen estos nuevos jugadores, permite operar con facilidad a los restantes participantes proveyendo compradores para aquellos que quieren vender y vendedores para aquellos que quieren comprar. La liquidez de fondeo, en cambio, refiere a la facilidad con la que los jugadores de mercado pueden hacerse de dinero para enfrentar las salidas de efectivo (i.e., sus compromisos).

A pesar de identificar estos fenómenos relevantes semanas antes del comienzo de la crisis, no se veía con claridad por dónde estaba más expuesto el sistema. De hecho, en ese mismo discurso de jun-07 se hacía mención específica a América Latina como expuesta a este tipo de riesgos, sin ser luego de las primeras regiones afectadas. En oct-07, pocos meses después del “dry-up” de liquidez iniciado en junio, el tono del discurso del gerente general del BIS fue más severo y se amplió la gama de problemas identificados en el sistema financiero, reconociendo a su vez que el shock de iliquidez no se procesaría fácil. Se identificó a los *ratings* de las titulaciones como problemáticos, así como a los escasos incentivos de los bancos a monitorear el riesgo de los activos subyacentes que empaquetaban. Además, se identificó como problemáticos a los compromisos que los bancos tenían de proveer liquidez a los “special purpose vehicle” (SPV), las estructuras financieras utilizadas para colocar (vender) las titulaciones. Estos compromisos son financiaciones contingentes, por lo cual no se contabilizan como un activo en la hoja de balance del banco hasta que se materializan. En virtud de ello, el cálculo del capital necesario puede ser engañoso y, si el compromiso es de una magnitud importante, es difícil para el banco atenderlo sin afectar su liquidez general.

Es interesante notar cómo se fue expandiendo y profundizando aún más la preocupación por la fragilidad del sistema financiero en el año que va desde sep-07 hasta sep-08. Así como en oct-07 se notaba que el shock de iliquidez no sería pasajero, en abr-08 se incorporó el problema de la subcapitalización. En oct-07 se pensaba que el problema no era la solvencia de los bancos sino el impacto macroeconómico en el sector privado. En cambio, en abr-08 ya se identificaban los dos problemas principales de la crisis en el sistema bancario: capital y liquidez insuficientes. A principios de ese año comenzó a aparecer el término “shadow banking system” por primera vez en los discursos del BIS (Knight, 2008a) para referirse al complejo de jugadores nuevos por fuera de la órbita regulatoria y supervisora, que no son otros que los fondos de riesgo y las firmas de capital privados mencionadas anteriormente (entre otras).

Ya en la post-crisis, hacia 2010, se reflejaban en los discursos del BIS nuevos y diversos puntos sobre la agenda regulatoria, cuya hoja de ruta estaba en buena medida para entonces delineada. En el discurso de feb-10 pueden identificarse 7 elementos que antes no se habían profundizado en los discursos –aún se estaban tratando en el seno del BCBS–. Lo novedoso es que muchos de estos elementos apuntaban a otros componentes de Basilea III distintos del llamado Pilar 1 (integración de capital), algunos relacionados de manera indirecta con él y otros pertenecientes al Pilar 2 y Pilar 3:

- Vinculados con Pilar 1:
 - i. utilización de modelos internos y dificultad para modelizar riesgos infrecuentes (“tail risks”);
 - ii. presencia de riesgos sistémicos debido a contagios, aún si todas las entidades gestionan su riesgo de manera prudente;
 - iii. incertidumbre en la ponderación de una variedad de exposiciones (es decir, para cuantificar los APR), por lo cual surge la necesidad de un indicador no basado en APR sino en activos totales (que luego sería el ratio de apalancamiento);
 - iv. exposición al riesgo de mercado (cartera de “trading”) especialmente difícil de cuantificar.
- Pilar 2, “proceso supervisor”: alineamiento entre los incentivos de la gerencia y los accionistas, entre otros problemas de gobierno societario.
- Pilar 3, “disciplina de mercado”: insuficiencia de divulgación de datos propios sobre exposición al riesgo y posición de liquidez.

Por último, y pasando al grupo de problemas más específicos de la post-crisis, una característica destacable de los problemas regulatorios es cómo evolucionó la visión del BIS sobre el rol la agenda regulatoria en sí. En el año que fue desde el comienzo hasta el pico de la crisis, fue casi la temática excluyente. Sin embargo, en el segundo discurso de la post-crisis, llamativamente rápido, la mirada pasó a ser holística. No contaba únicamente la regulación sino también la supervisión, las políticas macroprudenciales, la infraestructura de mercado y las normas contables: *“There is a tendency to think that capital regulation can do it all, with the serious risk of overburdening it. In fact, the whole spectrum of regulatory and supervisory tools should play a role.”* (Caruana, 2009b, pág. 2). También en 2009 (Caruana, 2009c) se identificaba ya la necesidad de incorporar un componente macroprudencial nacional que cada país debía diseñar, adicional a la capa macroprudencial embebida en Basilea III. Y éste debía no solo ser un diseño regulatorio sino adoptarse como práctica de supervisión permanente, tanto en su dimensión cross-sector como temporal; es decir, evitando la prociclicidad en las prácticas de las instituciones financieras.

Esa visión, delineada ya en 2009, se avanzaría en todos los años siguientes. Se le sumó rápidamente la necesidad de adoptar prácticas supervisoras que miren más allá de lo contable/legal para hacer foco en lo económico y la exposición al riesgo (se le llamó “look-through approach”) y se remarcó la necesidad de incorporar en esa supervisión a todas las instituciones del mercado de capitales que hicieran falta, con el consecuente esfuerzo en desarrollar/mejorar los manuales de supervisión.

Este marco regulatorio y de supervisión pasó a tomarse luego como el tercer “building block” del marco de estabilidad financiera que debería desarrollarse en la post-crisis (Caruana, 2010h), siendo el primero y el segundo la política macro y las medidas macroprudenciales, respectivamente, como se explicó en el título anterior. El cuarto bloque es la cooperación internacional, para fortalecer todos los otros. Otros elementos que se sumaron luego a la mejora de este enfoque fueron la aplicación de los Pilares 2 y 3, para que cambie de raíz la “cultura institucional” y la posibilidad de mejorar las llamadas “expectativas del supervisor”, que son lineamientos a mitad de camino entre recomendaciones no vinculantes y regulación pura y dura (Caruana, 2015d).

En general, esta mirada holística sobre el problema regulatorio y supervisor se mantuvo durante todos los años de la post-crisis, con foco en la importancia de aplicar todos los instrumentos que estén al alcance en pos de la estabilidad financiera. A medida que el diseño de las regulaciones finalizaba y se acercaba su fecha límite de adopción (o entrada en vigencia), el discurso del BIS hizo el último giro, cambiando el foco hacia la importancia de que los países implementen las regulaciones a tiempo y sin detalles muy distintos entre sí. Si bien este eje siempre estuvo presente en la agenda, a partir de 2014-5 pasó a tener un rol más importante y a estar acompañado del estudio sobre el impacto de las reformas, para discernir si efectivamente lograban el efecto buscado:

“Major regulatory initiatives are nearing completion. The focus has shifted towards ensuring consistent implementation and to monitoring the effects, both intended and unintended” (Caruana, 2014c, pág. 6) [...] “From the regulatory perspective: more than designing new rules, completing the agenda, ensuring consistent implementation and monitoring results will take up most of the resources” (Caruana, 2015a, pág. 8).

7. La cooperación monetaria en la post-crisis

“Since the interwar period, the evolution of central bank cooperation has been inherently linked to that of the international monetary and financial environment, with financial and economic crises serving as catalysts for change.”

Jaime Caruana (2012f, pág. 1), gerente general del BIS desde 2009 hasta 2017.

“Why do we reject keeping one’s own house in order as a precept for financial regulation but accept it for monetary policy?”

Mismo autor (2012g, pág. 1).

7.1. Los discursos del BIS y las áreas de éxito y fracaso en la cooperación

Tal como se hizo para los problemas del orden monetario internacional, el análisis de la cooperación monetaria en la post-crisis comienza con los discursos de los gerentes generales del BIS del 2005 al 2017. El resultado de este análisis se resume en la Tabla 11.

Como es esperable, en los 3 años previos al pico de la crisis prácticamente no apareció en los discursos la idea de necesitar instancias de coordinación/cooperación, excepto para endurecer el tratamiento regulatorio a derivados y titulizaciones. Esta era una extensión del proceso cooperativo que había derivado en Basilea II previo a la crisis, no una nueva instancia. Más bien tuvo que ver con identificar el problema, en donde la solución encajaba en un canal cooperativo que ya se traía de antes, las regulaciones del BCBS.

Si se analizan las expresiones en los discursos del BIS sobre cuánto se logró y cuánto quedaba por hacer por medio de la cooperación entre países en la post-crisis, surgen tres grandes grupos. El primero es la cooperación faltante para incorporar los contagios a terceros de la política monetaria propia (col. 1). El segundo es la cooperación faltante para la estabilidad financiera. Por una parte, esto apuntaba a acordar e implementar las regulaciones de Basilea III y mejorar y homogeneizar las prácticas de supervisión (col. 2). Por la otra, faltaba darle una definición común y una implementación consistente a las medidas macroprudenciales (col. 3). El tercer grupo es la cooperación exitosa, que en su totalidad responde a problemas de estabilidad financiera, sin mostrar referencias de éxito a la incorporación de los contagios ni tampoco a ningún otro problema conjunto de estabilidad monetaria y financiera.

Tabla 11. Cooperación en el orden monetario internacional pre- y post-crisis (1/2).

	Coordinación faltante para la estabilidad monetaria	Coordinación faltante para la estabilidad financiera		Coordinación alcanzada para la estabilidad financiera		
	Resta incorporar los efectos contagio ("spillovers" y "spillbacks") internacionales en la política monetaria	Falta endurecer la regulación y la supervisión conjuntamente entre países	Falta coordinar para implementar políticas macroprudenciales de manera consistente entre países	Se alcanzaron estándares regulatorios homogéneos mediante Basilea III	Incorporación del componente macroprudencial en Basilea III	Se logró una efectiva red de swaps para liquidez de emergencia
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
jul-05						
sep-05						
may-06						
jun-06						
oct-06						
ene-07						
feb-07						
jun-07		X				
jun-07						
Comienzo de la crisis: pérdidas de Bear Sterns (Jun-07) y garantía de depósitos de Northern Rock (Sep-07)						
oct-07						
feb-08						
abr-08		X				
abr-08						
jun-08		X				
may-08						
Total pre-crisis	0	3	0	0	0	0
Pico de la crisis: quiebra de Lehmann Brothers (Sep-08)						
jun-09		X		X		
ago-09		X	X			
oct-09		X	X			
nov-09						
feb-10		X		X		
abr-10						X
abr-10			X			
may-10					X	
jun-10		X				
jun-10		X	X			
sep-10				X	X	
sep-10		X	X			
oct-10					X	
nov-10		X	X	X		
ene-11					X	
feb-11	X					
may-11				X	X	
jun-11	X			X	X	
jun-11					X	
jul-11	X					
jul-11		X		X		
oct-11				X		
nov-11						
dic-11		X				
ene-12		X		X		
feb-12					X	
mar-12						
jun-12		X				
jun-12				X	X	
jul-12	X	X		X		X
ago-12	X			X		X
sep-12	X		X		X	
nov-12	X			X	X	
may-13	X					
jun-13	X	X				
jun-13		X				
jul-13						
oct-13						
nov-13		X				

Tabla 11. Cooperación en el orden monetario internacional pre- y post-crisis (2/2).

	Coordinación faltante para la estabilidad monetaria	Coordinación faltante para la estabilidad financiera		Coordinación alcanzada para la estabilidad financiera		
	Resta incorporar los efectos contagio ("spillovers" y "spillbacks") internacionales en la política monetaria	Falta endurecer la regulación y la supervisión conjuntamente entre países	Falta coordinar para implementar políticas macroprudenciales de manera consistente entre países	Se alcanzaron estándares regulatorios homogéneos mediante Basilea III	Incorporación del componente macroprudencial en Basilea III	Se logró una efectiva red de swaps para liquidez de emergencia
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
mar-14	X					
abr-14		X				
jun-14	X			X	X	
jun-14						
nov-14						
dic-14			X		X	
feb-15		X		X	X	
abr-15	X			X		X
jun-15	X					
oct-15		X				
oct-15	X					
oct-15	X					
ene-16	X					
feb-16	X					
may-16		X				
jun-16				X		
nov-16						
nov-16						
nov-16						
dic-16				X		
feb-17						
jun-17	X			X		
sep-17	X			X		X
sep-17		X				
Total post-crisis	19	21	8	20	14	5

Fuente: elaboración propia.

El primer elemento de esta agenda exitosa fue precisamente el proceso de Basilea III (col. 4), que más de una vez se destacó simultáneamente como exitoso pero aún con camino por recorrer. El segundo elemento exitoso fue un aspecto particular de Basilea III: el colchón de capital contracíclico (col. 5); es decir, su capa macroprudencial. Dada la relevancia de las medidas macroprudenciales y sus temáticas asociadas, más de una vez este logro se destacó como parte de la agenda macroprudencial más allá de Basilea III; es decir, como base para el diseño nacional de políticas macroprudenciales. Por último, el tercer elemento de la agenda exitosa fue el acuerdo de swaps de monedas entre bancos centrales (col. 6). Su cantidad de apariciones en los discursos no refleja en verdad la importancia de esta fuente de fondeo “en moneda dura” de la que dispusieron los bancos centrales en la crisis, si uno se guía por la cobertura en la academia y por la propia visión de funcionarios del BIS más allá de los discursos del gerente general. Además, no refleja su importancia luego de la crisis como herramienta de liquidez de emergencia que podría reactivarse (acuerdos de swaps que han caído) o que incluso permanece activa (acuerdos sin plazo en la actualidad). Acaso esta sub-representación se deba a que estos swaps fueron acordados por fuera de la órbita del BIS, como iniciativa entre bancos centrales directamente. En cualquier caso, en virtud de su importancia en el orden monetario internacional, en este capítulo se incluye a los swaps en el análisis y se los desarrolla como herramienta cooperativa.

Del análisis de los discursos pueden extraerse al menos dos cruces relevantes. Primero, la cooperación con fines de estabilidad financiera fue dominante –en términos de cantidad de apariciones– respecto de aquella con fines de estabilidad monetaria. Esto es: columnas 2-6 sumadas tienen más conteos (68) que la columna 1 (19). Esto solo indica mayor exposición, no necesariamente mayor relevancia. De hecho, indica que lo dominante fue en particular la agenda regulatoria (col. 2, 4 y 5), tanto la alcanzada como la faltante.

El segundo cruce que puede extraerse indica que, en términos del éxito de la cooperación respecto de sus problemas identificados, la cooperación con fines de estabilidad financiera fue más exitosa que aquella con fines de estabilidad monetaria. Nuevamente, se debe recordar que la separación entre objetivos de estabilidad monetaria y estabilidad financiera puede ser arbitraria para algunos conceptos; aun así, pueden rastrearse en los oficiales nacionales y los del BIS elementos de cada una.

Respecto de la cooperación para estabilidad monetaria, pueden hacerse dos observaciones relevantes. Primero, la cooperación para estos fines es la más controversial, la que más entra en conflicto con preferencias u objetivos nacionales, al incluir en términos amplios a la política

macroeconómica. En virtud de ello, el universo de problemas de estabilidad monetaria es amplio, mientras que el sub-universo de aquellos problemas que podrían/deberían ser abordados mediante la cooperación es discutible, permanentemente está en conflicto y su línea divisoria (respecto de aquellos que no ameritan cooperación) está en el centro del debate. Esto contrasta con el universo de problemas de estabilidad financiera y su sub-universo de aquellos que admiten cooperación, más definido y, podría decirse, más amplio. Además, en la mayoría de los casos, los resultados de las acciones cooperativas con fines de estabilidad financiera son bien visibles: el acuerdo de swap, un estándar regulatorio, etc. No es el caso para la cooperación con fines de estabilidad monetaria, como se profundiza en el siguiente título.

La segunda observación respecto de la cooperación faltante con fines de estabilidad monetaria es: previo a identificarse como falta de cooperación, se identificaba como falla de la política monetaria doméstica, principalmente de los países desarrollados. Esto surge de comparar la columna 13 de problemas (Tabla 10) con la columna 1 de cooperación (Tabla 11). Los desbalances se vieron hasta feb-11 (excluido) como un problema doméstico. Desde entonces, el marco de estabilidad financiera pasó a considerarse global en lugar de doméstico. Prácticamente todas las menciones a la necesidad irresuelta de incorporar los efectos contagio en otros países vino de la mano de una referencia a identificar a los desbalances financieros como un problema. En consecuencia, podría decirse que los contagios son el costado cooperativo de los desbalances. Esto no es otra cosa que los dos problemas más importantes de la post-crisis desarrollados en el capítulo anterior: la redefinición de la política monetaria en sentido interno (desbalances) y externo (contagios).

En este capítulo se profundiza sobre estos objetivos y estas herramientas de cooperación y se trata de responder a la pregunta sobre si la cooperación ha tenido éxito en resolver los problemas identificados en el capítulo anterior.

7.2. El fracaso de la cooperación para la estabilidad monetaria

Al caracterizar el éxito o el fracaso de la cooperación monetaria, lo primero que hay que determinar es la vara. ¿A qué reglas, instancias o procesos se quería llegar y no se llegó? En la medida en que se acepta que la necesidad y la forma de la cooperación monetaria es discutible, decir que fracasó o no se vuelve relativo. Una manera de verlo es por actor: la visión de los académicos, la de los oficiales de organismos internacionales y la de los banqueros centrales. Otra manera de verlo es por concordancia o no con los problemas evidenciados en el orden monetario internacional, si al menos uno de esos actores relevantes identifica un determinado problema. En este trabajo se sigue este segundo criterio, tratando de determinar si los problemas más importantes de la post-crisis –

desarrollados en el capítulo anterior– encontraron correlato en soluciones cooperativas o no. Más allá de esta elección, se insiste en que debe tenerse presente que hablar de éxito o fracaso es relativo a la vara utilizada, especialmente problemática en este campo.

Parte de esta vara en discusión se refiere a lo comentado anteriormente: los problemas de estabilidad monetaria, a diferencia de aquellos más específicos a la estabilidad financiera, no admiten de manera tan indiscutida soluciones cooperativas. Con problemas de estabilidad financiera hay fines últimos sobre los cuales los países acuerdan, como inyectar liquidez en contextos de crisis o un campo de juego nivelado para los servicios bancarios. Para problemas de estabilidad monetaria, en cambio, los objetivos domésticos son prioridad y los países no acuerdan claramente sobre qué hacer con las externalidades (contagios) que generan unos a otros. Tampoco es claro, una vez que un país adoptó una acción, determinar hasta qué punto esa acción se tomó a raíz de la cooperación con el resto. Por caso, el intercambio de información o de visiones son instancias cooperativas muy utilizadas que pueden servir, pero rara vez pueden apuntarse como origen de una decisión. Se podría decir, la cooperación con fines netamente de estabilidad monetaria es invisible en sus resultados. Más en general, en contextos de crisis (bust) todos los banqueros centrales coinciden en querer calmar a los mercados; en contextos normales (boom), cada uno tiene objetivos independientes.

Retomando lo desarrollado en el capítulo de problemas del orden monetario de post-crisis, la necesidad de cooperar para lograr la estabilidad monetaria tiene dos fundamentos:

- Primero, salir de la trampa de tasas de interés bajas en países desarrollados⁸⁷. Refiere al dilema de coordinación entre países, que ya estaba operativo previo a la crisis y llevó a que ningún país enfriara la economía porque otros países no lo hacían. Para el primero en subir la tasa de interés el impacto sería de entrada de capitales, profundización del ciclo financiero y apreciación cambiaria. En la post-crisis este dilema de coordinación originado en una tasa demasiado baja se evidenció menos como ritmos de crecimiento insostenibles y más como ritmos de aumento de deuda insostenibles. Para el sector público esto se potenció por paquetes de estímulo y bajas en la recaudación –por la propia crisis– que aumentaron los déficit fiscales, por lo cual un aumento de la tasa hacía más difícil mantenerlos/financiarlos. En otras palabras, una tasa baja permitía postergar el ajuste fiscal. Para el sector privado en la post-crisis, la tasa baja tuvo efectos en el apalancamiento y la

⁸⁷ Se denominó también en este trabajo “debt trap” en su versión fiscal, o “paradox of policy” en palabras de King.

búsqueda de retornos, lo que dio origen al segundo fundamento para buscar la cooperación para la estabilidad monetaria.

- Segundo, los desbalances financieros. Tasas bajas en países desarrollados incentivaron la entrada de capitales en países en desarrollo, donde el sector privado aceleró su endeudamiento, tanto a través del mercado de capitales como de préstamos bancarios.

Es decir, ambos fundamentos son efectos de las tasas bajas. O más bien, el primero es la causa por la cual se postergó tanto tiempo normalizar la política monetaria desde los bancos centrales más importantes del mundo y el segundo es el efecto de esa elección, tanto a nivel doméstico como global. Son dos costados del mismo fenómeno, que suscitan buscar una manera de evitar reproducir las consecuencias financieras de una tasa baja. La necesidad de cooperación se refleja en el hecho de que, para la gran mayoría de países, la generación de desbalances financieros locales surge por el contagio de la política monetaria de un puñado de países, con política monetaria que sigue objetivos domésticos.

De modo que la internalización de los spillovers en las acciones de política monetaria nacionales es la vara de cooperación monetaria de la post-crisis; es el objetivo delineado por el gerente general del BIS y por lo tanto el elegido en este trabajo para evaluar su desempeño. En su persecución, se han propuesto distintas herramientas para alcanzarlo. Lo más extremo identificado en los discursos del BIS ha sido la mención a “reglas globales”⁸⁸, mediante las cuales cada país, por obligación, tenga en cuenta los contagios mediante alguna fórmula pre-acordada. Pareciera que la retórica sobre este recurso fue más bien de máxima, como para mostrar el abanico de posibilidades, en el que aquella opción extrema de reglas globales en verdad no contaba con el apoyo del BIS⁸⁹. En cambio, esa opción de máxima se exponía más bien para legitimar la opción más realista y la más desarrollada en la agenda del BIS, que fue la incorporación de estos contagios en el marco de política monetaria de cada país. En el mismo sentido, el movimiento coordinado de tasas también fue descartado por el BIS: “*These considerations do not require a global coordination of monetary policies, but they do call for central banks to take better account of the global side effects and feedbacks that arise from their individual monetary policies.*” (Caruana, 2011f, pág. 5).

Más bien el objetivo propuesto por el BIS fue la generación de un marco analítico, compartido a grandes rasgos por los bancos centrales más importantes, que permita integrar los efectos contagio

⁸⁸ Por ejemplo, en (Caruana, 2015b; 2015c).

⁸⁹ “*Where I am more sceptical is the proposal to formalise cooperative arrangements through, for instance, a requirement for the major central banks to outline publicly the mutual consistency of their policies*” (Caruana, 2012f, pág. 6).

en la formulación de la política monetaria de cada uno. Aún a hoy ese marco analítico se sigue buscando. No se ha logrado una medición indiscutida de los spillovers y spillbacks, mucho menos una que tenga el acuerdo de los bancos centrales más importantes. Como second-best (sin calificarlo de este modo)⁹⁰, el BIS también ha contemplado que cada país individualmente incorpore el contagio *de manera sistemática* al realizar política monetaria, aún sin contar con un modelo común con el resto. Este tipo de internalización es la que usualmente se resalta como faltante.

En esta instancia entran a jugar un rol relevante otros modos de cooperación más laxos (o “low-key”), como las discusiones sobre puntos de vista en las reuniones bimestrales en el BIS y el intercambio de información. Estas herramientas valen no solo por la cooperación que implican en sí mismas sino porque ayudan precisamente a lograr visiones comunes sobre los spillovers. Sirven como instancia en la que países afectados plantean su voz a los países desarrollados, que son típicamente la fuente de los desbalances. Esto va en línea con la posición de que, para lograr una cooperación exitosa, es clave acordar marcos teóricos o visiones sobre cómo funciona la macroeconomía de cada país⁹¹: *“Uncoordinated approaches may simply shift risks among recipient countries. A frank exchange of views on the international dimension of domestic policy action can therefore lead to better domestic policymaking.”* (Caruana, 2011b, pág. 8).

Sin embargo, no todos los países tienen el mismo peso en esta tarea. Si la FED, el BCE, el Bank of England y el Bank of Japan (por nombrar a los bancos centrales más importantes) construyen un marco teórico incorporando los efectos contagio, los restantes países probablemente lo adopten. Si, en cambio, los países desarrollados se quedan con los marcos de política monetaria actuales, el resto también lo hará. Paradójicamente, las ganancias mutuas de la cooperación aparecerán cuando los jugadores más importantes lo decidan (Disyatat, 2019).

A medida que pasaron los años en la post-crisis, no se evidenciaron avances en la internalización de los spillovers. La política monetaria ultra-expansiva hasta 2013 provocó “sudden floods” y su reversión, el FED tapering, provocó “sudden stops” en los emergentes más afectados. Es interesante notar que, entre los estudios que han medido estos impactos en los países emergentes, el efecto es más severo para países con mercados financieros más profundos y para países que no aplicaron (o

⁹⁰ *“What could be done? A first step would be to take financial factors more fully into account in domestic policy frameworks. This should help reduce potential spillovers at the source. But there is a case for going further, and seeking to better internalise international spillovers and spillbacks and the interactions of policies. This step is much more challenging since we have yet to develop an analytical framework that allows us to properly integrate these factors into monetary policy.”* (Caruana, 2015c, pág. 7).

⁹¹ Para Shin (2019), por ejemplo, el intercambio de información y de visiones es la herramienta de cooperación más importante en el ámbito del BIS.

no lo suficiente) política macroprudencial en la etapa de *quantitative easing* (Aizenman, Binici, & Hutchison, 2014) (Eichengreen & Gupta, 2014) (Mishra, Moriyama, N'Diaye, & Nguyen, 2014). Además, emergentes con *fundamentals* sólidos no estuvieron más protegidos que aquellos con peores *fundamentals*. Estas observaciones son consistentes con lo expresado en este trabajo sobre las elecciones de política para emergentes, derivadas de la política monetaria en los países desarrollados.

Mientras tanto, las repercusiones de esos contagios siguieron, sin mayores cambios en las políticas adoptadas. En parte a raíz de este *business as usual*, se intensificó en el ámbito del BIS la fundamentación de incorporar a los efectos contagio a partir de los spillbacks. Esto es: si no se puede promover la internalización de los spillovers a partir del bien común, entonces al menos se deberían incorporar a partir del interés propio, el llamado “enlightened self-interest” (Caruana, 2015c) (Pereira da Silva, 2019). Esta agenda implica medir estos efectos contagio en reversa, los spillback, y que luego, si son lo suficientemente relevantes, motiven cambios de política que los eviten. Si bien estos efectos no parecen desestimables (Agénor & Pereira da Silva, 2018), su estudio está en desarrollo y no constituyen aun una base con fundamento político como para que los bancos centrales más importantes eviten por completo generar desbalances financieros en el resto.

En la actualidad, los marcos de política monetaria se han sofisticado respecto de aquellos con los que se llegó a la crisis –ver capítulo anterior–, pero en términos de incorporar a los efectos contagio no han variado considerablemente. Por ese motivo, se han sucedido distintos “llamados” a los países a internalizar estos efectos, aún sin éxito. Eso es lo que se observa en las reiteradas menciones en la columna 1 de la Tabla 11, sin que haya alguna otra mención a avances en la materia.

A continuación, se muestran solo algunos de estos “llamados” a incorporar los efectos contagio, uno por año, para mostrar la vigencia de la agenda (y el problema irresuelto) en todos los años de la post-crisis:

“You may object that, in a world of decentralized monetary policy decisions, effective coordination among the main monetary areas could, in theory, meet this requirement. And you might add that the institutional framework for this coordination already exists in the shape of the IMF, the BIS, the G7 and the G20. This, however, holds true only in theory. All past and recent experience suggests that, in practice, coordination fails precisely when it is most needed, i.e. when policy preferences are most divergent.” (Padoa-Schioppa, 2010, pág. 17)

"Just as each big private bank generates systemic effects that it must internalise, so too each country's policies create international spillovers that it must take on board." (Caruana, 2011d, pág. 6)

"This does not necessarily mean monetary policy coordination at the global level, but it does require central banks to better appreciate, internalise and share the side effects that arise from individual monetary policies" (Caruana, 2012g, pág. 6)

"Finally, prolonging the period of very low interest rates further exposes open economies to spillovers that are now widely recognised. The challenges are particularly severe for the emerging market economies and smaller advanced economies where credit and property prices have been rapidly growing" (Caruana, 2013b, pág. 2) [...] *"Understanding spillovers and finding ways to avoid the unintended effects is central to the work of the BIS."* (pág. 8)

"Taking account of monetary policy spillovers is a shared responsibility. Advanced economies need to better understand the international transmission and feedback of very accommodative monetary conditions and internalise this in their decisions." (Caruana, 2014c, pág. 5)

"But policymakers should also give more weight to international interactions, including spillovers, feedbacks and collective action problems, with a view to keeping the neighbourhood in order. How to start broadening one's view from house to neighbourhood? One useful step would be to reach a common diagnosis, a consensus in our understanding of how international spillovers and spillbacks work. The widely held view that the IMFS [International Monetary and Financial System] should focus on large current account imbalances, for instance, does not fully capture the multitude of spillover channels that are relevant in this regard." (Caruana, 2015b, págs. 3-4)

"More broadly, and also more difficult to capture in models, analytical frameworks tend to underestimate the cross-border spillovers and the feedback effects of monetary policies, particularly those of the large economies" (Caruana, 2016e, pág. 4)

"As I just noted, the need for cooperation in financial regulation is well understood. Yet, when it comes to monetary policy, the dominant view is that keeping one's own house in order is enough. But can exchange rate fluctuations really insulate economies against contagion? Are national bond markets isolated or integrated? And

do fallacies of composition characterise monetary policymaking?" (Caruana, 2017c, pág. 10)

Con todas las relativizaciones hechas al inicio, este panorama permite calificar a la cooperación con fines de estabilidad monetaria de la post-crisis como un fracaso, si se la escinde de aquella destinada a la estabilidad financiera. Esto es: no se ha ocupado del problema de los spillovers, dado que no se han encontrado incentivos suficientes desde los bancos centrales más importantes. Esto explica, a su vez, por qué no son los banqueros centrales en funciones (de aquellos bancos centrales que son la fuente de los spillovers) los que exponen el problema, sino otros actores como organismos internacionales o académicos⁹². Vale remarcar que, como indica Borio (2019b), esta asimetría de éxitos (o de permanencia en las agendas) entre cooperación para la estabilidad monetaria y para la estabilidad financiera ya se evidenciaba previo a la crisis. Incluso, irónicamente, era la política macroprudencial adoptada en los países en desarrollo la que, se pensaba, permitía moderar el ciclo financiero sin necesidad de que los países desarrollados internalicen los contagios que generaban en otros. Luego de la crisis se reveló que no fue así, que la política macroprudencial era útil pero no suficiente; y de ahí la insistencia en incorporar los contagios.

7.3. El éxito de la cooperación para la estabilidad financiera

En contraste con lo descrito sobre la cooperación para la estabilidad monetaria, la cooperación para la estabilidad financiera puede calificarse en general como exitosa, si bien hay algunas deudas pendientes.

La vara de evaluación es en este caso un poco más clara. Según los discursos del BIS, la necesidad en la post-crisis era mejorar la regulación y la supervisión y adoptar los nuevos estándares en tiempo y forma. Esta agenda recibió tratamiento exhaustivo por parte del BCBS, nucleado alrededor de Basilea III, e incluyó algunos otros “standard-setting bodies” (SSB) y canales de cooperación paralelos a la redacción pura y dura de la norma. Además de este conjunto de problemas, la vara de evaluación se completa con un segundo eje: la disponibilidad de recursos de emergencia con la que cuentan los países para hacer frente a crisis. Este problema estuvo casi ausente en los discursos del BIS⁹³, dado el rol que le ha tocado cumplir a la institución en esa temática. Sin embargo, se lo incluye en el análisis por la relevancia que le han dado los países, por los esfuerzos cooperativos en rediseñar ese acervo de recursos disponibles y porque, en última instancia, esta arquitectura o red de

⁹² O los propios banqueros centrales de los países afectados, como fue Mantega en el caso de Brasil (Cascione & Duarte, 2013).

⁹³ Apenas 5 menciones a los swaps entre bancos centrales, que es un componente de esta red.

mecanismos de liquidez es parte constitutiva del orden monetario internacional. En el debate público de la post-crisis se ha denominado a esta red de recursos “Global Financial Safety Net” (GFSN). La reforma de la GFSN en la post-crisis es, entonces, el segundo componente de la agenda exitosa –con matices– de cooperación para la estabilidad financiera.

Se desarrolla en este título cada agenda cooperativa por separado.

7.3.1. Basilea III, la regulación y supervisión financiera

La agenda regulatoria constituye probablemente el proceso de cooperación más “publicitado” de la post-crisis. En contraste con los problemas regulatorios, que no formaron parte de la plana central en los discursos del BIS, las soluciones sí fueron reiteradamente destacadas. Esto surge en parte por lo explicado anteriormente sobre los incentivos alineados entre países a atacar el problema activamente con estándares regulatorios homogéneos. Pero también se debió a que el proceso de diseño e implementación de la reforma del sistema financiero adquirió una dinámica propia en el ámbito del BCBS y, complementariamente, en el del Financial Stability Board (FSB). No se necesitó que los líderes políticos empujaran el tema de manera permanente en los años siguientes. Solo se requirió que dieran el puntapié inicial en la temprana post-crisis.

A pocas semanas del peor momento de la crisis se dio el primer paso de la respuesta política a alto nivel. En nov-08 se reunió el G20 en Washington, con menciones en su Comunicado a compromisos tales como “*Enhancing Sound Regulation*”, “*Promoting Integrity in Financial Markets*” y “*Reforming International Financial Institutions*”⁹⁴, entre otros (G20, 2008). Estos temas habían estado ausentes en los Comunicados previos. La agenda siguió en manos del G20 por un año más, para terminar de definir los actores involucrados y las directivas a los SSBs. La reunión de abr-09 en Londres tuvo la importancia de elevar el entonces Financial Stability Forum (FSF) al hoy FSB, ampliando su membresía a países emergentes⁹⁵.

⁹⁴ Además, en términos del origen de la crisis, “*During a period of strong global growth, growing capital flows, and prolonged stability earlier this decade, market participants sought higher yields without an adequate appreciation of the risks and failed to exercise proper due diligence. At the same time, weak underwriting standards, unsound risk management practices, increasingly complex and opaque financial products, and consequent excessive leverage combined to create vulnerabilities in the system.*” (G20, 2008, pág. 1).

⁹⁵ Hasta la reunión de Londres, el FSB estaba integrado por Australia, Canadá, Francia, Alemania, Hong Kong, Italia, Japón, Países Bajos, Singapur, Suiza, Reino Unido, Estados Unidos y el Banco Central Europeo (además de otros organismos más allá de los países). La expansión incluyó a Argentina, Brasil, China, India, Indonesia, Corea del Sur, México, Rusia, Arabia Saudita, Sudáfrica, España, Turquía y la Comisión Europea.

Haciendo algo de historia, el FSF había sido creado junto con el G20 –una versión expandida del G7, que siguió funcionando– en 1999 luego de 5 años de sucesiones de crisis en emergentes (mexicana, asiáticas, rusa y brasilera)⁹⁶. Mientras que esas crisis motivaron la ampliación de G7 a G20, el FSF se conformó solo con países desarrollados. Es decir: extrañamente, las crisis en emergentes que contagiaron a los desarrollados motivaron la creación de un foro mundial para trabajar conjuntamente por la estabilidad financiera⁹⁷, pero solo conformados por países desarrollados, donde no se había originado la crisis. Diez años después, en 2009, se daría la situación inversa: con una crisis originada en países desarrollados, el contagio a emergentes motivó ampliar ese foro para incluirlos.

En la reunión de Londres de abr-09 se profundizó lo que se había enunciado de manera general en la de Washington. Se encomendó al FSB trabajar coordinadamente para la estabilidad financiera y se dio mayor detalle sobre los ejes de la regulación prudencial a ajustar, incluyendo el perímetro regulatorio, entre los temas más importantes (G20, 2009a). Luego, en Pittsburgh (sep-09), se acordó la adopción rápida de los requisitos mínimos de capital que ya existían (Basilea II) y se priorizó el diseño de nuevas reglas sobre los costados más visibles de la crisis: la compensación en entidades reguladas (retribuciones y bonus acotados, para evitar la toma de riesgo excesiva), desincentivar los derivados no estandarizados (“over-the-counter”, OTC), formular un plan para evitar nuevos casos de “too-big-to-fail” y prever un tratamiento específico más exigente a entidades sistémicamente importantes (G20, 2009b).

Desde entonces, el FSB ha funcionado como un organizador de la agenda de reforma financiera, un coordinador con los restantes SSBs y un informante periódico al G20. Ha sido el vínculo entre el círculo político de alto nivel y el político-técnico. Este último ámbito ha sido liderado por el BCBS, que acordó y desarrolló la mayor parte de las regulaciones encomendadas.

Entre fines de 2008 y fines de 2010, se diseñó y acordó la hoja de ruta de Basilea III. En ese interín, hubo dos iniciativas algo atípicas, catalogables como respuestas regulatorias “de emergencia” para atacar directamente dos elementos frágiles del sistema financiero. Una fue el set de recomendaciones a los supervisores para asegurarse de que las entidades reguladas mantengan adecuados niveles de liquidez, que se emitió en el mismo mes en el que quebró Lehman Brothers,

⁹⁶ El ministro de finanzas de Canadá, Paul Martin, y el Secretario del Tesoro de E.U., Lawrence Summers, sitúan a las crisis en emergentes como buena parte de la historia sobre cómo nació el G20 (Martin & Summers, 2018).

⁹⁷ Vale decir también que seguramente una variable política importante para crear el G20 y el FSF fueron las repercusiones de las crisis de emergentes en Estados Unidos, entre las que sobresale la quiebra del fondo de inversiones “Long-Term Capital Management” en sep-98.

sep-08 (BCBS, 2008). La siguiente fue más elaborada y fue más bien un puente entre Basilea II y Basilea III, denominada Basilea II.5, emitida en jul-09 (BCBS, 2009). Se incluyeron allí retoques de transición que eran urgentes y sobre los que se quiso actuar inmediatamente, como por ejemplo el tratamiento de las titulaciones y la integración de capital por riesgo de mercado (se expande debajo). A fines de 2010 se acordaron las primeras reglas de Basilea III (BCBS, 2010), requisitos de capital y liquidez. En los años siguientes se fueron diseñaron las restantes reglas y se refinaron/calibraron los requisitos impuestos.

Si bien la regulación financiera es un tópico obviamente técnico, se puede dar un panorama con algo de detalle de las regulaciones más importantes⁹⁸, teniendo presente que el objetivo en esta investigación es describir en qué medida esta agenda regulatoria se correspondió con los problemas identificados en el capítulo anterior.

Uno de los dos aspectos fundamentales de las nuevas regulaciones⁹⁹ consistió en elevar la cantidad y calidad del capital, es decir, revisar el llamado Pilar 1, mediante:

1. Aumentos de los requisitos mínimos de capital:
 - a. Aumento de 2% a 4,5% de los APR para el capital de mayor calidad (Capital Ordinario de Nivel 1, CON1) con el que deben contar los bancos, dado que es el de mayor capacidad para absorber pérdidas.
 - b. Margen de Conservación del Capital (“Capital Conservation Buffer”): se debe contar con 2,5% de CON1 adicional (en % de los APR) para distribuir resultados, llevándolo por tanto a 7% en total (4,5% + 2,5%).
 - c. Margen Contracíclico (“Countercyclical Capital Buffer”): el supervisor puede pedir a los bancos hasta 2,5% adicional de capital (también integrable solamente con CON1) si juzga que el crédito está creciendo demasiado rápidamente, generando riesgos sistémicos. No integrar este margen también inhibe la distribución de resultados.

⁹⁸ La tabla de (BCBS, 2020a) resume casi todas las medidas aquí desarrolladas. Si bien el proceso de Basilea III consistió de múltiples documentos, posteriormente el BCBS consolidó todas sus regulaciones en un texto ordenado, donde cada capítulo es una regulación (BCBS, 2020b). Allí pueden encontrarse todas las regulaciones de Basilea III mencionadas en este trabajo.

⁹⁹ Se explican todas las regulaciones en términos de cambios al marco vigente, para no abrumar con el detalle del nuevo marco regulatorio de Basilea III. Por ejemplo, el capital de mayor calidad (Capital Ordinario de Nivel 1) pasó a ser como mínimo del 4,5% de los APR y el Capital Ordinario pasó de 4% a 6% de los APR. Éstos se mencionan, dado que son cambios; sin embargo, no se menciona que el capital mínimo total (ordinario y adicional) como % de los APR es de 8%, dado que ese requisito no se modificó.

2. Un ratio de apalancamiento (“Leverage Ratio”, LR) de 3%, entendido como capital / activos totales sin ponderar por riesgo¹⁰⁰. Sirve como una medida de suficiencia de capital no mediada por los APR, que pueden en ciertos contextos (ej., ante riesgos severos) no reflejar la exposición real de la entidad.
3. Requisitos específicos para bancos de importancia sistémica. Para los de importancia sistémica doméstica (D-SIBs), muchos de los tratamientos generales le aplican de manera más exigente –como por ejemplo los márgenes de conservación de capital y anticíclico– y se da a cada supervisor la posibilidad de exigir mayor capital. Además, para los de importancia sistémica global (G-SIBs) se prevé que:
 - a. Deben contar con mayores ratios de capital, desde 1% hasta 3,5% adicional dependiendo de su escala como G-SIB (i.e., cuán grande es, cuán interconectado esto, etc). A su vez, deberán contar con un mayor ratio de apalancamiento que el resto: mientras que el sobre-capital va de 1% a 3,5%, el adicional del ratio de apalancamiento equivale a la mitad de ese sobre-capital¹⁰¹. Por ejemplo, si un G-SIB tiene un cargo adicional de capital de 2%, su sobre-ratio de apalancamiento será de 1%, llevándolo en total de 3% (mínimo para todos los bancos) a 4%. Esto se funda en que una quiebra de una entidad sistémicamente importante es más costosa, por lo cual se debe evitar el riesgo moral de no conservar su propia solvencia por suponer que será “salvada” en eventos de estrés.
 - b. Deben contar con un mínimo de Capacidad Total de Absorción de Pérdidas (“Total Loss-Absorbing Capacity”, TLAC) por encima de los ratios de capital, de aproximadamente el doble de éstos (16% de los APR en lugar de 8%). Estos son pasivos de la entidad que no necesariamente califican como capital pero sí pueden absorber pérdidas si la entidad entra en quiebra. Ante estos eventos, se utiliza esta capacidad para evitar un rescate con fondos externos (públicos), imponiéndole en cambio pérdidas a la entidad y a los acreedores de los activos con los que se conformó esa capacidad de absorción de pérdidas.
4. Revisiones al cálculo de ponderación –es decir, el paso que convierte activos totales en APR– con mayor sensibilidad al riesgo y menor lugar a modelizaciones complejas que

¹⁰⁰ La definición de mercado comúnmente utilizada para medir el apalancamiento es (activos totales / capital), es decir la inversa de la definición regulatoria utilizada por el BCBS. Más bien la definición del BCBS refleja el ratio de capitalización, pero dado que el BCBS adoptó el nombre “ratio de apalancamiento” (quizá para evitar confusiones con el ratio de capital, que suele ser respecto de los APR y no de los activos totales), en este trabajo se le nombra así también.

¹⁰¹ Este adicional en el ratio de apalancamiento rige a partir de 2022, dado que fue parte de las últimas revisiones de Basilea III hechas en dic-17.

previamente reducían la ponderación. En suma, revisiones adoptando un enfoque más conservador/exigente, para las siguientes exposiciones:

- a. La cartera de negociación (“riesgo de mercado”). Refleja el riesgo de tener un activo con el objetivo de venderlo en el mercado más caro, en lugar de quedárselo hasta cobrarlo. El componente más importante es, lógicamente, que el activo baje de valor por un fenómeno de ese mercado/deudor (riesgo de tasa de interés), pero incluye también el riesgo de operar con acciones, con opciones, el riesgo de movimientos en los tipos de cambio y en el valor de los “commodities”.
- b. Fallas en los procesos o sistemas internos, fallas humanas o el riesgo legal; a todos estos componentes se le llama “riesgo operacional”. Se calcula a partir del volumen de negocios, que se refinó en la revisión.
- c. Riesgo de crédito de contraparte en contratos bilaterales de derivados. Refleja el riesgo de impago de la contraparte, en base a la calidad del deudor, su garantía, el tipo de contrato de derivado, el subyacente y la volatilidad del mercado, entre otros factores. Además, se revisó también el ajuste en el valor del crédito (“credit valuation adjustment”, CVA), que refleja la pérdida de valor de un activo a su valor de mercado de acuerdo con el riesgo de crédito de contraparte esperado. Es decir, sirve para reflejar tempranamente pérdidas en contratos bilaterales aun no vencidos pero que la entidad espera que no podrá cobrar.
- d. Titulizaciones/Securitizaciones. Se penalizó el uso de calificaciones externas (es decir, otorgadas por una calificadora ajena al banco), se simplificó el método para calcular el capital necesario y se incentivó que el originante (quien otorgó los créditos empaquetados) y los inversores (quienes compraron los paquetes de créditos) cuenten con la mayor información posible sobre los activos subyacentes, contrarrestando la opacidad de este mercado según se evidenció en la crisis.
- e. Derivados compensados por entidades de contraparte central e inversiones (de los bancos) en fondos. Se incentivó la compensación de derivados a través de contrapartes centrales, ya que implica mayor mitigación del riesgo que contratos bilaterales, y se promovió que estas entidades tengan buenas prácticas y solidez financiera (para ser consideradas “calificadas”, lo cual reduce el capital necesario).
- f. En general, se limitó y desincentivó el uso de modelos internos. La lógica es que, si bien cada entidad está mejor posicionada que el regulador para conocer su real

exposición frente a un deudor, no debería haber una amplia variabilidad para el ponderador de una misma exposición entre distintos bancos. Se impuso un límite para el “beneficio” de utilizar modelos internos en lugar de enfoques estandarizados. Los APR calculados según modelos internos deben ser al menos el 72,5%¹⁰² de los APR calculados según enfoques estandarizados (que típicamente son más conservadores).

El segundo aspecto fundamental de Basilea III, además del fortalecimiento del capital, consistió en asegurar la liquidez mediante la creación de:

5. El Ratio de Cobertura de Liquidez (“Liquidity Coverage Ratio”, LCR). Impone la condición de contar en todo momento con un stock de efectivo o activos liquidables rápidamente (casi) sin pérdida de valor, tal que alcance al menos para cubrir las salidas estimadas de efectivo durante los siguientes 30 días. Sirve no solo como medida microprudencial, sino también para dar tiempo al banco central en situaciones de estrés de una entidad, para decidir sobre su insolvencia o iliquidez y de ese modo inyectarle liquidez, pedir que otros la asistan o instrumentar su liquidación (i.e., su quiebra).
6. El Ratio de Fondeo Neto Estable (“Net Stable Funding Ratio”, NSFR). Impone la condición de contar con un fondeo lo suficientemente estable a lo largo de un año para atender eventuales situaciones de estrés durante ese período. Al tener un horizonte más largo que el LCR, no apunta a necesidades de caja sino a que el perfil de fondeo de la entidad no sea muy corto respecto del perfil de vencimiento de sus activos. Esto fue dirigido a evitar los modelos de negocios que seguían algunas entidades antes de la crisis, fondeándose en mercados mayoristas, a muy corto plazo, para originar créditos a mediano/largo plazo.

Por fuera del Pilar 1 y de requisitos de liquidez, las restantes regulaciones centrales de Basilea III fueron:

7. Revisión y ampliación del Pilar 2, que forma parte del proceso de supervisión aunque no implique requisitos cuantitativos; es decir, no implica necesariamente mayor capital. Incluyó la adopción de buenas prácticas en materia de gobernanza, mitigación del riesgo reputacional, la concentración de riesgos y la realización de pruebas de estrés, entre otros

¹⁰² En rigor, este porcentaje, llamado “output floor”, rige solo a partir de 2027 y hasta entonces se va alcanzando gradualmente, comenzando en 50% en 2022. Esta aplicación gradual para minimizar el impacto en el mercado se denomina “phase-in”.

tipos de riesgos, incluidos el riesgo de crédito y de liquidez, los más importantes. Los elementos más relevantes de este Pilar 2 revisado han sido:

- a. Las pautas para la evaluación de suficiencia del capital económico de la entidad (“Internal Capital Adequacy Assesment Process”, ICAAP). El capital económico, a diferencia del regulatorio, es aquel que incluye el perfil de riesgo de la entidad más allá de la integración de capital y de los ratios de liquidez. Por ejemplo, una entidad muy expuesta al mercado de titulización de hipotecas (el riesgo de titulización está incluido en el Pilar 2) requerirá mayor capital económico de manera adicional a lo ya integrado por ponderar esas exposiciones según el Pilar 1. Esto responde a que cualquier shock exógeno en ese mercado más allá de la calidad de las exposiciones de la entidad también la afectará.
 - b. El Riesgo de Tasa de Interés en la Cartera de Inversión (“Interest Rate Risk in the Banking Book”, IRRBB). El riesgo de tasa de interés refleja el perjuicio para la entidad en caso de que la tasa de interés de mercado varíe de un modo que compromete su balance¹⁰³. Si bien para la cartera de negociación este riesgo sí se incluye en el Pilar 1 (es decir, se debe integrar capital por estar expuesto al riesgo de tasa), para exposiciones que no se tienen en el balance con el objetivo de venderlas en el mercado (i.e., “banking book”), esto no es así. Estas son la mayoría de las exposiciones, por ejemplo créditos a familias y empresas. De modo que el riesgo de tasa de interés en esta cartera de inversión puede ser sustancial, por lo cual se obligó a medirlo y monitorearlo mediante pruebas de estrés, aunque no involucre necesariamente mayor capital por Pilar 1.
8. Revisión y ampliación del Pilar 3, que obliga a divulgar al mercado una serie de mediciones sobre exposiciones a distintos riesgos. Funciona como “disciplina de mercado”, para dar información relevante a inversores. Se obligó a las entidades a divulgar prácticamente la totalidad de los nuevos ratios y medidas de exposiciones.
 9. Creación de límites a las grandes exposiciones del riesgo de crédito (“Large Exposures”, LEX) en un solo deudor o deudores conectados. Para el deudor/los deudores conectados que deben más del 10% del CON1 del banco, éste está obligado a monitorear esa exposición y tiene límites de hasta cuánto puede financiarle. El límite es de 25% del CON1 pero se reduce a 15% si se trata de una G-SIB financiando a otra G-SIB, un ejemplo más de

¹⁰³ Por ejemplo, si la entidad tiene una cartera importante de hipotecas originadas a una tasa fija del 10%, en caso de que la tasa de mercado luego suba a 15% la entidad se ve perjudicada, dado que tendrá que fondearse a esta nueva tasa mayor mientras que seguirá cobrando una tasa “baja”.

Lo comentado anteriormente sobre tratamientos más exigentes a este grupo. Además, la novedad es que los deudores conectados incluyen no solo a grupos empresarios (donde una empresa está vinculada societariamente a otra) sino también a aquellos conectados por motivos económicos, donde una empresa está expuesta a que le vaya bien a otra. En ese caso, el banco debe considerar la financiación a todas esas empresas como un solo deudor para aplicar este límite.

Los puntos 1-9 representan lo más importante de las reformas de Basilea III, que en verdad incluyeron varios ajustes más. De hecho, a fin de 2017 se hizo una nueva revisión de los métodos que ya habían sido revisados, una especie de “segunda ronda”, que cerró así el proceso de reforma regulatoria de Basilea III y tendrá vigencia a partir de 2022 (BCBS, 2017a)¹⁰⁴.

Si se contrastan todas estas reformas regulatorias con los problemas evidenciados antes de implementarlas, tienen una cobertura casi total. Esto es: responden directamente a los problemas de las columnas 6-8 de la Tabla 10. Esto es cierto no solo para los problemas identificados luego de la crisis, cuando el *momentum* de cooperación internacional alrededor de la reforma financiera ya había ganado fuerza. Se verifica también antes de 2008 y 2009.

En otras palabras, casi que puede rastrearse para cada problema una (o más) regulación(es). Por ejemplo, si se toma el discurso de jun-07 comentado en el capítulo anterior, los problemas y las regulaciones fueron: a) falta de capital y liquidez de los bancos, atacados mediante las regulaciones de los ejes 1. a 6.; b) tratamiento regulatorio deficiente para ciertas exposiciones, atacados con las regulaciones del punto 4.; c) el problema del riesgo moral para actuar como LOLR, atacados con las del punto 3.

En contraste, como se comentó anteriormente, también se destacaba como problema las exposiciones a bonos soberanos, cuyo tratamiento no se revisó porque todos los países eligen dar tratamiento preferencial al soberano propio por cuestiones de política económica. Además, difícilmente puedan acordar una revisión en la que los bonos de algunos países terminen recibiendo menor demanda (por peores calificaciones) que la de otros. Sobre este punto, no está claro que sea un problema de falta de cooperación, sino un problema sobre el cual ningún país involucrado tiene incentivos para actuar.

¹⁰⁴ Dos elementos de estas reformas se repasaron en los ejes 1-9: el “output floor” en 4.f. y el margen adicional en el ratio de apalancamiento para G-SIB, en 3.a. Las restantes revisiones de esta “segunda ronda” consistieron de nuevos métodos para calcular los APR por riesgo de crédito, de mercado, operacional, para el CVA repasado en 4.c. y también para la utilización de calificaciones internas en el riesgo de crédito. Estas revisiones son calibraciones técnicas, todas en el mismo sentido que lo comentado en este trabajo.

En la misma línea, si se recupera el discurso de oct-07, se identifican problemas regulatorios más puntuales. Por ejemplo, la confianza en calificaciones externas (“ratings”) para titulaciones, sus estructuras con falta de información (“opacas”) y los escasos incentivos de los bancos a monitorear la evolución de los créditos que empaquetaban. Estos problemas se atacaron con las regulaciones del punto 4.d. Además, se identificaban como problemáticos los compromisos fuera de balance que los bancos mantenían con las estructuras que colocaban estos activos titulizados, los SPV. Para ello, se obligó a contabilizarlos como necesidad de fondeo potencial en los requisitos de liquidez de los puntos 5. y 6.

Algunos problemas no tuvieron un correlato tan directo con regulaciones homogéneas. Es el caso de los marcos de resolución/quiebra (col. 5 de la Tabla 10), como se adelantó en el capítulo anterior. Dada la imposibilidad real de acordar un tratamiento idéntico entre países sobre un punto tan sensible, se eligió al menos acordar un listado con recomendaciones sobre los elementos que debería contener un esquema de quiebra. Estos fueron los llamados “Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions” que elaboró el FSB (2014a), junto con su guía de implementación (2014b).

En este punto se debe recuperar el rol del FSB. Durante los años de diseño y acuerdo de Basilea III (de 2010 a 2017), el FSB ofició mayormente de coordinador entre distintos SSBs y con el G20. Sin embargo, además de esta función, en dos áreas se involucró de manera particularmente activa. Una fue el tratamiento específico a entidades sistémicamente importantes en general (“Systemically Important Financial Institutions”, SIFIs) y a G-SIBs en particular. La otra fue atacar el problema de las “too-big-to-fail”, que es la otra cara de la moneda del riesgo moral de actuar como LOLR e incluye también el diseño de esquemas de quiebra ordenada que no comprometan al sistema. Tan temprano como en 2009 el FSB, en conjunto con el BCBS y el FMI, hicieron el primer intento por desarrollar una metodología para identificar G-SIBs (FSB-FMI-BIS, 2009), que luego se revisó en 2013 (BCBS, 2013) y en 2018 (BCBS, 2018)¹⁰⁵. Además, desde 2011 el FSB ha publicado una vez por año la lista de G-SIBs con los rangos que ameritan de 1% a 3,5% de capital adicional, regulación detallada en 3.a. Este trabajo específico sobre G-SIBs fue en verdad parte de la agenda, encomendada por el G20, de identificar y monitorear especialmente a las SIFIs para prevenir quiebras desordenadas. Se delinearon los objetivos y el cronograma en 2010 (FSB, 2010), se detallaron medidas específicas en 2011 (FSB, 2011) y en los años siguientes se comenzaron a

¹⁰⁵ Básicamente, la metodología es el promedio simple de 5 factores: tamaño, actividad internacional (es decir, en distintas jurisdicciones), grado de interconexión con otros bancos, cuán sustituible es el banco en los mercados y/o las infraestructuras en donde tiene presencia y cuán compleja es su actividad.

diseñar las regulaciones a ese fin. Es en este marco que se inscriben los “Key Attributes...” de 2014 mencionados anteriormente, como parte de un set de recomendaciones a los países sobre esquemas de quiebra. Además, durante esos años también se emitieron guías para asegurar que la quiebra ordenada se dé en todas las jurisdicciones donde funciona la institución (FSB, 2015a). En el mismo sentido, fue el FSB el que elaboró el TLAC (FSB, 2015b) detallado en 3.a., que también apunta a evitar “bail-outs” (rescates) de G-SIBs con fondos públicos. En definitiva, el FSB complementó al BCBS en ciertas áreas clave de la agenda de reforma financiera que requerían de mayor coordinación entre países y entre SSBs.

Retomando un poco la perspectiva, la batería de regulaciones se dirigió prácticamente a todos los problemas que se habían identificado y encomendado por el G20. Y dada la rapidez con la que se abordaron y adoptaron estas regulaciones, no sorprende que Basilea III haya sido calificada como un éxito, tanto en general como en los discursos del BIS. Del total de 63 discursos de la post-crisis, hay 20 que contienen una referencia a Basilea III como un logro cooperativo (col. 4, Tabla 11). Pero un rasgo interesante de estas reformas es que, si bien en su mayoría fueron micro-prudenciales, tuvieron también un componente macro-prudencial. En particular, por los márgenes de capital (regulaciones 1.b. y 1.c.) y, en cierto sentido, también por el tratamiento más exigente a G-SIBs y D-SIBs (3.a. y 3.b.), ya que modera el impacto de la quiebra de una institución importante en las finanzas públicas, debilitando la conexión entre insolvencia bancaria e insolvencia fiscal en tiempos de crisis.

La capa macroprudencial de Basilea III mereció 14 menciones específicas como logro cooperativo (col. 5, Tabla 11), más que cualquier otro componente particular de Basilea III. Estos elementos de la agenda regulatoria justifican que se tome a la regulación financiera en los últimos años como parte de un marco integral de estabilidad financiera, donde también juegan un rol la política monetaria y la política macroeconómica en general. Sin embargo, se debe recordar una diferencia sutil comentada anteriormente. La estabilidad financiera puede ser entendida como evitar episodios de insolvencia (bancaria o de otros agentes). En ese sentido, Basilea III es una ayuda clara y directa. Pero la estabilidad financiera también puede ser entendida como moderar las fluctuaciones del ciclo financiero, que de hecho es el objetivo directo de las medidas macroprudenciales. En ese sentido, Basilea III tiene un rol menos claro y, de hecho, los países siguen aplicando una variedad de medidas macroprudenciales y no toman a Basilea III como suficiente. Sí lo toman como necesario, dado que todos los miembros del BCBS se comprometen a aplicar sus reglas, pero precisamente el hincapié en los discursos del BIS con la capa macroprudencial es que es un piso y a su vez solo un componente de la estabilidad financiera. La solvencia del sistema financiero es un aspecto

importante pero no es el único canal por el cual un país puede tener desbalances financieros o sufrir contagios. Otros pueden ser, por ejemplo, el tipo de cambio o el endeudamiento privado.

La importancia de las medidas macroprudenciales desde la óptica cooperativa se recogió en 8 discursos de la post-crisis (col. 3, Tabla 11), como un camino aun por recorrer. Si bien en general estas referencias se concentraron en la temprana post-crisis, no es menos cierto que luego el tema siguió tan vigente como antes, quizás más desde su costado de diseño institucional. En cualquier caso, dada la conexión directa entre políticas macroprudenciales y el ciclo financiero, los países no han cooperado tan activamente en este campo como en los estándares regulatorios. Como se ha insinuado en la sección anterior, el campo de las políticas macroprudenciales se encuentra, en términos de incentivos a cooperar, a mitad de camino entre la política monetaria tradicional y los estándares regulatorios.

Para finalizar, otros elementos secundarios pueden mencionarse como parte de la agenda regulatoria y supervisora del BIS y de los SSBs en la post-crisis. Se implementaron mejoras de procesos y de insumos en el BIS en general y también en el BCBS en particular. Una de las mejoras fue la información. No solo se amplió el trabajo del Comité del BIS encargado de elaborar las estadísticas (“Irving Fisher Committee”, IFC), sino que también se hicieron numerosas rondas de pedidos específicos de información a entidades privadas para evaluar el impacto de cada reforma, los llamados “Quantitative Impact Study” (QIS). Una mejora adicional fue la ampliación de las tareas asignadas a los 5 Grupos que reportan al BCBS¹⁰⁶, sobre todo para evaluar el impacto de las reformas. Otra innovación importante fue la creación en 2012 de un programa de colaboración en el ámbito del BCBS para asegurarse que los países miembros adopten las regulaciones en tiempo y forma (“Regulatory Consistency Assessment Programme”, RCAP)¹⁰⁷. Este mecanismo trató de apuntar a una de las preocupaciones principales alrededor de la reforma regulatoria, que era la implementación, tal como se desarrolló en el capítulo anterior.

Por último, cabe destacar a otras instituciones distintas del BCBS y el FSB que también formaron parte de la reforma regulatoria, cada una en su área. Así como el BCBS actualizó y amplió en 2012 los “Core principles for effective banking supervision” (BCBS, 2012) y el FSB emitió los “Key

¹⁰⁶ Las funciones de estos grupos son: diseñar las regulaciones y estudiar su impacto (Policy Development Group), mejorar la práctica de supervisión y velar por la implementación de las regulaciones (Supervision and Implementation Group), mantener una comunicación fluida tanto con miembros del BCBS como con no-miembros (Basel Consultative Group), monitorear el riesgo sistémico y macroprudencial y a las instituciones sistémicamente importantes (Macroprudential Supervision Group) y mantener las mejores prácticas en materia contable (Accounting Experts Group).

¹⁰⁷ Ver, por ejemplo, el último informe realizado para el año 2017, que compara la implementación de las reformas de Basilea III en cada país (BCBS, 2017c).

Attributes...” mencionados arriba, otros 5 set de Principios también forman parte de un cuerpo de 15 recomendaciones reconocidas por el FSB como centrales para el buen funcionamiento del sistema financiero (FSB, 2020):

- 1) “Principles for Financial Market Infrastructures” (CPMI-IOSCO, 2012);
- 2) “Insurance Core Principles” (IAIS, 2018);
- 3) “Objectives and Principles of Securities Regulation” (IOSCO, 2017);
- 4) “Core Principles for Effective Deposit Insurance Systems” (IADI, 2014) y
- 5) “International Financial Reporting Standards” (IFRS), conocido en español como Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF). En particular, la NIIF 9 (IFRS, 2014), que modificó la forma de calcular la mora y por lo tanto las provisiones por incobrabilidad, que son un elemento importante del balance de un banco por su impacto en el capital.

En definitiva, se reconoce bajo la etiqueta “Basilea III” a todo el proceso de revisión de regulaciones, principios de supervisión y recomendaciones a los países, surgido en respuesta a la crisis y que, previo diseño de la hoja de ruta, tuvo lugar entre 2010 y 2017. Fue liderado por el BCBS y el FSB y colaboraron también otros organismos internacionales según sus áreas de incumbencia. El carácter de “exitoso” de este proceso se fundamenta en que dio tratamiento a prácticamente todos los problemas de índole regulatorio que se identificaron como contribuciones a la crisis. Además, el propio proceso generó su dinámica para sostenerse y mejorarse, lo que redundó en una ampliación de estos espacios de cooperación como el BIS, BCBS y FSB. Los líderes políticos nucleados en el G20 impulsaron el proceso pero luego los ámbitos político-técnicos lo sostuvieron y llevaron adelante.

7.3.2. La “Global Financial Safety Net”

Si bien este estudio se basa en los discursos del BIS para delinear la agenda de problemas relevantes en la post-crisis, uno de ellos ha estado casi ausente en los discursos y sin embargo tiene una importancia central, como se explicó anteriormente. Se trata de la liquidez disponible con la que cuentan los países cuando se ven afectados por shocks. A esta variedad de fuente de recursos en situación de crisis se le ha denominado en la post-crisis “Global Financial Safety Net” (GFSN) y, como el marco regulatorio o los efectos contagio de políticas monetarias, es en la actualidad un elemento fundamental del orden monetario internacional. También como los restantes elementos, ha sido relevante en órdenes monetarios anteriores; sin embargo, luego de la crisis de 2007-8, su estudio ha sido conjunto (todas las fuentes que componen la red) y sistemático. Su relevancia surge por el rol que tuvieron estos recursos durante la crisis de 2007-8, que motivó luego su estudio por

parte de académicos, bancos centrales y organismos internacionales distintos del BIS. Entre estos últimos sobresale el FMI, dado su rol especial como prestamista global ante crisis de balanza de pagos de los países.

Los 4 recursos principales que componen la GFSN según las definiciones más utilizadas son: las reservas internacionales de los propios países, los swaps entre bancos centrales, los arreglos financieros regionales (RFAs, definidos en el capítulo anterior) y los recursos del FMI. Es decir, recursos de fuente doméstica, bilateral, regional y global, respectivamente.

La GFSN funciona no solo como un “seguro” ante crisis sino también como un incentivo a políticas macroeconómicas sanas (FMI, 2016b), dado que las 4 alternativas tienen beneficios, pero también costos. Desde una definición más funcional, la GFSN es “*a diverse set of institutions and mechanisms which can contribute to preventing and mitigating the effects of economic and financial crises*” (BCE, 2016, pág. 36) y sirve también para limitar los contagios de las crisis. Un tipo de análisis posible es partir desde el país que hace uso de la GFSN y analizar en qué medida cada herramienta se ajusta a sus necesidades o condiciones. Otro análisis posible se centra en el orden internacional y las interacciones entre las 4 fuentes en cuanto a sus reglas, características y cobertura. Dado el foco de este trabajo, se privilegia el segundo tipo de análisis, enfocado en el orden internacional. De todos modos, ambos son relevantes dado que finalmente la (in)estabilidad financiera en un país se contagia al resto, globalización e integración financiera mediante.

La literatura a grandes rasgos coincide en la caracterización de cada recurso¹⁰⁸, que puede encontrarse en la Tabla 12.

Desde la perspectiva de cada país (filas 1-3), los costos y beneficios de cada recurso es lo que cuenta a la hora de elegir cuál usar. Así, se tratará de evitar el costo de inmovilización de fondos (reservas) y el estigma (FMI) y se priorizará el acceso barato o la escasa condicionalidad (swaps), entre otros factores que surgen de la Tabla 12. Más allá de esta visión centrada en el país, una mirada desde el orden internacional arroja al menos 3 preguntas relevantes, que se desarrollan en lo que resta de este título.

¹⁰⁸ El análisis de la GFSN en su conjunto se nutre de los trabajos de Denbee, Jung & Paternò (2016), Di Mauro & Zettelmeyer (2017) y Essers & Vincent (2017), además de los ya citados FMI (2016b) y BCE (2016). Para elementos puntuales de la GFSN también se siguen otros trabajos. Información de resumen ya contenida en estos artículos ha sido intencionalmente omitida en este trabajo, para no repetir.

Tabla 12. Características de cada recurso de la GFSN.

	Reservas	Swaps	RFAs	FMI
Costo	Costo financiero alto por inmovilizar fondos	Costo financiero bajo (20-100 puntos básicos en promedio)	Variable entre RFAs, más estigma que costo financiero	Costo político alto por estigma
Confiabilidad	En poder propio	Dependiente del país "grande" y con fecha de vencimiento, pero veloz	Puede ser lento y de baja disponibilidad ante shocks regionales	Requiere negociación y es lento, pero de plazo mediano/largo
Condicionamiento	Ninguno	Ninguno	Puede requerir intervención conjunta del FMI para el desembolso (de facto, en los RFA europeos) o a partir de cierto límite (CMIM y BRICS-CRA)	Ex ante (monitoreo) y ex post (revisión de cumplimiento del programa)
Implicancias para el sistema	Ineficiencia conjunta; desbalances globales	Son selectivos y no permanentes (excepto para la minoría incluida en los "standing arrangements")	Riesgo de incompatibilidad o problemas de coordinación con FMI	Incentivos a política macro sostenible

Fuente: elaboración propia.

Nota: rojo indica una característica negativa; amarilla es intermedia y verde es positiva.

La primera pregunta sobre la GFSN es: ¿cuáles son las implicancias de cada recurso para el orden monetario internacional? Esto se recoge en la última fila de la Tabla 12.

Lo más resaltado sobre este punto en los estudios sobre la GFSN es la ineficiencia que representan las reservas internacionales inmovilizadas. Aun en presencia de crisis, las más de las veces no se utilizan todas las reservas sobrantes; y por buenos motivos, ya que hay umbrales de seguridad en su uso. Además, a menos que la crisis sea regional/global, cuando un país se ve afectado, lo más eficiente desde un punto de vista exclusivamente económico sería que los países no afectados contribuyan con sus reservas al país afectado, para disminuir los fondos inmovilizados totales. Como segundo factor negativo, algunos autores señalan el crecimiento de las reservas como el vehículo que posibilita el sostenimiento de desbalances globales en cuenta corriente (Essers & Vincent, 2017). En el presente trabajo se ha adoptado la visión centrada en la cuenta financiera en lugar de la cuenta corriente, dado el foco en la estabilidad financiera, para el cual es relevante el estudio de flujos de capitales brutos y no netos. Esto no quita que los desbalances globales sí puedan considerarse no deseables por sus consecuencias sobre el crecimiento global, la distribución de bloques de las cadenas de valor, la competitividad, entre otros factores. Se mantiene de todos modos el disenso con estas visiones que identifican consecuencias de los desbalances en cuenta corriente sobre la estabilidad financiera¹⁰⁹.

¹⁰⁹ De hecho, los estudios que destacan a los desbalances globales como factores de inestabilidad financiera puntualizan también la presión sobre activos seguros que son demandados como reservas y su eventual insuficiencia. Esta es la hipótesis de "safe assets shortage", que precisamente es parte del cuerpo teórico que

Un tercer elemento negativo para el sistema dado por el uso de reservas es el escaso incentivo a la reforma; un país con necesidad de reforma (macro)económica (a juicio de otros actores) se ve en alguna medida obligado a adoptarla si acude al FMI; esta presión no existe si se tienen reservas propias. Desde la mirada del deudor esto es óptimo, pero desde la mirada del sistema algunos autores lo consideran un factor negativo. Lo propio vale como implicancia de la utilización de RFA. Excepto en los RFA europeos, en general la condicionalidad es laxa, o más laxa que si se acude al FMI. De hecho, el rechazo a las condiciones del FMI es parte explicativa del origen de esos RFA en algunos casos (Essers & Vincent, 2017) (Chey, 2012). Otras implicancias de los RFA aluden a la interacción con programas del FMI y potenciales problemas de coordinación, que se profundizan más adelante. Por último, los swaps dotan de menor confiabilidad a la GFSN, ya que su provisión no se da mediante un mecanismo institucionalizado ni transparente y son de corto plazo, por lo cual no se tiene certidumbre de que al necesitarlo nuevamente se podrá contar con esa línea.

Un elemento adicional, que atraviesa a todos los recursos, es el tratamiento del riesgo moral. Todo recurso de la GFSN, en tanto seguro contra crisis, tiene algún componente de riesgo moral (BCE, 2016). Pero en general se lo toma como el riesgo moral del país financiado a costa del “contribuyente global”, de cuyos recursos se compone la GFSN. Di Mauro y Zettelmeyer (2017) postulan otros dos tipos de riesgo moral, el primero es el de un país a expensas de otros y surge si el país que está confiando en la GFSN reduce sus esfuerzos de prevención de crisis y finalmente los otros, a pesar de la intervención de la GFSN, sufren el contagio. El segundo es el del prestamista internacional a costa del contribuyente local y refiere al perjuicio para el contribuyente de tener que repagar una deuda de cuyo beneficio en primera instancia no gozó, por ejemplo, por tratarse de entradas de capitales de corto plazo.

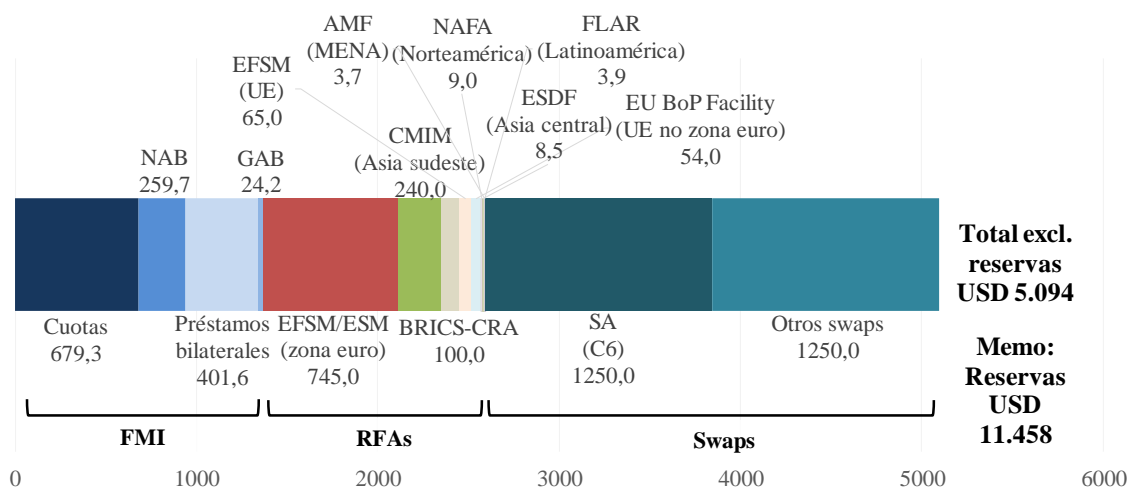
La segunda pregunta en torno a un análisis de la GFSN desde una perspectiva internacional es: ¿cuán suficiente es la GFSN y cuán adecuada es su cobertura? La suficiencia refiere al monto de la GFSN en su conjunto actualmente y si basta o no para enfrentar diversos escenarios de shock. La cobertura refiere a cómo se distribuye la GFSN entre países.

Respecto de la suficiencia, cuantificar la GFSN tiene sus desafíos, mayormente por compromisos contingentes que pueden o no utilizarse. El Gráfico 16 muestra una estimación a 2017. En primera medida, surge que las reservas internacionales son el componente más importante (casi 70%); ello ha sido así desde inicio de los 2000, cuando los emergentes (mayormente asiáticos) comenzaron a

problematiza los desbalances globales. El Recuadro 3 comenta al respecto, explicando en qué sentido el presente trabajo no se basa en estas teorías.

acumularlas rápidamente. Si se excluyen las reservas, el remanente es explicado en 4 partes aproximadamente iguales entre recursos del FMI, RFAs, la red de swaps permanentes de países avanzados (“standing arrangements”, ver debajo) y otros tipos de swaps que no son parte de esta red ni de RFAs.

Gráfico 16. GFSN a 2017.
En miles de millones de dólares



Fuente: elaboración propia en base a (BCE, 2018) (FMI, 2018), web FMI (cuotas a ago-17), tipo de cambio SDR/USD (a dic-17) y COFER (FMI).

Abreviaciones: NAB: New Arrangements to Borrow. GAB: General Arrangements to Borrow. EFSM/ESM: European Financial Stability Facility/European Stability Mechanism. CMIM: Chiang-Mai Initiative Multilateralisation. CRA: Contingent Reserve Arrangement. EFSM: European Financial Stabilisation Mechanism. AMF: Arab Monetary Fund. MENA: Middle East and North Africa. NAFA: North American Framework Agreement. FLAR: Fondo Latinoamericano de Reservas. ESDF: Eurasian Fund for Stabilisation and Development. EU BoP Facility: European Union Balance of Payments Assistance Facility. SA: Standing Arrangements. C6: Bancos centrales de Estados Unidos, Japón, Europa, Reino Unido, Suiza y Canadá.

Notas: 1) Los préstamos bilaterales del FMI son los efectivamente pagados (SDR 282 mil millones), no los comprometidos (SDR 319 mil millones). 2) El GAB a 2017 aun estaba vigente pero luego venció en Dic-18. 3) Los swaps en los que ambas contrapartes pueden fondearse (“two-way”) se contabilizan dos veces. Para SA, que no tienen límite, es un estimado de cuánto se desembolsó y cuánto podría desembolsarse escalado por el PIB de los países miembro.

Este Gráfico también da una pauta sobre cómo se distribuye la GFSN entre países/regiones; es decir, su cobertura. Dado que la magnitud y la cobertura de la GFSN en 2017 es el resultado de una expansión y varias reformas luego de (en respuesta a) la crisis, a continuación se repasa el rol de cada uno de estos recursos en la crisis, su reforma y la cobertura resultante.

El recurso más protagonista en la crisis y que primero se usó fueron los swaps entre bancos centrales. Varios estudios repasan el rol de los swaps como la herramienta de cooperación más potente durante la crisis, o la más efectiva para inyectar liquidez en plena emergencia (Papadia, 2013) (Destasis, 2014) (Bahaj & Reis, 2018) (BCE, 2014) (Allen & Moessner, 2010). Sobre todo, el sentido de los swaps es que la liquidez que se inyecta es en moneda extranjera, por eso se dice que son efectivos para crisis en las que el sector privado (incluyendo el financiero) tiene descalce de

moneda, como fue el caso de la crisis de 2007-8. La FED habilitó 14 líneas –10 a países desarrollados y 4 a países en desarrollo– para que subasten dólares en sus mercados. El BCE hizo lo propio con 6 países europeos más el swap con la FED; más tarde se sumaron otros, como el swap con el Bank of England (2010) y con el Banco Popular de China (2013). La efectividad de los swaps se ve claramente en su rapidez: a principios de sep-08 la FED tenía USD 61 mil millones en líneas de swaps con 2 contrapartes¹¹⁰; al 18 de ese mes, USD 247 mil millones con 5 contrapartes¹¹¹, a fines de ese mes, USD 620 mil millones con 9 contrapartes¹¹² y un mes después, a fines de oct-08, swaps sin límite con 4 contrapartes¹¹³ y otras 10 líneas¹¹⁴ para completar los 14 países (Goldberg, Kennedy, & Miu, 2010). Esto muestra no solo la efectividad de la herramienta sino también que la hoja de balance del banco central fue (es) el único vehículo lo suficientemente flexible para la magnitud de la liquidez que necesitaba el mercado (Truman, 2013).

El uso más intenso de los swaps se hizo entre fines de sep-08 y fines de ene-09. En este periodo el monto vigente extendido por la FED se ubicó siempre por encima de los USD 450 mil millones, siendo el pico de montos tomados de USD 583 mil millones, explicado en más de la mitad por el BCE, seguido por Japón y luego el resto. Las 14 líneas de la FED vencían en ene-09 y se renovaron hasta Feb-10. Durante ese año adicional el monto vigente se redujo gradualmente –siempre siendo el BCE la contraparte más activa– hasta llegar a cero, por lo cual se dejó caer las líneas. Sin embargo, tres meses después, en may-10, las crisis soberanas europeas suscitaron la reactivación de 5 líneas sin límite, las 4 existentes más Canadá. Con poco uso (alrededor de USD 9 mil millones por parte del BCE en may-10), se renovaron todas las líneas en nov-11, esta vez multilateralizando las que previamente eran líneas unidireccionales (“one-way”) de la FED: ahora todos los bancos centrales podrían tomar fondos sin límite en las monedas de los 6 miembros¹¹⁵. Esta red multilateral, que era temporaria, se pasó a formalizar de manera permanente en oct-13 conocida como “standing arrangements” (SA) (FED, 2013) y es uno de los dos componentes centrales de la red global de swaps al año 2017.

El otro componente clave de la red global de swaps a 2017 es el eje centrado en China. Los orígenes de esta red de swaps se remontan a 20 años atrás (Sussangkarn, 2010). Luego de las crisis asiáticas

¹¹⁰ BCE y Suiza.

¹¹¹ Se sumaron Japón, Reino Unido y Canadá (este último finalmente no hizo uso del swap).

¹¹² Se sumaron Australia, Dinamarca, Suecia y Noruega.

¹¹³ BCE, Suiza, Japón y Reino Unido.

¹¹⁴ A los anteriores se sumaron México, Corea del Sur, Singapur, Brasil y Nueva Zelanda (estos últimos 3 finalmente no hicieron uso de los swaps).

¹¹⁵ Estados Unidos, Reino Unido, BCE, Japón, Suiza y Canadá.

en 1997-8, se crea el grupo ASEAN+3¹¹⁶ y gana empuje político la motivación por integrarse regionalmente. La primera propuesta, impulsada por Japón, consistió en crear un Fondo Monetario Asiático, pero encontró resistencia del propio FMI por potencial solapamiento e incompatibilidad con el *stand-by* que ya se estaba llevando a cabo en Tailandia. El marco que se acordó finalmente¹¹⁷ fue más moderado y contó con el aval del FMI para integrarse regionalmente de un modo armónico con el rol del prestamista global, anticipando varios años antes este tipo de problemas de incompatibilidad entre las capas de la GFSN, una marca de la post-crisis. Llevó 3 años acordar un producto concreto que funcionara como vehículo de recursos en la región de manera complementaria –y no inconsistente– con el FMI. En el año 2000 finalmente se logró, durante la reunión del Asian Development Bank (ADB) en Chiang Mai (Tailandia). La red de swaps allí acordada pasó a conocerse como la “Chiang Mai Initiative” (CMI), en rigor una expansión de la red que los miembros originales de ASEAN ya tenían¹¹⁸.

Al llegar la crisis de 2007-8, la CMI alcanzaba los USD 90.000 millones, con una lógica en donde los grandes (China, Japón y Corea) ponían a disposición de los chicos (ASEAN originales) sus reservas en dólares ante eventos de estrés financiero. En cambio, entre los grandes, los swaps eran intercambios de moneda local. El desempeño de la CMI durante la crisis de 2007-8 podría considerarse un fracaso, en vistas de que ningún miembro aplicó a los swaps para obtener liquidez (Di Mauro & Zettelmeyer, 2017)¹¹⁹, probablemente porque todos estaban simultáneamente en problemas y el límite de 20% de acceso sin intervención del FMI era demasiado restrictivo. En cualquier caso, en respuesta a la crisis se expandió la red en dos oportunidades, llevándola a USD 120.000 millones en 2010 y a USD 240.000 millones en 2012. La diferencia es que, en la expansión de 2010, además, se multilateralizó la red en un único contrato, en lugar de mantener contratos bilaterales. Asimismo, se llevó de 20% a 30% la “de-linked portion”, el acceso sin necesidad de entrar en un programa con el FMI.

¹¹⁶ Formado por los miembros originales de la Association of Southeast Asian Nations (ASEAN), Tailandia, Indonesia, Malasia, Singapur y Filipinas; los 5 que se sumaron luego, Brunei, Vietnam, Camboya, Laos y Birmania; y los “+3”, China, Corea del Sur y Japón.

¹¹⁷ Se le llamó “Manila Framework” dado que surgió de la reunión en Manila en 1997.

¹¹⁸ Era la “ASEAN Swap Arrangement” (ASA), una red muy pequeña para estándares internacionales, acordada originalmente en USD 100 millones en 1977 y llevada a USD 200 millones un año más tarde. La CMI llevó estas líneas de swap originales, la ASA, a USD 1.000 millones, eclipsada por la red total si se incluye a China, Corea del Sur y Japón, con un valor de USD 90.000 millones.

¹¹⁹ Corea del Sur y Singapur de hecho firmaron un swap con la FED. Como contrapunto, se destaca el caso de Indonesia, que en necesidad de liquidez en USD fue rechazado por la FED y en cambio recibió asistencia de China y Japón.

A partir de esta Multilateralización (la CMI pasó a ser CMIM), se pasó a tomar la red de swaps como un RFA, lo que pone una nota de atención a la hora de cuantificar la proporción de cada capa de la GFSN pre- y post-crisis. Aun siendo un RFA muy importante, la red de swaps chinos bilaterales por fuera de ese acuerdo regional es la más relevante, totalizando 35 contratos y USD 481.000 millones a 2017 (McDowell, 2019). De ahí que el SA de países avanzados y el eje chino se consideren los dos componentes clave de la red de swaps global. Sin embargo, cabe una distinción: los swaps chinos son muchos y chicos, con lo cual el sentido de inyectar liquidez de emergencia pierde fundamento, sumado a que la actividad financiera en renminbi (yuanes) es casi inexistente en las contrapartes de China.

En cambio, los swaps chinos siguen más bien motivaciones políticas o de diplomacia monetaria; en algunos acuerdos de hecho se explicitan objetivos tales como profundizar relaciones comerciales y de inversión (Allen & Moessner, 2010). Distintos estudios focalizan en distintos aspectos de esta agenda política, pero el denominador común es una disputa abierta con Estados Unidos y el rol del dólar. Vale remarcar: la selectividad de la FED a la hora de firmar swaps también ha sido analizada en base a motivaciones políticas. Aizenmann y Pasricha (2009) postulan que el criterio de la FED respondió a las exposiciones de bancos locales en algunos países emergentes (ejemplo, en Brasil, Corea del Sur o Singapur) y no en otros (ej., no en Indonesia, que fue rechazada por la FED). Chey (2012) agrega otros factores, como la presión para apoyar el rumbo deseado por Estados Unidos en la reforma regulatoria y la tenencia de *treasuries* por parte de ciertos bancos centrales clave, que podrían deprimir el precio si se vendían para hacerse de liquidez en dólares. Respecto de este último factor, es interesante marcar que resulta análogo a los “spillback effects” que se pretenden utilizar como base para internalizar los contagios cross-border en la política monetaria. La alta interdependencia generó el incentivo en la FED para asistir a ciertos países emergentes por el riesgo de efectos negativos en activos emitidos por el propio Estados Unidos (dada la caída en el precio de los *treasuries* si se vendían masivamente).

En definitiva, en términos de cobertura, estas redes de swaps permanentes cubren sin límite a los grandes centros financieros del mundo (SA) y apenas cubren en sumas chicas a 35 países de distintas partes del mundo (swaps chinos), a lo que se suman un puñado de swaps bilaterales, también sin relevancia más que la local. En consecuencia, la gran mayoría de países no puede confiar con que contará con el recurso cuando se lo necesite, por lo tanto, su cobertura es sub-óptima. Ello no quita que llegado el momento se pueda reactivar esta herramienta.

El segundo componente más importante de la GFSN son los RFA. Con un monto total de USD 29.000 millones a 2005, eran virtualmente inexistentes previo a la crisis. Cubrían Norteamérica (NAFA), Medio Oriente y el Norte de África (AMF), Latinoamérica (FLAR) y la Europa no miembro de la Unión Europea (EU Balance of Payments Facility, EU BoP Facility), pero en todos los casos con montos muy menores. A 2017 totalizan USD 1.229 millones, con lo cual la transformación fue espectacular. Sin embargo, las particularidades regionales –esto es, cada RFA– cuentan historias muy distintas sobre cómo se dio esta expansión en la post-crisis. De por sí los RFAs son variados, con distintas reglas de acceso y gobernanza, distinto fondeo y distintos objetivos pensados en su origen. Todo esto implica distintas maneras de encajar con el FMI. Dada esta variedad y las dinámicas disímiles observadas en la post-crisis, se dice que la expansión de los RFA significó un factor de fragmentación para la GFSN, tema que se retoma más adelante en este mismo título.

Lógicamente, dada la baja capitalización de los RFA que existían cuando llegó la crisis, su utilización fue casi inexistente¹²⁰. Por otro lado, la reforma de estos RFAs fue magra: se creó una línea libre de condicionalidades en el AMF y se doblaron en dos ocasiones los recursos disponibles para la EU BoP Facility, de EUR 12.000 millones a EUR 25.000 millones en dic-08 y luego a EUR 50.000 millones en abr-09. Con esos recursos se atendió a Rumania, Hungría y Letonia, cuando el contagio en Europa era aún muy puntual y financiero, pero no extendido y soberano. En otro orden, como RFA existente podría sumarse la CMIM con los USD 240.000 millones disponibles (y aún no utilizados por ningún miembro) que, según lo explicado anteriormente, ya existía y adquirió la forma de RFA en la post-crisis.

La cuenta arroja entonces la creación de RFAs por USD 918.500 millones en la post-crisis, de los cuales USD 810 mil millones corresponden a Europa (ver Gráfico 16). El desarrollo no europeo más relevante ha sido el acuerdo entre los BRICS¹²¹ en 2014 para agrupar USD 100.000 millones de las reservas de los miembros en un *pool* común. Este acuerdo, el “Contingent Reserve Arrangement” (CRA), fue más relevante a nivel político que económico. No se ha utilizado hasta el presente y el tamaño relativo para los miembros es pequeño: apenas 0,6% del PIB agregado, que de todos modos resulta mayor que para el FLAR (0,4%) y para el AMF (0,1%) (Essers & Vincent, 2017). El otro desarrollo no europeo de la post-crisis fue el “EurAsEC Anti-Crisis Fund” en 2009, renombrado “Eurasian Stabilisation and Development Fund” (ESDF) en 2014 y formado por Rusia

¹²⁰ Como recurso ante la crisis, los RFA fuera de Europa se utilizaron en contadas ocasiones y a miembros relativamente chicos, lo cual es lógico dada la baja capitalización de estos fondos.

¹²¹ Brasil, Rusia, India, China y Sudáfrica.

y otros 5 países de su zona de influencia¹²². Totaliza USD 8.500 millones (0,6% del PIB agregado) con fondos de aportes de capital de sus miembros (Eurasian Development Bank, 2015). Se utilizó para financiar a Tayikistán en 2010 (USD 70 millones) y a Bielorrusia en 2011 (USD 2.000 millones). Su propósito al crearse fue no solo capear la crisis sino también soporte presupuestario en general y financiamiento a proyectos de infraestructura, en un sentido de integración económica regional más amplio que la ayuda financiera.

Al recuento de reformas hecho hasta aquí le queda pendiente entonces la parte más sustancial de los RFA en la actualidad: los USD 810.000 millones de fondos disponibilizados en Europa en la post-crisis mediante 3 RFA distintos. A diferencia de los otros, estos RFA se diseñaron rápidamente y en emergencia, con lo cual su utilización fue inmediata y dirigida a países con crisis soberanas y bancarias, destino distinto al observado en otras regiones.

Luego de expandir el EU BoP Facility (existente previo a la crisis) para asistir a no-miembros de la zona euro, el contagio llegó a la zona euro unos meses después, durante 2010. El primer RFA diseñado al efecto fue el “European Financial Stabilisation Mechanism” (EFSM), con EUR 60.000 millones fondeados con el presupuesto de la Unión Europea. Asistió con un tercio del total de los programas a Irlanda y Portugal (2011) y con un préstamo puente a Grecia (2015), en todos los casos con intervención conjunta del FMI. Es interesante notar que la función de “prestamista puente” décadas atrás la había desempeñado el BIS, mayormente para latinoamericanos (y otros emergentes) durante los ´80. En parte por tratarse de Europa, con su proceso de integración regional, y en parte por la magnitud de los fondos en cuestión, tiene sentido que esa función se haya movido a una hoja de balance más grande y un proceso con condicionamientos políticos más acorde a los potenciales contagios, incluyendo los efectos sobre el euro como moneda.

La asistencia del EFSF debía ser conjunta, no solo con un financiamiento de FMI sino también con un programa del segundo y el más importante RFA que se diseñó en Europa, el “European Financial Stability Facility” (EFSF). Fue creado específicamente para resolución de crisis de los miembros de la zona euro, con un esquema de alto apalancamiento que llevó la capacidad prestable total a EUR 440.000 millones en 2010. Esa capacidad prestable se amplió en 2012¹²³, cuando se rediseñó el mecanismo para que sirviera como fondo permanente anti-crisis europeo, renombrándolo “European Stability Mechanism” (ESM). De manera similar a la lógica del FMI, se abrieron

¹²² En rigor se trata de los 5 miembros de la “Eurasian Economic Union” (EAEU), Armenia, Bielorrusia, Kazajistán, Kirguistán y Rusia, a los que se sumó Tayikistán.

¹²³ Con esa ampliación, la capacidad prestable alcanza los EUR 745.000 millones en 2017, EUR 85.000 millones de capital y EUR 660.000 millones de financiamiento de mercado.

distintas posibilidades de financiamiento ex ante y ex post, tales como líneas precautorias (ex ante), préstamos para recapitalización de bancos locales (ex post) y programas de compras de activos en el mercado secundario (ambos), este último equivalente al *quantitative easing* de la FED. Además de completar los programas de Irlanda, Grecia y Portugal, se utilizó el ESM para recapitalizar bancos españoles (2012), asistir a Chipre (2013), refinanciar los vencimientos del anterior programa en Grecia y luego llegar a un tercer acuerdo con este mismo país (ambos eventos en 2015). Es interesante notar que, si bien no había obligación escrita en estos RFA de atar el desembolso a un programa con el FMI, en los hechos siempre se buscó esta interacción, no solo para que el Fondo contribuyera con recursos sino también para el monitoreo del programa y el *enforcement* de las condiciones.

Repasadas las instancias bilateral (swaps) y regional (RFA), resta la global: la reforma del FMI. El FMI llega a la crisis con una capacidad prestable de USD 317.000 millones, de la cual USD 244.000 millones eran recursos permanentes de las cuotas de los miembros. Lo restante estaba compuesto por los préstamos multilaterales originales, “General Arrangements to Borrow” (GAB) por USD 24.000 millones¹²⁴ establecidos en 1962 –ver capítulo “5. La cooperación monetaria durante post-Bretton Woods”– y su complemento, los “New Arrangements to Borrow” (NAB) establecidos en 1997 por USD 49.000 millones.

Antes de la crisis los recursos del Fondo sobaban respecto de los préstamos otorgados. Los préstamos otorgados totales a dic-07 eran de USD 15.539 millones. Luego de la crisis, se incrementaron sensiblemente (USD 33.096 millones a dic-08 y USD 66.315 millones a dic-09)¹²⁵ y el G20 respondió en la reunión de Londres de abr-09 con un compromiso de triplicar los recursos disponibles. El primer paso, el más rápido de implementar, fue firmar préstamos bilaterales por un total de USD 500.000 millones¹²⁶ entre abr-09 y mar-11. En ese mes, mar-11, el FMI formalizó la incorporación de estos fondos en el pre-existente NAB, que totalizó USD 576.000 millones y 39 países contribuyentes (FMI, 2011). Paralelamente, se acordó en 2010 duplicar las cuotas vigentes, cuya entrada en vigencia fue finalmente en 2016. Una vez que entró en vigencia el aumento de cuotas, se resolvió utilizar la mitad de los NAB expandidos para ese fondeo, con lo cual el aumento resultante calculado a mar-11 totalizó USD 750.000 millones en cuotas y USD 277.000 millones en

¹²⁴ USD 26 mil millones si se suma el complemento de Arabia Saudita, que se acordó dejar caer en 2018.

¹²⁵ Números en base a “Total IMF Credit Outstanding for all members from 1984 – 2020” y tipo de cambio SDR / USD de fin de año (web FMI).

¹²⁶ Fueron 29 préstamos, donde los países de la Unión Europea explicaron el 36% (USD 178 mil millones), Japón y Estados Unidos otro 20% (USD 100 mil millones) cada uno, China un 10% (USD 10 mil millones) y otros 10 países el resto, entre emergentes y desarrollados en partes similares (FMI, 2019).

NAB¹²⁷. En términos de capacidad prestable expandida en la post-crisis, lo que completa el paquete es un grupo de 33 préstamos bilaterales de renovación periódica por fuera de los incorporados al NAB, firmados a partir de 2012 con gobiernos y bancos centrales. A 2017 alcanzaban los USD 402.000 millones¹²⁸, totalizando a las paridades de ese año USD 1,341 billones de fondos entre las tres capas, cuotas (51%), NAB (19%) y préstamos bilaterales (30%). Cabe aclarar que son capas sucesivas: sirven para apuntalar los recursos del Fondo solo en caso de necesitarse. La primera línea de defensa son las cuotas y los NAB solo se activan si la capacidad disponible por cuotas baja de SDR 100.000 millones (aproximadamente USD 142.000 millones a dic-17). De manera equivalente, los préstamos bilaterales se activan solo si la capacidad disponible de los NAB baja de SDR 100.000 millones. Mientras que lo primero ocurrió 10 veces en la post-crisis (hasta que se incorporaron los NAB en las cuotas), lo segundo nunca ocurrió (Rakic, 2019).

Tres elementos más componen la reforma del FMI post-crisis, más allá del incremento de la capacidad prestable. El primero es la asignación/emisión de DEGs (SDR en inglés) por un total de SDR 161.000 millones en ago-09, equivalentes en aquel momento a USD 250.000 millones. Por el mecanismo de funcionamiento de los DEGs, se acreditaron directamente como reservas de los bancos centrales miembro del FMI en proporción a las cuotas vigentes, lo cual fue un poco alejado de las necesidades de reservas por parte de emergentes (y no de desarrollados, tenedores de la mayoría de las cuotas).

La segunda es la reforma de la fórmula de revisión de cuotas que se dio en 2008. El impacto resultante en la revisión de cuotas acordada en 2010 fue no solo financiero sino político, por los derechos de voto que otorgan las cuotas. Redundó en derechos de voto incrementados para los BRICS y para los emergentes en general. De hecho, la revisión incluyó un aumento ad-hoc para 54 países emergentes y una re-distribución hacia éstos desde los desarrollados de 6% del total de votos, a la vez que se evitó disminuir los derechos de voto de los países pobres (FMI, 2017b).

El tercer elemento fue el diseño de otras modalidades de préstamo más flexibles que los típicos de mediano plazo, “stand-by arrangement” (SBA) y “extended fund facility” (EFF). La motivación de reforma en los instrumentos fue simple: el poco uso. El único producto distinto del *stand-by* previo

¹²⁷ Los montos de un mismo componente entre años pueden variar levemente por variaciones en el tipo de cambio SDR / USD.

¹²⁸ Se cuentan los efectivamente pagados por los países, por lo tanto disponibles para el FMI. Los no pagados son otros 7 préstamos (en total 40 préstamos bilaterales) por SDR 30.000 millones, equivalentes a aproximadamente USD 43.000 millones en dic-17.

a la crisis¹²⁹ no había sido utilizado por una variedad de motivos, principalmente 3: el estigma, el foco en financiamiento ex post en lugar de ex ante y la baja confiabilidad en que sea aprobado el programa una vez que se había pagado el costo de revelar la intención de ir al Fondo¹³⁰.

Con estos desafíos en mente, apenas desatada la crisis se creó una herramienta de corto plazo sin condicionalidad ex post sino solo criterio de elegibilidad ex ante, la “Short-term Liquidity Facility” (SLF) de oct-08. Sin embargo, también fracasó y expiró al año siguiente, porque no funcionaba como uso precautorio (la asistencia era mediante recompras de activos) y su costo financiero era elevado, en un contexto de alta iliquidez. Rápido de reacción, el FMI dio un nuevo giro y creó la “Flexible Credit Line” (FCL) en mar-09, también con un criterio restrictivo de elegibilidad (i.e., el problema debía venir del contagio), sin condicionalidad ex post y mayor certidumbre en el proceso de aprobación. El siguiente problema en la “frazada corta” del diseño de los productos del Fondo fue precisamente el criterio restrictivo: solo 3 países aplicaron a la FCL¹³¹, por lo cual se decidió en ago-10 crear un producto similar pero con elegibilidad más amplia; es decir, no solo para países con *fundamentals* sólidos. Ésta fue la “Precautionary Credit Line” (PCL), que se complementó con condicionalidad ex post puntual (“targeted”) sobre ciertas reformas acotadas. Nuevamente, se dejó afuera a países con necesidad no solo precautoria sino actual (i.e., con problemas presentes y no futuros en la balanza de pagos), por lo cual en nov-11 se le hizo el último toque al paquete del Fondo en la post-crisis, habilitando una versión acortada de 6 meses de la PCL, renombrada Precautionary and Liquidity Line (PLL). Tampoco dio los resultados esperados, con solo 2 usos hasta 2017¹³².

Más allá de una evaluación de las reformas del *toolkit* del Fondo¹³³, lo que estos intentos expresan son las dificultades para lograr una GFSN que sea efectiva y usable con buenos incentivos para que el sistema funcione mejor. La distribución de riesgos a escala global debería funcionar mejor que a escala regional, dado que se logra mayor mitigación entre más participantes. Sin embargo, el prestamista global es bastante exigente, porque requiere contentar a todos sus accionistas, o al menos a los que más aportan. Estos últimos a su vez son, en general, en buena medida inmunes al contagio proveniente de países chicos; y si el problema surge en los países grandes, o bien los

¹²⁹ “Contingent Credit Line” (CCL) creado en 1999 tras las crisis asiáticas y expirado sin uso en 2003.

¹³⁰ La condición clave era poder demostrar que los problemas en la balanza de pagos propia eran producto del contagio. No solo esto era difícil de argumentar para el país sino que era difícil evaluar la imparcialidad de la decisión del Fondo al respecto.

¹³¹ México, Colombia y Polonia, los tres iniciados en 2009 y en los 3 casos sin tomar fondos de la línea de liquidez al menos hasta 2017 (año en que Polonia se retiró del programa).

¹³² Macedonia (2011) y Marruecos (2012).

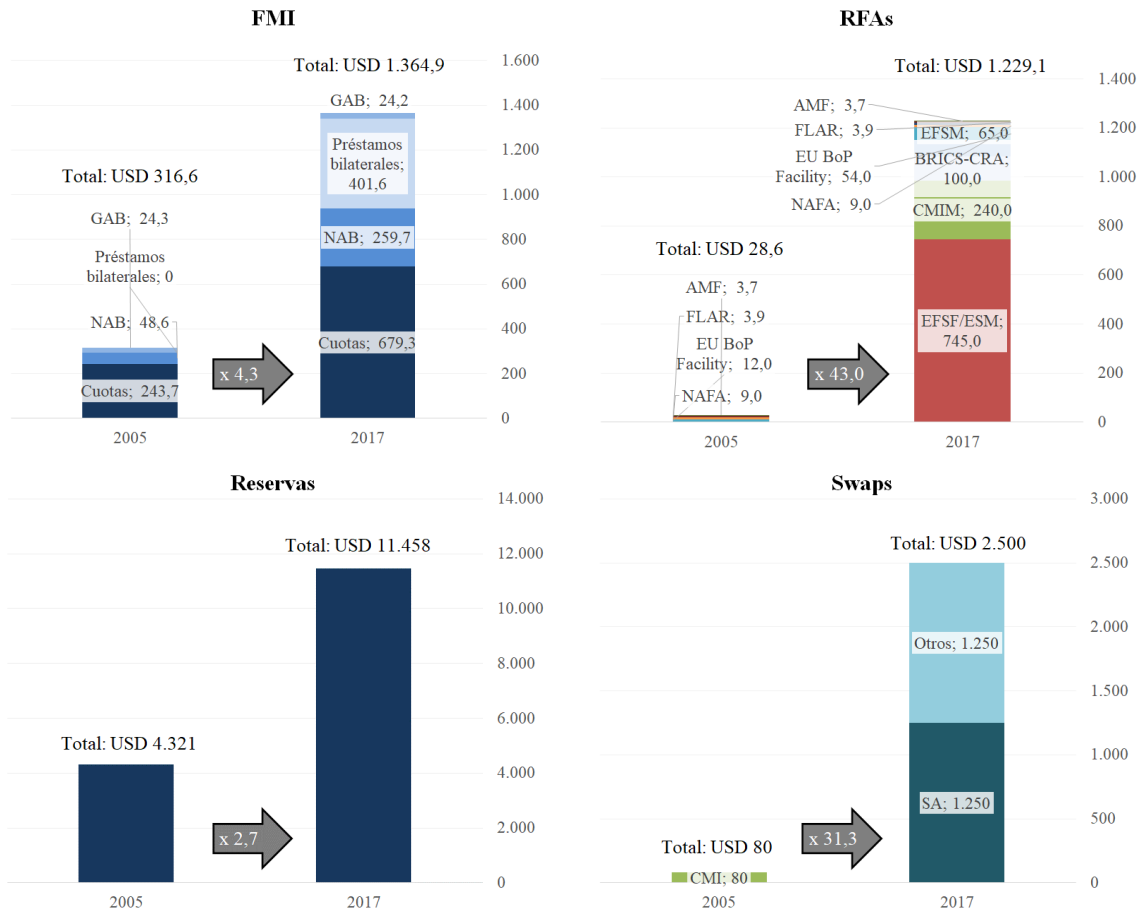
¹³³ Solo se comentó (muy) brevemente aquí los nombres y las características de los instrumentos. Ver (FMI, 2017a) para un repaso más técnico del tema y (Cheng, 2016) para uno más político.

recursos probablemente no sean suficientes o bien haya otras herramientas más rápidas y menos costosas (ej., swaps).

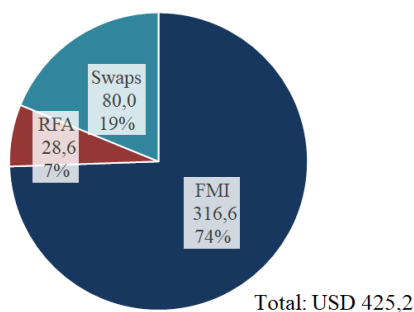
El resultado que arroja todo esto es una capa global (FMI) que deja baches importantes, que no puede dar certidumbre ex ante para los países que la necesitan, que no puede escapar al rechazo por el estigma y que, al intentar abrir opciones más accesibles, potencia el estigma por la señal de que el país aplicante no califica para los programas más exigentes (percepción de “tiering”, es decir escalonamiento).

El Gráfico 17 resume la magnitud y la composición de la GFSN a 2017 tras todas las expansiones y reformas post-crisis explicadas.

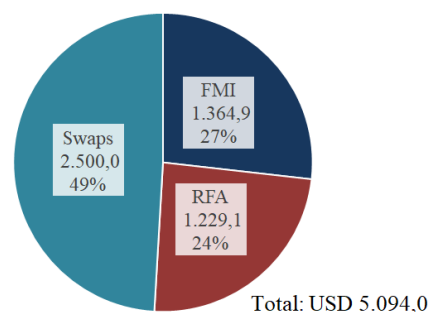
Gráfico 17. GFSN por recurso y total, comparación 2005 vs 2017.
En miles de millones de USD



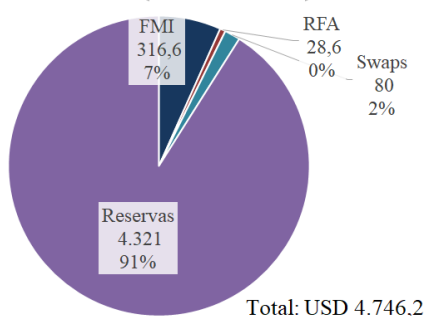
GFSN 2005 (excl. Reservas)



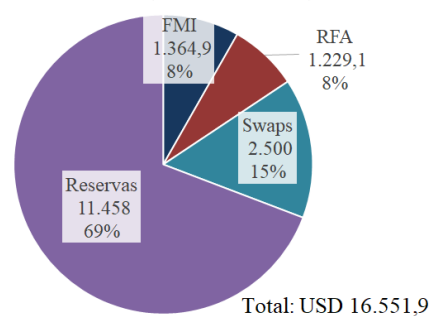
GFSN 2017 (excl. Reservas)



GFSN 2005 (incl. Reservas)



GFSN 2017 (incl. Reservas)



Fuente: elaboración propia en base a (Rakic, 2019) (Essers & Vincent, 2017) (Nakao, 2010) y todas las citadas en el pie del Gráfico 16.

Abreviaciones: ver pie del Gráfico 16.

Nota: si bien a dic-05 no había más swaps que los asiáticos (CMI), a dic-07, que también es previo al pico de la crisis, sí había. Uno entre la FED y el BCE por USD 20.000 millones y otro entre la FED y el SNB (Suiza) por USD 4.000 millones (McCauley & Schenk, 2020).

¿Cuál es, entonces, la suficiencia y cobertura resultante de la GFSN a 2017? El FMI (2016b) simula un shock masivo y severo suponiendo que todos los recursos de la GFSN son desplegados y que los swaps instrumentados durante la crisis se reactivan. El resultado es que los recursos a nivel agregado serían suficientes para las necesidades agregadas, sin margen de holgura. Sin embargo, si se desagregan las necesidades, los países desarrollados tendrían recursos suficientes mientras que prácticamente todos los países en desarrollo tendrían necesidades sub-atendidas. Estas serían aún mayores en países considerados especialmente relevantes para el sistema, clasificados como “systemic”¹³⁴ y/o “gatekeepers”¹³⁵, dado que precisamente sus necesidades serían mayores por ocupar roles más centrales en cuanto a tamaño y contagio.

¹³⁴ Se rankea a los países de acuerdo con su contribución al comercio internacional, a los préstamos bancarios cross-border y a las inversiones de portafolio cross-border y de acuerdo también con su centralidad en la red en esos mercados (con cuántas contrapartes se vincula y cuán grandes son). Los países dentro de los 25 más altos en el ranking que se repitan en todos los años para comercio (2011-14) y para préstamos bancarios (2011-13) o inversiones de portafolio (2011-14) son considerados sistémicos.

¹³⁵ A diferencia de los “systemic”, no necesariamente tienen alta contribución a las redes globales de comercio y finanzas sino que ocupan posiciones clave para el contagio de shocks en *clusters* (agrupaciones) de países específicos de esas redes de comercio y finanzas en distintas partes del mundo. Se identifican

En otro ejercicio, Denbee, Jung y Paternò (2016) simulan diversos escenarios de crisis de balanza de pagos en emergentes y crisis bancarias (de liquidez en moneda extranjera) y soberanas en desarrollados. En emergentes, el escenario más severo podría dejar a 22 países (casi la mitad de la muestra, 48 países) con necesidades sin atender luego de agotar el colchón usable de reservas, RFAs y financiamiento del FMI, en ese orden y con los RFA jugando un rol modesto. Esto se debe a que algunos emergentes tienen reservas de sobra (principalmente, asiáticos) mientras que otros no tienen un colchón usable grande, a la vez que los RFA más grandes están formados por esos mismos emergentes con reservas sobrantes, mientras que otros no forman parte de ningún RFA. En el caso de desarrollados, tanto para un *dry-up* de liquidez en moneda extranjera como para crisis soberanas las necesidades serían mayores que para emergentes, pero cubiertas en su totalidad para todos los países de las muestras en todos los escenarios. La diferencia con emergentes, que permite esta cobertura, la hacen los swaps para el análisis de crisis bancarias y los swaps+RFAs para las crisis soberanas, en particular el ESM europeo.

En definitiva, escenarios de shock severos pero plausibles dejarían baches en la GFSN, quizás a nivel agregado y probablemente para ciertos países o ciertas regiones. Otra métrica relevante expuesta en distintos estudios es la relación entre la capacidad prestable del FMI y los pasivos externos a nivel agregado¹³⁶. Esta relación es declinante en el largo plazo, producto del rápido crecimiento de la deuda externa (de privados y públicos): 1,92% en 1985, 1,05% en 1990, 1,07% en 1995, 0,75% en 2000 y 0,42% en 2005, con una recuperación luego de la crisis: 0,69% en 2010 y 0,57% en 2015¹³⁷.

Por último, en lo que respecta a suficiencia y cobertura, desde un punto de vista del funcionamiento del sistema es relevante ver cuán cubierto está cada país de los más importantes para el orden monetario internacional. La selección de países y el análisis de cobertura admiten variaciones, pero en la Tabla 13 se muestra un intento por reflejar los indicadores y países más relevantes.

primero los *clusters* en base a características similares de hojas de balance bancarias, inversión externa directa e inversiones de portafolio. Son considerados países “gatekeepers” los que pertenecen a más de un *cluster* y por lo tanto transmiten un shock de un *cluster* a otro.

¹³⁶ También la literatura incluye la métrica (capacidad prestable del FMI) / (PIB mundial), pero precisamente el aumento de compromisos financieros respecto del valor agregado, tendencia presente durante todo el orden de post-Bretton Woods, torna la métrica irrelevante o engañosa.

¹³⁷ Números en base a información histórica de cuotas (web del FMI) y pasivos externos según la base de datos de (Lane & Milesi-Ferretti, 2017).

Tabla 13. Cobertura de la GFSN para países seleccionados a 2017.

País	G20	Systemic o gatekeeper (según FMI 2016)	Systemic Middle Income Country (1)	Reservas (2)	Swaps		RFA (tipo; tamaño en % del PIB)	FMI (3)
					c/FED durante la crisis	A 2017		
Países con "monedas internacionales" (usadas por 3ros)								
Estados Unidos	X	Systemic y Gatekeeper		-	-	SA	NAFA (swaps; 0,05%)	3,1%
Japón	X	Systemic y Gatekeeper		-	X	SA y c/Australia, Indonesia, Singapur	CMIM (swaps; 4,9%)	4,1%
Alemania		Gatekeeper				SA y c/China	EFSM (fondo; 1,8%), ESM (fondo; 20,4%)	7,0%
Francia	X	Systemic			(****; 2,5%), (****; 28,9%)		4,8%	
Italia	X	Systemic y Gatekeeper			(****; 3,4%), (****; 38,8%)		4,7%	
España	X	Systemic y Gatekeeper			(****; 5,0%), (****; 57,0%)		4,8%	
Austria		Systemic		-	X		(****; 15,9%), (****; 182%)	8,2%
Bélgica		Systemic			(****; 13,2%), (****; 151,5%)		6,8%	
Países Bajos		Systemic y Gatekeeper			(****; 7,9%), (****; 90,4%)		4,6%	
Grecia		Gatekeeper			(****; 31,8%), (****; 364,7%)		6,1%	
Reino Unido	X	Systemic y Gatekeeper		-	X	SA y c/China	EU BoP Facility (fondo; 2,1%)	4,6%
Suiza		Systemic y Gatekeeper		-	X	SA y c/China		5,4%
Otros								
Arabia Saudita	X			-			AMF (fondo; 0,5%)	9,0%
Argentina	X			85%		c/China		3,4%
Australia	X	Systemic		-	X	c/China, Japón, Corea del Sur e Indonesia		3,1%
Brasil	X	Systemic y Gatekeeper	X	161%	X	c/China	CRA-BRICS (swaps; 4,8%)	3,4%
Canadá	X	Systemic		-	X	SA y c/China	NAFA (swaps; 0,5%)	4,1%
China	X	Systemic y Gatekeeper	X	95%		c/BCE y bilaterales varios	CMIM (swaps; 2,0%) y CRA-BRICS (swaps; 0,8%)	1,8%
Corea del Sur	X	Systemic		107%	X	c/Australia e Indonesia	CMIM (swaps; 15,7%)	4,1%
India	X	Systemic	X	160%			CRA-BRICS (swaps; 4,1%)	4,2%
Indonesia	X		X	129%		c/Japón, Corea del Sur y Australia	CMIM (swaps; 23,7%)	3,4%
México	X	Systemic	X	120%	X		NAFA (swaps; 0,8%)	4,7%
Panamá		Gatekeeper		15%				5,0%
Rusia	X	Systemic	X	259%		c/China	EFSM (fondo; 0,6%) y CRA-BRICS (swaps; 6,8%)	4,7%
Singapur		Systemic y Gatekeeper		-	X	c/Japón	CMIM (swaps; 78,5%)	8,3%
Sudáfrica	X	Gatekeeper	X	63%		c/China	CRA-BRICS (swaps; 29,1%)	5,7%
Suecia		Gatekeeper		-	X		EU BoP Facility (fondo; 10,0%), EFSM (fondo; 12,0%)	5,2%
Turquía	X	Gatekeeper	X	80%		c/China		3,3%

Fuente: elaboración propia en base a (FMI, 2016b), otras fuentes del FMI (ARA data, cuotas y WEO) y (Agénor & Pereira da Silva, 2018) (BCE, 2018) (Allen & Moessner, 2010) (McDowell, 2019).

Notas: a) La lectura de la tabla es por filas: cuántos recursos hay disponibles para cada país. No son exactamente sumables a lo largo de una misma columna, dado que algunos recursos se reparten entre varios miembros (ej., RFAs) y además en condiciones de estrés general una misma fuente podría tener problemas para desplegar toda su capacidad prestable (por ej., el FMI). b) El tamaño de los RFA se expresa para dar una idea de la magnitud del RFA pero no es exactamente la disposición de recursos del país. El acceso a recursos tiene distintas reglas en cada RFA y hasta sublímites (por ej., una porción libre y otra porción sujeta a intervención del FMI). c) Se muestran en la tabla solo los swaps con países incluidos en la tabla.

(1) "Systemic Middle Income Country" (SMIC) es una categoría construida por Agénor y da Silva (2018) para agrupar países emergentes similares alrededor de una serie de criterios, que resultan más relevantes que la simple agrupación "emergentes", que es demasiado amplia y heterogénea. Los criterios son: fricciones e imperfecciones en sus mercados financieros, la incapacidad para endeudarse (lo suficiente) en su moneda doméstica, la vulnerabilidad a shocks externos y eventos adversos, la importancia para los mercados de *commodities* (como oferentes y como demandantes) y los *spillbacks* que pueden generar a las economías avanzadas. (2) Expresadas en % de la "ARA Metric", una medida de reservas mínimas elaborada por el FMI en base a las exportaciones, la base monetaria, la deuda de corto plazo y otros pasivos del país. (3) Corresponde al 435% de la cuota de cada país (límite ordinario para un *stand-by*) en % de su PIB.

Cabe destacar que, tal lo resaltado en otros estudios (Denbee, Jung, & Paternò, 2016), no es indiferente el tipo de crisis en cuestión a la hora de evaluar la suficiencia de la GFSN. Tampoco lo es para el país afectado a la hora de decidir cuál recurso de la GFSN utilizar. Aún más, no son eventos independientes uno y otro tipo de crisis, lo cual dificulta el análisis de simulación. Y esa dependencia puede diferir entre países¹³⁸. Por estos factores debe tenerse presente que los recursos de la GFSN son sumables, pero no equivalentes/reemplazables. Sobre ese problema trata la tercera pregunta sobre la GFSN en la post-crisis, la fragmentación.

La tercera pregunta en el análisis de la GFSN desde un punto de vista del orden internacional es: ¿cuán homogénea y confiable es la GFSN de la post-crisis? El concepto que resume estos aspectos es la “fragmentación”, señalado en casi toda la literatura como el rasgo más saliente de la GFSN. Sin embargo, en estos estudios se le llama en verdad fragmentación a varios rasgos distintos de la GFSN, si bien conectados. Pueden identificarse 5 acepciones.

La primera acepción de la fragmentación refiere a cuán sustitutos son los recursos entre sí, vinculado con los distintos tipos de crisis explicados anteriormente. Si bien se ha llamado fragmentación a las distintas naturalezas de los recursos (Denbee, Jung, & Paternò, 2016), también puede verse como una complementariedad favorable (Essers & Vincent, 2017). Es cierto que, si un recurso es insuficiente, por ejemplo reservas, sería deseable que otro esté al alcance, por ejemplo swaps. Pero ante crisis de deuda soberana, siguiendo el ejemplo, los swaps no serían efectivos. Si a eso refiere la fragmentación, es cierto que la no equivalencia perjudica a un país o que el cálculo de cuán cubierto está por la GFSN total no es del todo representativo. Pero la visión que toma esta discrepancia como un factor positivo remarca que en verdad los distintos elementos funcionan como seguros ante distintos tipos de crisis, que inevitablemente existen. La “integración” (si puede tomarse como opuesto de fragmentación) de todos los recursos simplemente no es posible.

Una segunda acepción refiere a cuán compatibles son los recursos entre sí. Esto es: surgimiento de dilemas de coordinación sobre qué prestamista se compromete a la asistencia, o reticencia de uno de ellos a desembolsar a menos que el otro también se involucre. Este problema es relevante principalmente para la relación entre el FMI y los distintos RFAs. Actualmente el CMIM y el BRICS-CRA tienen cláusulas explícitas de intervención del FMI a partir de cierto monto (en ambos

¹³⁸ Por ejemplo, es probable que una crisis bancaria profunda se transforme en soberana, pero el contagio a otros es más problemático en Europa que en otras regiones del mundo, dada su integración financiera. Otros casos: una crisis de balanza de pagos es más probable en emergentes que en avanzados y a su vez puede derivar en crisis soberana; una crisis de iliquidez bancaria en moneda extranjera es probablemente más severa en los países con sector privado y financiero más endeudado, que serían los avanzados y los emergentes más integrados a la globalización financiera.

casos 30% de la capacidad de endeudamiento del miembro) y también los 3 RFA europeos prevén la intervención del FMI, si bien no tan explícito ex ante sino más bien de facto. Los restantes 4 (FLAR, AMF, EFSF, NAFA) no lo contemplan. Aun estando clara ex ante la necesidad de intervención del FMI, en un contexto de crisis la ausencia de un proceso claro demora el programa, como ocurrió con la intervención del EFSF (luego ESM) europeo en Grecia. Si se requiere reestructurar la deuda (como en el caso griego), es aún más problemático, dado que tampoco hay reglas internacionales al respecto¹³⁹ y ningún prestamista multilateral quiere poner en riesgo sus fondos para que cobren los acreedores privados si la deuda no es sostenible. Henning (2017) agrega otros elementos tales como la división del trabajo entre el FMI y el RFA en la implementación del programa, grado de austeridad fiscal requerida y cómo abordar el condicionamiento en áreas en las que el país comparte soberanía con una institución multilateral (como la política monetaria o la regulación bancaria en Europa, delegada en el BCE).

Problemas de este estilo han generado la necesidad de profundizar la cooperación entre el FMI y los distintos RFA, dando pie a una variedad de iniciativas, no solo a la hora del desembolso sino también para intercambio de información y monitoreo. La más relevante a escala global son los “Principles for Cooperation Between the IMF and Regional Financing Arrangements” acordados en el seno del G20 en 2011¹⁴⁰ (G20, 2011), pero no dejan de ser una mera enunciación. Es una deuda pendiente de la cooperación para mejorar la GFSN. Si bien a nivel técnico el FMI ha abordado el asunto repetidas veces¹⁴¹, el avance político requiere la alineación de otros factores. Cheng (2016) muestra un interesante análisis de los Comunicados del G20 desde 2008 hasta el 2014. De éste se desprenden muchas lecturas posibles, una es la dominancia del término “FMI” de 2008 a 2010 (en el orden de las 16 menciones en cada Comunicado), perdiendo *momentum* hacia 2014 (alrededor de 4 menciones).

¹³⁹ De hecho, los marcos de reestructuración de deuda soberana también son un elemento que compone el debate sobre cómo reducir la fragmentación de la GFSN. Puntualmente sobre la cooperación con el FMI también entran en esta discusión otras instituciones prestamistas regionales que no forman parte de la GFSN, como los bancos multilaterales, cuya función no es proveer liquidez de emergencia sino préstamos con destino real. Ejemplos son el “European Bank for Reconstruction and Development” (EBRD), el “Asian Development Bank” (ADB) y los creados en la post-crisis en 2014, “New Development Bank” (NDB) (de los BRICS) y el “Asian Infrastructure Investment Bank” (AIIB).

¹⁴⁰ Estos principios surgen de contribuciones de la UE y ASEAN+3 y en verdad son bastante generales; ningún acuerdo concreto de cooperación FMI-RFA sería extrapolable a otros RFA, dadas las particularidades de cada uno. Los principios refieren a: a) la rigurosidad del monitoreo, b) el respeto por la independencia de cada institución, c) la cooperación *ongoing* y no solo durante las crisis, d) el área de expertise del FMI (global) y de los RFA (regional) y, tal vez los 2 más relevantes, e) la consistencia en las condiciones de financiamiento para evitar el “facility shopping” reconociendo a su vez cierta flexibilidad en el condicionamiento y f) respetar el *status* de acreedor preferente del FMI (es el último que soporta pérdidas).

¹⁴¹ Ver (FMI, 2017c), uno de los trabajos en una serie que analizó en profundidad problemas y posibilidades de mejora en la relación entre el FMI y los RFA.

El tercer aspecto de la fragmentación es la convivencia de reglas distintas entre cada uno de los recursos. Más allá de una dosis lógica, dado que son gestionados por distintas organizaciones, el problema hace referencia a, por ejemplo, la dificultad de comparar la cobertura de una región con la de otra si sus RFA tienen (muy) distintas condicionalidades o reglas de acceso. Reglas muy disímiles erosionan la certidumbre de la GFSN en sí. Este aspecto es en verdad consecuencia de que la forma actual de la GFSN es el resultado de historias independientes de distintos actores por tender esas redes de contención, con motivaciones domésticas o regionales y en distintas épocas. No han sido parte de un esfuerzo ni un consenso global. Además, cada uno de estos recursos tiene un modo distinto de gestionar el riesgo moral. Por ejemplo, no es lo mismo un fondo que una red de swaps, no es lo mismo prestar a un gobierno que a un banco central, no es lo mismo el *status* de acreedor preferente del FMI que el del resto, etc. Además, los mandatos de cada institución prestamista también cuentan: mientras que el FMI tiene el mandato específico de prestamista global, los swaps son instrumentados por instituciones con responsabilidad nacional.

Cuarta característica de la fragmentación: la cobertura heterogénea, suficiente en unos países y no en otros. Esto se relaciona con lo explicado anteriormente, pero también ha recibido el nombre de fragmentación, precisamente para denotar que la expansión de la GFSN a nivel agregado no es suficiente ni pareja. La división que suele hacerse es entre países desarrollados/avanzados y emergentes; también cabría incluir a los países pobres (“developing” o en desarrollo, en la jerga del FMI). La cobertura es en general suficiente para los primeros, mientras que para un subgrupo del resto no lo es. La tendencia de largo plazo que se extiende hasta la actualidad indica la importancia creciente de los países emergentes en el PIB mundial (si bien discutible en los flujos financieros); de ahí que la expansión de la GFSN necesite incluirlos.

La quinta y última acepción de la fragmentación es la confiabilidad de los recursos. También se abordó como una de las características de los recursos en la Tabla 12. El problema es: criterios de acceso poco transparentes o procesos demasiado largos pueden disminuir la efectividad de la GFSN. Dentro de la categoría de “poco transparente” pueden caer los swaps, tal lo ejemplificado anteriormente con los extendidos por la FED durante la crisis. Además, aquellos con fecha de vencimiento pueden ser efectivos, pero luego devuelven a la GFSN a su estado previo. Algo similar vale para algunos programas del FMI, tanto por falta de exactitud sobre la elegibilidad *ex ante* como por el proceso largo de aprobación. En el mismo sentido, la segunda línea de defensa del FMI, los NAB, tienen un requisito de aprobación del 85% de los votos, más exigente que la simple aprobación del Board. Este elemento también erosiona la confiabilidad sobre la capacidad prestable total del FMI. Adicionalmente, el hecho de que dos de los RFA más importantes no hayan testeado

su uso (CMIM y BRICS-CRA) pone una nota de incertidumbre sobre el tema, precisamente en los dos RFA más importantes de los países en desarrollo.

La Tabla 14 resume las distintas acepciones de la fragmentación y algunas iniciativas puntuales para atacar el problema.

Tabla 14. Los 5 sentidos de la fragmentación en la GFSN.

Acepción	Ejemplo	Propuesta de mejora
Recursos no son sustituibles entre sí	Swaps no sirve para crisis de balanza de pagos	-
Recursos no son compatibles entre sí y/o hay dilemas de coordinación sobre quién asiste primero	Ante un endeudamiento soberano insostenible, ni el RFA ni el FMI quieren financiar a menos que el otro financie también	<ul style="list-style-type: none"> - RFAs deben endurecer sus condiciones de financiamiento, reconociendo su status junior respecto del FMI (Di Mauro & Zettelmeyer 2017). - Mantener la intervención del FMI para RFA y swaps, para garantizar el sano tratamiento del riesgo moral (Hawkins, Rahman, Williamson 2014). - Profundizar los principios de coordinación entre el FMI y los RFAs enunciados por G20 en 2011 y diseñar una clara distribución del trabajo en la implementación de un programa (Henning 2017). - Desvincular ("de-link") al FMI de los RFAs (Ocampo 2017). - Profundizar el intercambio técnico (formación de staff, intercambio de información) y mejor alineamiento del condicionamiento entre FMI y los RFA, tanto ex ante como ex post (FMI 2017c).
Recursos tienen reglas demasiado disímiles	Algunos RFA no tienen condicionamiento ex post; los propios programas del FMI entre sí también difieren en acceso y condicionamiento	-
La cobertura es demasiado heterogénea entre países/regiones	Países avanzados están cubiertos por swaps y RFA (o emiten monedas internacionales) y algunos países emergentes o pobres por ninguno de los dos	<ul style="list-style-type: none"> - Reemplazar swaps (bilaterales) que no cubren a países emergentes por FMI (global) que sí los cubre (Carstens 2019) (Hawkins, Rahman, Williamson 2014). - Crear un International Lender of Last Resort (ILLR) basado en el acceso automático a la liquidez de emergencia, pre-calificación en base a los Art. IV del FMI y fondeo provisto por el "issuers of last resort"; básicamente, la FED (Fernández-Arias & Levy Yeyati 2010). - Flexibilizar las condiciones de financiamiento del FMI e incluir a más emergentes en los swaps de la FED (Ocampo 2017). - Integrar otras divisas al sistema de la red de swaps que tiene base en los SA. Puede hacerse mediante swaps bilaterales de miembros del SA con otros países o con el FMI, para que luego éste lo disponibilice a esos otros países (Mehrling 2015).
Los recursos no son del todo confiables ex ante	La mayoría de los swaps se implementan y luego expiran; el criterio de acceso a muchos de los programas del FMI es largo y poco transparente	<ul style="list-style-type: none"> - Crear un repositorio de swaps en el FMI o el BIS para dar transparencia sobre el proceso de acceso, ampliar su uso, dar estabilidad de esos swaps por plazos más largos y monitoreo de riesgo de liquidez en moneda extranjera de los bancos (Destasis 2014). - Crear una red de swaps formal en el seno del FMI (Truman 2011). - Extensión automática de la red de swaps existente a aquellos países emergentes y pobres que califiquen para el programa FCL (con <i>fundamentals</i> sólidos) del FMI (Di Mauro & Zettelmeyer 2017).

Fuente: elaboración propia.

Concluyendo, la GFSN ha experimentado una expansión muy considerable en la post-crisis. El recurso doméstico (reservas) sigue siendo el más relevante por bastante diferencia, pero es a su vez el que menos aumentó (1,7 veces). En cambio, aumentaron mucho todos aquellos que involucraron algún grado de cooperación, los swaps (30 veces), los RFA (42 veces) –ambos desde una base muy baja– y el FMI (3,2 veces). El FMI sigue estando “en el centro de la escena” por su calidad de global, lo que para muchos le merece el rol de coordinador para apuntalar las principales fallas

remanentes de la GFSN, asociadas en general con la fragmentación. Estos problemas, cabe aclarar, no estaban ausentes sino más bien invisibles previo a la crisis. La transformación de la GFSN merece de todos modos el calificativo de exitosa y para algunos, de hecho, el punto más alto de éxito cooperativo en respuesta a la crisis (Borio, 2019b) (Domanski, 2019). El matiz viene dado porque resta aún darle forma homogénea a una red cuyo estado actual se explica por procesos de expansión dispares e independientes.

7.4. Cooperación en la post-crisis de 2007-8 en retrospectiva

El repaso por los tipos de cooperación desplegada en los sucesivos órdenes monetarios da una imagen lo suficientemente abarcativa como para caracterizar específicamente la cooperación en el seno del BIS en la post-crisis de 2007-8. La tabla del Anexo 1 sirve de referencia como comparación entre períodos (es la versión integrada de las tablas al inicio de cada capítulo).

Algunas funciones del BIS sobresalen como puntos de continuidad a lo largo de su historia: ser agente de inversión de las reservas internacionales de sus miembros, custodio de garantías en distintos programas financieros (emisión de bonos de un país, reestructuraciones de deuda, etc.), productor de información para consumo de los banqueros centrales, proveedor de servicios financieros secundarios –tales como administrar fideicomisos– y, la más importante entre sus largas tradiciones, ser huésped de las reuniones periódicas (hoy, bimestrales) de discusión entre banqueros centrales en Basilea. Las reuniones presenciales fueron el aspecto más destacado por los propios banqueros centrales en los orígenes del BIS (Toniolo, 2005) y siguen siendo señalados por algunos en la actualidad, 90 años después, como el elemento de cooperación principal (Shin, 2019). Estas son funciones más vinculadas a la utilización del BIS como “plataforma”; Toniolo (2005) lo llama el canal de la “institutional history” del BIS.

Otras funciones del BIS han mutado a lo largo de los años al compás de los problemas más importantes del orden monetario internacional. Este canal está asociado al BIS como interventor, o actor directo de la cooperación. Lógicamente, involucra más vaivenes a lo largo de los órdenes monetarios, dado que los problemas han ido cambiando y también las condiciones locales de cada país y sus relaciones exteriores, que determinan la disposición a cooperar. Otro factor de incidencia ha sido el rol que los propios banqueros centrales ocuparon en los distintos órdenes monetarios en el concierto de cooperación monetaria internacional, respecto de los políticos y ministros de finanzas. La evolución de estos determinantes –problemas, disposición a cooperar y rol de los banqueros centrales– han dado al BIS algunas especificidades en cada época de su historia.

En sus orígenes, las herramientas de cooperación durante el período entre-guerras fueron dos: intermediario y prestamista, la primera planificada al ser fundado y la segunda un poco más forzada por el contexto. El BIS era intermediario de los programas de pago de las reparaciones de la Primera Guerra y también de préstamos otorgados de manera sindicada entre sus miembros. Además, fue prestamista con fondos propios en medio de las quiebras bancarias europeas producto del crack del '29.

Durante el orden de Bretton Woods, se mantuvieron y ampliaron las herramientas de cooperación. La función de intermediario pasó a perseguir quizá el objetivo más importante de la posguerra desde el punto de vista del orden monetario internacional: lograr la convertibilidad en cuenta corriente entre sus miembros. Para ello, se encomendó al BIS la tarea de ser agente de compensación de la “European Payments Union” (EPU). Por otro lado, la función de prestamista estuvo dirigida a asistir al Reino Unido para defender la libra, tanto con préstamos propios como organizando los “Sterling Group Arrangements” (1ra y 2da edición), el “Basle Group Arrangement” y el “Basle Agreement”. Las discusiones bimestrales, si bien siempre importantes para el intercambio de visiones, pasaron a servir también como válvula de escape para contener la conversión de oro a dólares a partir de fines de la década del '50. Por último, hacia fines de la década del '60 se utilizó la hoja de balance del BIS para intervenir en los mercados de “eurocurrency”, que eran una amenaza a los tipos de cambio (principalmente del Reino Unido), erosionando los controles de capitales que aún quedaban en pie.

A partir del orden de post-BW, la liberación de los tipos de cambio y de la movilidad de capitales cambió el panorama. Los ministros de finanzas, que ya venían tomando la posta hacia el final de Bretton Woods, pasaron a ser los protagonistas de la instancia de cooperación más relevante durante fines de los '80: la intervención cambiaria coordinada. Eso dejó vacío un propósito cooperativo que los banqueros centrales (y el BIS) habían tenido en miras durante varios años, defender los tipos de cambio. Ese vacío se llenó para el BIS con una nueva tarea: la administración de las consecuencias de la libre movilidad de capitales; es decir, la regulación y supervisión financiera. Con la creación del BCBS (1974), buena parte de la cooperación entre bancos centrales se pasó a volcar a la estabilidad financiera en lugar de la estabilidad monetaria y tomó la forma de estándares homogéneos de supervisión y regulación. Por otro lado, la función de prestamista se mantuvo, pero dirigida a asistir principalmente a países emergentes, en muchos casos con modalidad “puente” hasta acordar un programa con el FMI. En general, la asistencia crediticia fue secundaria respecto a la del FMI, distinto a lo observado durante Bretton Woods, pero que curiosamente estuvo más alineado a las funciones originales de cada institución. Por último, hacia entrada la década del '90,

la red de instituciones internacionales se amplió a nivel global (creación de G20 y del FSF) y regional (integración de Europa y creación de RFAs), a tono con la globalización de la actividad financiera y del propio BIS, que aceleró la expansión de su membresía fuera de Europa.

Al llegar a la crisis de 2007-8, el BIS concentraba sus esfuerzos en asistir a otras instituciones internacionales basadas en Basilea (por ejemplo, el IAIS y el FSF), al G7, al G20, a organismos regionales de cooperación monetaria y, principalmente, al BCBS, que concentraba la agenda más relevante, la regulación y supervisión bancaria. Las herramientas cooperativas eran menos que en órdenes monetarios anteriores, ya sin actividad de financiamiento, intermediación, ni intervención en mercados. Sin embargo, eran más profundas en variedad de temas, en instituciones involucradas, en detalle de las regulaciones y en cantidad de miembros. La crisis le dio un impulso renovado a la cooperación monetaria (Caruana, 2012f), materializado en 4 procesos: nuevos swaps entre bancos centrales, nuevos RFAs, una expansión de los foros internacionales (G20, FSB) y el rediseño de la regulación y supervisión mediante Basilea III. El BIS no cumplió ningún rol material en los dos primeros, fue parte de la “conversación” en el tercero y protagonista en el cuarto (en rigor, el BCBS lo fue).

En definitiva, es interesante notar que el impulso renovado para la cooperación monetaria producto de la crisis fue efectivo para múltiples espacios y herramientas fuera del BIS y para la agenda del BIS vinculada con la cooperación para la estabilidad financiera. En este campo, las herramientas que se traían de antes se profundizaron, como los grupos técnico-políticos para calibrar los estándares regulatorios, asegurar su implementación, evaluar su impacto y mejorar la disponibilidad de la información. Incluso, el uso de medidas macroprudenciales fue aceptado en Basilea III y se diseñaron recomendaciones para evitar la exposición a quiebras de instituciones sistémicamente importantes. Es decir, se mejoraron las herramientas existentes y se diseñaron nuevas reglas para todo el espectro que era específico de estabilidad financiera.

Todo esto fue distinto para el campo de la estabilidad monetaria, para el cual el impulso cooperativo de la crisis fue casi inerte. Este escenario dejó una brecha en dos sentidos: la cooperación para la estabilidad monetaria fue menos densa que para la estabilidad financiera y fue a su vez insuficiente respecto de los problemas (de estabilidad monetaria) del orden post-crisis.

Entonces, ¿qué puede decirse de específico sobre la cooperación para la estabilidad monetaria en la post-crisis? Tres distinciones pueden hacerse respecto de períodos previos: una de contenido (temas), una sobre la disposición a cooperar (“oferta” de cooperación) y otra sobre la necesidad de cooperar (“demanda” de cooperación).

La distinción de contenido viene dada por el temario sobre el cual giró la necesidad de cooperar (finalmente sin éxito), resumido por dos conceptos: los desbalances financieros y los efectos contagio cross-border (spillovers) de la política monetaria. El hecho de que estos dos hayan sido los problemas más relevantes en la post-crisis, a diferencia de órdenes monetarios previos, tiene raíz en al menos 4 fenómenos.

El primero es la importancia de los desbalances financieros al interior de cada país; es decir, el contagio entre posiciones de deuda insostenibles de los agentes (sectores privado y financiero) y la economía real. El crecimiento del sector financiero respecto del PIB que precedió a la crisis en los países avanzados –en su conjunto y para cada uno, al menos en los más importantes– magnificó estos contagios y no se retrajo luego de la crisis. El segundo fenómeno es la cara internacional del primero: el traslado de los desbalances del ámbito doméstico al ámbito global. Previo a la crisis, estos desbalances eran internacionales pero centrados en países desarrollados, básicamente Estados Unidos y Europa. Luego de la crisis, se globalizaron hacia los países emergentes y se expandieron al mercado de capitales, con lo cual la transmisión de esos desbalances dejó de estar confinada a los préstamos bancarios (que están sujetos al grueso de la regulación de Basilea III). El tercer fenómeno relevante que hace novedosos los desbalances y los contagios es el hecho de que estos desbalances hayan sido por primera vez en la historia de “sudden floods” (entradas masivas de capitales) en lugar de “sudden stops” (salidas). La cooperación para este tipo de problemas era (es) inexplorada simplemente porque el problema es inédito. Cuarto y último, a nivel geopolítico, el ascenso de los países emergentes (mayor proporción del PIB mundial, más integración al comercio, etc.) que se dio desde el post-BW tardío hasta el 2017 creó un polo¹⁴² de países –el agrupamiento BRICS es una referencia– con capacidad de exponer o “contarle al mundo” las consecuencias negativas¹⁴³ que provocaba la política monetaria de los países desarrollados.

En este último punto hay finezas a tener cuenta: no es que estos países emergentes se hayan erigido como fijadores de reglas en igualdad de condiciones a los desarrollados. Su rol no está claro, no es un grupo homogéneo y más bien está atravesado por las (enormes) diferencias entre cada uno de ellos y cómo se insertan en el mundo. Si acaso pueda decirse algo sobre este colectivo de países en conjunto, es que parecen funcionar como disciplinadores de los países desarrollados más que

¹⁴² “Polo” usado como “grupo”, no en el sentido estricto del término en las relaciones internacionales como un actor individual que detenta poder.

¹⁴³ La calificación de negativa tiene sentido no solo por la fragilidad financiera que implica la entrada masiva de capitales sino también, desde la óptica de algunos emergentes, por la dificultad de mantener el modelo de crecimiento basado en exportaciones. Eso lleva la discusión a cuán deseable o cuán sostenible es esa convivencia entre países que pretenden un superávit en cuenta corriente elevado y persistente y el resto.

imponiendo ellos mismos reglas de juego o retaliando con acciones que perjudiquen a los países avanzados originantes de los efectos contagio¹⁴⁴. Tienen la relevancia política para lograr una función de reacción, pero no la relevancia monetaria/financiera, mucho menos la homogeneidad entre ellos, como para lograr una función de acción. En cualquier caso, una mayor proporción del valor agregado y del comercio del mundo ganó una relevancia suficiente como para poner estos problemas sobre la mesa, lo que bastó para que los contagios de la política monetaria sean quizás el problema sin solución más relevante de la post-crisis.

Por parte de la disposición a cooperar, u “oferta” de cooperación, lo que puede decirse específico de la post-crisis es que la vulnerabilidad de las economías más importantes del mundo en el sistema monetario internacional parece haber disminuido y, junto con ella, su predisposición a buscar soluciones coordinadas en el campo de la estabilidad monetaria. Esto es, entendiendo esa vulnerabilidad como dependencia del resto. No hay métricas infalibles que permitan comprobar este punto, pero sí hay indicios. Estados Unidos, Alemania y Japón (G3) ya eran el grupo más relevante durante post-BW, de modo que en cierto sentido puede decirse que el estado actual es una profundización de esa dinámica, en la que los grandes precisan cooperar entre ellos, pero no necesariamente cooperar con el resto. A grandes rasgos y simplificando, hasta principios de los ´90 precisaban cooperar entre ellos para estabilizar sus tipos de cambio; luego de la crisis, para proveerse liquidez mutuamente en moneda extranjera mediante swaps.

Resulta obvio que, en este grupo, Estados Unidos es el *primus inter pares*, dado el rol del dólar en el orden monetario internacional. Su fortaleza cuando azotó la crisis, en lugar de vulnerabilidad (que fue la del resto), expuso que en un sistema donde el dólar juega el rol preponderante, lo que se precisa cuando ese sistema se golpea es más predisposición de la FED a ofrecer dólares. Reemplazar al dólar por otra moneda (“cambiar las reglas del juego”) no es tarea de un día para el otro. En este sentido, Estados Unidos salió fortalecido en su posición en el sistema en la post-crisis. Lo mismo vale, a menor escala, con el BCE (el euro es el continuador del marco alemán) y el Bank of Japan. Lo mismo a menor escala aun con el Bank of England y el SNB (Suiza), en línea con el rol que cada una de estas monedas juega en el orden monetario internacional. Espacios o mecanismos cooperativos en órdenes monetarios previos ya no fueron necesarios: no retornó la

¹⁴⁴ La única excepción parcial a esto puede ser China. Es un debate si tiene la capacidad de infligir daño a Estados Unidos (por ejemplo, vendiendo masivamente *treasuries* que tiene como reservas) sin provocar daño propio a la vez (deprimiendo su precio). Lo que sí es claro es que los efectos contagio de segunda ronda hacia atrás (“spillbacks”) desde China hacia los países avanzados sí pueden ser relevantes. De hecho, ese es el canal por el cual, por ejemplo, la FED podría verse motivado a evitar adoptar una política monetaria que genere efectos contagio demasiado grande en otros países.

cooperación para intervenir conjuntamente en los mercados de cambios, algo que sí había sido necesario para Estados Unidos en post-BW tras un período inicial de “benign neglect”. Por parte de Europa, la necesidad de mantener bandas de flotación entre sus monedas también perdió sentido tras la creación del euro. En cambio, la cooperación pasó a ser mediante RFAs a los que debieron acudir países periféricos europeos y swaps que los países dominantes en el poder de decisión en el BCE (Alemania el más importante) decidieron extender –con fecha de vencimiento– a los no pertenecientes a la zona euro.

En definitiva, lo que todo esto implica es mayor asimetría en la post-crisis entre un (muy) pequeño grupo de países desarrollados y el resto a la hora de decidir cuán predispuesto está cada uno a cooperar. En otras palabras, parece haber crecido más la dependencia que los países no emisores de monedas internacionales tienen sobre los países que sí las emiten, que la dependencia en el sentido contrario. O, dicho de otro modo, la crisis evidenció que creció más la dependencia de algunos que la interdependencia del sistema. Nuevamente, no hay indicadores que inequívocamente muestren esto en el campo monetario, pero sí hay indicios que lo permiten inferir, a partir de observar la cooperación monetaria desplegada.

Este razonamiento incluye predisposición a cooperar para evitar contagios o desbalances que pongan en riesgo la estabilidad financiera –es decir, para evitar una crisis– como así también para diseñar mecanismos de liquidez de emergencia –es decir, para capear la crisis–. Siguiendo la misma línea comentada en el párrafo precedente, el ascenso de los emergentes aún no se tradujo en mayor o más intensa cooperación para la estabilidad monetaria. Más bien lo contrario, son los no emisores de las principales monedas del mundo los que dependen de los países que sí las emiten, tanto por sufrir los contagios de su política monetaria como por necesitar de su buena voluntad para contar con liquidez de emergencia si la crisis llega. Lo segundo mereció una respuesta cooperativa durante la crisis, pero selectiva y temporaria; lo primero no mereció respuesta cooperativa alguna en lo que va de la post-crisis. Los países dependientes, además, serán cada vez más dependientes en tanto y en cuanto el concierto de monedas internacionales sea el mismo y la integración/globalización financiera siga avanzando, dos factores que difícilmente cambien en el futuro cercano.

El tercer punto a realizar sobre la cooperación para la estabilidad monetaria de la post-crisis es sobre la necesidad de cooperar, o “demanda” de cooperación. Se podría empezar por el contrapunto con el párrafo precedente: los países fuera del centro del orden monetario internacional pretenden mayor intensidad de cooperación monetaria, dado que sufren los impactos negativos de manera más

severa¹⁴⁵. En el mismo sentido, mayores niveles de integración/globalización financiera incrementan la necesidad de cooperación ya en general, no solo desde los países emergentes, dado que (al menos en los papeles) tienden a incrementar la interdependencia. Pero esos no son los únicos motivos que hacen más necesaria la cooperación para la estabilidad monetaria en la post-crisis, ni tampoco son específicos de este periodo.

El elemento más novedoso es que los efectos contagio en la post-crisis tuvieron origen en políticas monetarias, mientras que, hasta la crisis, su estudio apuntaba mayormente a transmisión de shocks o de condiciones financieras (mayor o menor liquidez, quiebras, etc.). No implica que no hubiera habido durante post-BW contagios de la política monetaria, principalmente de la FED al resto, siendo un ejemplo los default latinoamericanos durante los '80 luego del ajuste de tasa de Volcker en 1981. Pero no eran el problema más recurrente ni el más relevante. Más bien al contrario, los episodios de inestabilidad financiera en emergentes durante los '90 se dieron tras salidas masivas de capitales privados en respuesta a una percepción de insostenibilidad de deuda soberana en esos países en desarrollo. El origen de aquellos shocks no fue la política monetaria de los países avanzados. Luego de la crisis de 2007-8, en cambio, la combinación de tasa de política monetaria baja o cero (en algunos países, negativa) y *quantitative easing* fue el originante más importante de los “sudden floods”. La idea en la post-crisis de que esta fuente de inestabilidad podría moderarse con cooperación monetaria está fundada en parte en esa circunstancia: “es mi par, otro banquero central, el originante de esta situación; por lo tanto, tengo la oportunidad y el derecho de plantear este tema en foros internacionales como el BIS y el G20”.

En resumen, la cooperación de la post-crisis dejó un saldo positivo y exitoso en el campo de la estabilidad financiera, con una expansión de algunas herramientas que ya se traían, como los estándares regulatorios, y la creación de otras, como los swaps. Hay matices: quedan agujeros aún en la agenda regulatoria y de supervisión, siendo la exposición al riesgo soberano y las medidas macroprudenciales los puntos abiertos más importantes, si bien no solo por falta de cooperación. A su vez, los swaps como recurso de liquidez de emergencia tienen oportunidades de mejora, en sí

¹⁴⁵ Parece haber una contradicción entre la proposición “los emergentes están más expuestos que los desarrollados a impactos negativos en las condiciones financieras globales” y la evidencia empírica que indica que el ciclo financiero global y los contagios (ver Anexo 4) son más relevantes para los desarrollados que para los emergentes, dado el tamaño de sus sistemas financieros y su integración. En verdad, no hay tal contradicción si se entiende a la *exposición* como la cuantificación de la relevancia que el ciclo financiero global tiene para cada grupo de economías y al *impacto* como la relevancia que un shock negativo tiene para la economía doméstica y la estabilidad financiera, dada la capacidad de absorción de esos shocks. “*We conjecture that understanding this requires a distinction between exposure and impact [énfasis de los autores]. That is, EMEs may be less exposed to the GFCy [ciclo financiero global], but its impact on domestic financial conditions may be larger.*” (Aldasoro, Avdjiev, Borio, & Disyatat, 2020, pág. 14).

mismos y como parte de la GFSN. En balance, la evaluación de la cooperación para la estabilidad financiera es de éxito relativo, pero éxito al fin. El escenario es casi opuesto para el campo de la estabilidad monetaria. Los problemas más importantes, los desbalances y su contagio entre países por vía de la política monetaria, no han recibido tratamiento alguno. Algunas diferencias de naturaleza obvias entre un tipo de cooperación y la otra explican esta circunstancia, como ser que la política macro tiene objetivos y contextos locales, mientras que la regulación y supervisión apuntan al mismo norte en todos los países. No por ello se hace menos importante moderar los efectos contagio de la política monetaria, máxime si afectan a países cada vez más importantes en el mundo (emergentes) y más integrados o globalizados financieramente.

Recapitulando, para caracterizar a la cooperación monetaria post-crisis en el BIS se puede acudir a la imagen ofrecida por Toniolo (2005), según el cual hasta el fin de Bretton Woods la cooperación en el seno de esta institución tuvo la forma de una “U”. La fundación del BIS en 1930 fue un acto cooperativo destacable en sí, más si se considera el contexto adverso. Al acercarse la Segunda Guerra se minimizó el rol del BIS, para luego retomarlo en la posguerra con una variedad de tareas, hasta concluir el orden de Bretton Woods; de ahí la imagen de “U”. Lo que trajo el orden de post-BW fue una escisión. La cooperación para la estabilidad monetaria o bien se congeló o bien migró a otras instituciones (primero G3, luego G20, FSF y RFAs) con una lógica más “low-key”, en parte evitando la acción conjunta e implementando canales laxos de cooperación. En cambio, la cooperación para la estabilidad financiera se aceleró, con estándares de regulación y supervisión y una mayor estructura de *expertise* técnico del BIS para soportar esas tareas. En retrospectiva, la cooperación durante y post-crisis entre 2007 y 2017, período de estudio del presente trabajo, es una continuación de esa escisión, en la que las problemáticas de estabilidad financiera recibieron tratamiento y un despliegue de nuevas y mejores herramientas, mientras que las problemáticas de estabilidad monetaria se profundizaron y no recibieron un tratamiento cooperativo acorde.

8. Conclusiones

Este trabajo intentó caracterizar los principales problemas del orden monetario internacional de la post-crisis y las respuestas cooperativas a esos problemas desde una comparación histórica con los anteriores órdenes monetarios. El foco en el período 2007-2017 y particularmente en el seno del BIS responde a un intento por complementar el estudio de Borio y Toniolo (2006), que llega hasta antes de la crisis de 2007-8.

Se partió de una descripción de los órdenes monetarios del patrón oro, período entre-guerras, Bretton Woods y post-Bretton Woods, tanto en términos de sus problemas como en términos de la cooperación monetaria observada. El estudio sobre la cooperación monetaria en cada período se detalló para los procesos y las herramientas vinculadas con el BIS e incluyó también un breve repaso para los procesos comandados por otras instituciones y actores cuando estos procesos han sido centrales. Ello, con el objeto de no perder de vista la dinámica de la cooperación monetaria en general y poder enmarcar en ella las actividades y el rol del BIS. Luego se hizo lo propio para el período durante- y post-crisis (2007-2017), en este caso estructurando el análisis a partir de los discursos de los gerentes generales del BIS para 2005-2017. Se complementó este análisis con un set de entrevistas a 4 altos directivos del BIS y el FSB aún en funciones al momento de realizar esta investigación.

Las conclusiones sobre la cooperación monetaria durante el periodo 2007-2017 son:

- ¿Cuáles han sido los problemas más relevantes? El primer grupo de problemas más relevantes han sido los problemas conjuntos de estabilidad monetaria y financiera: la política monetaria en la post-crisis se ha normalizado lento y poco. Por lo tanto, al ser demasiado laxa, ha generado posiciones de deuda demasiado grandes e interconectadas entre agentes (desbalances), en particular no solo en las economías domésticas desarrolladas sino también en el resto del mundo (contagios). De allí surge la necesidad de incorporar a las políticas macroprudenciales como una segunda línea de defensa en el marco integral para lograr la estabilidad financiera, del cual la política macro es la primera línea, incluyendo la política monetaria (tanto fijación de tasa de interés como las llamadas “balance sheet policies”). El segundo grupo de problemas más relevantes han sido los específicos de estabilidad financiera: mejorar el enfoque supervisor y la implementación de los estándares regulatorios, incorporar en el monitoreo el riesgo que implica el tamaño de los mercados de capitales y su conexión con los bancos, diseñar reglas para evitar el “too-

big-to-fail” y el tratamiento regulatorio para ciertas exposiciones de los bancos, siendo la más problemática la exposición al riesgo soberano. El tercer grupo relevante han sido problemas institucionales derivados del rediseño del marco integral para lograr la estabilidad financiera: la gobernanza y la calibración de las políticas macroprudenciales, la inclusión del mandato de estabilidad financiera en los bancos centrales y la naturaleza doméstica de estos mandatos en un contexto de problemas globales. El cuarto grupo de problemas relevantes han sido los de estabilidad monetaria que no son conjuntos con estabilidad financiera, principalmente el déficit fiscal y por lo tanto el escaso espacio/margen fiscal.

- ¿Cómo se comparan estos problemas con los de órdenes monetarios previos? Comenzando por lo más cercano a la crisis, en los años inmediatos anteriores a ella se veían riesgos de desbalances financieros, si bien solo en las economías domésticas y solo como un contagio del sector financiero al real, sin divisar problemas de solvencia en el sector financiero en sí. También se marcaba como riesgoso el creciente tamaño de jugadores del mercado de capitales y del “shadow banking”. Estos problemas tienen una cierta continuidad –una vigencia– pre- y post-crisis. Sin embargo, en el campo de problemas de estabilidad monetaria no hubo tal continuidad. En la pre-crisis se consideraba a los desbalances globales en cuenta corriente y a los disímiles regímenes de tipo de cambio como las amenazas a la estabilidad financiera más relevantes. En el caso de ciertos países desarrollados este escenario estaba agravado por el déficit fiscal, pero no como escaso margen fiscal sino desde un punto de vista del ahorro doméstico vs externo; nuevamente, como parte del problema de los desbalances. Más hacia atrás en el tiempo, es difícil observar similitudes con problemas de otros órdenes monetarios. Ciertamente es complejo encontrar similitudes con los órdenes de Bretton Woods y del patrón oro, dados los compromisos de tipo de cambio fijo. Sí es posible hacerlo con los inicios del orden de post-BW, cuando el desafío era preservar la estabilidad financiera ante la creciente movilidad de capitales, un elemento también presente en el orden de entre-guerras. Sin embargo, varios elementos le dan un carácter particular, si no único, a los problemas de la post-crisis: la magnitud de los flujos de capitales, el hecho de que la política monetaria de otros bancos centrales sea parte de la amenaza a la estabilidad financiera y el entendimiento de los problemas ya no como de estabilidad monetaria o financiera sino conjunta, con sus consecuencias en términos de replantearse el cómo hacer política monetaria.

- ¿Cómo ha sido la cooperación monetaria en la post-crisis? Se ha concentrado en soluciones coordinadas para los problemas de estabilidad financiera, principalmente para la regulación y supervisión y para la liquidez de emergencia ante crisis, la llamada “Global Financial Safety Net”. En el primer caso el éxito cooperativo, en el sentido de atacar el problema planteado, puede resumirse en el proceso de “Basilea III”, desde el impulso político para la reforma financiera (G20) hasta el trabajo técnico en foros globales para llevarla a cabo (FSB, BIS, BCBS y otros como IOSCO, IAIS, IADI). En el segundo caso, el éxito cooperativo quedó reflejado en el rápido despliegue de swaps entre bancos centrales durante la crisis y luego en la reforma del FMI y la expansión de los RFAs en la post-crisis. Ambos éxitos cooperativos han tenido matices. Los de la reforma financiera se vinculan con aspectos regulatorios sin consenso necesario como para acordar un tratamiento común, principalmente la exposición al riesgo soberano y los marcos de resolución/quiebra. También puede sumarse en este aspecto la cooperación aún necesaria para aplicar políticas macroprudenciales de un modo consistente entre países. Respecto de la GFSN, los matices vienen dados por una cobertura heterogénea entre países y por potenciales incompatibilidades entre sus recursos, principalmente entre el FMI y los RFAs. Fuera del campo de estabilidad financiera, la cooperación monetaria ha sido prácticamente nula, entendida como atacar directamente los problemas planteados: desbalances financieros y contagios de la política monetaria. Sí ha habido profundización de cooperación monetaria en aspectos técnicos como producción e intercambio de información y una mayor relevancia de foros globales de discusión; es decir, aspectos “low-key” de la cooperación.
- ¿Cómo se compara la cooperación monetaria de la post-crisis con la de órdenes monetarios previos? El foco en la cooperación para la estabilidad financiera es un rasgo que se traía ya del orden de post-BW, profundizado en su última década pre-crisis. En la post-crisis se intensificó el uso de herramientas cooperativas preexistentes, como los estándares regulatorios homogéneos: ya existían “Basilea I” y “Basilea II” y se implementó “Basilea III”. También se revivieron los swaps, existentes desde Bretton Woods, si bien ahora con un rol más relevante y una mayor institucionalización en el caso de países desarrollados. Más en general, en la post-crisis la cooperación “low-key” y la cooperación para la estabilidad financiera pasó a involucrar más temas, más instituciones multilaterales y más países que antes, producto del impulso cooperativo que se originó en la crisis. En el campo de la estabilidad monetaria, la ausencia de herramientas cooperativas también fue un rasgo que se traía de los años tardíos de post-BW, durante el cual la intervención cambiaria

conjunta se había erigido y luego discontinuado hacia inicios de los ´90. El contraste de la cooperación monetaria en la post-crisis con la de órdenes monetarios anteriores es aún mayor, siendo que Bretton Woods había visto crecer herramientas variadas en su diseño y en su grado de institucionalidad para sostener el orden a flote, a la vez que durante el patrón oro (clásico) la cooperación también era común, con préstamos entre bancos centrales y un apego a las reglas del sistema.

- ¿Qué rol ha desempeñado el BIS en la cooperación monetaria de la post-crisis y cómo se compara con órdenes monetarios previos? Las funciones del BIS en los distintos órdenes monetarios se han ajustado a los problemas de cada período y la predisposición de los miembros a utilizarlo. Ciertas funciones han sido un denominador común en todas las épocas, aquellas que sitúan al BIS como una “plataforma”, de las cuales la más importante en sus orígenes y también en la actualidad es la de hospedar las reuniones periódicas de discusión entre banqueros centrales en Basilea. Otras funciones han variado con los problemas de cada orden monetario y con el rol de los banqueros centrales en el “concierto” de cooperación monetaria. En este sentido, ciertas características del rol del BIS en la post-crisis son continuidades del orden de post-BW: su foco en los estándares regulatorios y los principios de supervisión y su corrimiento de temas como el manejo de las paridades cambiarias, a medida que creció el rol de los ministros de finanzas y políticos en esos asuntos. También se había abandonado en los años anteriores a la crisis la función de prestamista del BIS, que hasta entonces era un complemento del FMI. En términos de los principales procesos cooperativos de la post-crisis, el BIS fue protagonista en la reforma financiera (en rigor, el BCBS lo fue) y fue parte importante en la expansión de foros internacionales (los otros más importantes fueron G20 y FSB). En cambio, no jugó un rol material en la reforma de la GFSN; esto es, la implementación de swaps entre bancos centrales y la expansión de los RFAs.

A futuro, este estudio debería servir para identificar a los problemas del orden monetario internacional que aún son temas pendientes o debates abiertos y en los cuales la cooperación monetaria podría jugar un rol. En particular, es un debate abierto en la actualidad el rediseño de la política monetaria desde un punto de vista de lograr la estabilidad financiera como bien público global. Esa discusión puede beneficiarse de este trabajo si se pretende contestar qué rol puede jugar la cooperación monetaria en ese proceso y qué herramientas utilizar, incluyendo la participación del BIS. Por último, desde un punto de vista de las relaciones internacionales, el presente trabajo le da

forma a las necesidades de cooperación (“demanda” de cooperación) en el campo monetario, que otras investigaciones podrían complementar profundizando sobre los determinantes de la predisposición a cooperar (“oferta” de cooperación) de los países, que aquí solo se comentaron muy brevemente.

Bibliografía

- Agénor, P. R., & Pereira da Silva, L. A. (2018). *Financial spillovers, spillbacks, and the scope for international macroprudential policy coordination*. Basel: BIS Papers.
- Agénor, P. R., & Pereira da Silva, L. A. (2019). *Integrated inflation targeting*. Basel: BIS-CEMLA.
- Aizenman, J., & Pasricha, G. K. (2009). *Selective swap arrangements and the global financial crisis: analysis and interpretation*. Cambridge: NBER.
- Aizenman, J., Binici, M., & Hutchison, M. M. (2014). *The transmission of Federal Reserve tapering news to emerging financial markets*. Cambridge: NBER.
- Albagli, E., Ceballos, L., Claro, S., & Romero, D. (2018). *Channels of US monetary policy spillovers to international bond markets*. Basel: BIS Working Papers.
- Aldasoro, I., Avdjiev, S., Borio, C., & Disyatat, P. (2020). *Global and domestic financial cycles: variations on a theme*. Basel: BIS Working Papers.
- Allen, W. A., & Moessner, R. (2010). *Central bank co-operation and international liquidity in the financial crisis of 2008-9*. BIS.
- Bagehot, W. (1873). *Lombard Street: a description of the money market*. Londres: Henry S. King & Co.
- Bagliano, F. C., & Morana, C. (2012). The Great Recession: US dynamics and spillovers to the world economy. *Journal of Banking & Finance* 36, 1-13.
- Bahaj, S., & Reis, R. (2018). *Central bank swap lines*. London: Staff Working Paper No. 741.
- Banerjee, R., & Hofmann, B. (2018). *The rise of zombie firms: causes and consequences*. Basel: BIS Quarterly Review.
- Bauer, M. D., & Neely, C. J. (2013). *International Channels of the Fed's Unconventional Monetary Policy*. Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper Series.
- BCBS. (1975). *Basel Concordat*. Recuperado el Noviembre de 2019, de <https://www.bis.org/publ/bcbs00a.pdf>
- BCBS. (1983). *Principles for the supervision of banks' foreign establishments*. Recuperado el Noviembre de 2019, de <https://www.bis.org/publ/bcbsc312.pdf>
- BCBS. (1988). *International convergence of capital measurement and capital standards*. Recuperado el Noviembre de 2019, de <https://www.bis.org/publ/bcbs04a.pdf>

- BCBS. (1992). *Minimum standards for the supervision of international banking groups and their cross-border establishments*. Recuperado el Noviembre de 2019, de <https://www.bis.org/publ/bcbssc314.pdf>
- BCBS. (1996). *Amendment to the capital accord to incorporate market risks*. Recuperado el Noviembre de 2019, de <https://www.bis.org/publ/bcbs24.pdf>
- BCBS. (1997). *Core principles for effective banking supervision*. Recuperado el Noviembre de 2019, de <https://www.bis.org/publ/bcbs30a.pdf>
- BCBS. (2006). *Basel II: International convergence of capital measurement and capital standards*. Recuperado el Noviembre de 2019, de <https://www.bis.org/publ/bcbs128.pdf>
- BCBS. (Septiembre de 2008). *Principles for Sound Liquidity Risk Management and Supervision*. Obtenido de BCBS: <https://www.bis.org/publ/bcbs144.pdf>
- BCBS. (Julio de 2009). *Revisions to the Basel II market risk framework*. Obtenido de BCBS: <https://www.bis.org/publ/bcbs158.pdf>
- BCBS. (1 de Diciembre de 2010). *Results of the December 2010 meeting of the Basel Committee on Banking Supervision*. Obtenido de BCBS: <https://www.bis.org/press/p101201a.htm>
- BCBS. (Septiembre de 2012). *Core Principles for Effective Banking Supervision*. Obtenido de BCBS: <https://www.bis.org/publ/bcbs230.pdf>
- BCBS. (Julio de 2013). *Global systemically important banks: updated assessment methodology and the higher loss absorbency requirement*. Obtenido de BIS: <https://www.bis.org/publ/bcbs255.pdf>
- BCBS. (Diciembre de 2017a). *Basel III: Finalising post-crisis reforms*. Obtenido de BCBS: <https://www.bis.org/bcbs/publ/d424.pdf>
- BCBS. (2017b). *The regulatory treatment of sovereign exposures (discussion paper)*. Basel.
- BCBS. (Octubre de 2017c). *Thirteenth progress report on adoption of the Basel regulatory framework*. Obtenido de BCBS: <https://www.bis.org/bcbs/publ/d418.pdf>
- BCBS. (Julio de 2018). *Global systemically important banks: revised assessment methodology and the higher loss absorbency requirement*. Obtenido de BCBS: <https://www.bis.org/bcbs/publ/d445.pdf>
- BCBS. (1 de Marzo de 2020a). *Basel Committee on Banking Supervision reforms – Basel III*. Recuperado el 1 de Marzo de 2020, de BCBS: https://www.bis.org/bcbs/basel3/b3_bank_sup_reforms.pdf
- BCBS. (1 de Marzo de 2020b). *Basel Consolidated Framework*. Recuperado el 1 de Marzo de 2020, de BCBS: https://www.bis.org/basel_framework/index.htm

- BCE. (2011). The financial crisis and the strengthening of global policy cooperation. *Monthly Bulletin*, 87-97.
- BCE. (2014). Experience with foreign currency liquidity-providing central bank swaps. *ECB Monthly Bulletin*, 65-82.
- BCE. (2016). The layers of the global financial safety net: taking stock. *ECB Economic Bulletin*, 36-52.
- BCE. (2018). Strengthening the Global Financial Safety Net. *Occasional Paper Series, European Central Bank*, 1-54.
- Bernanke, B. S. (10 de Marzo de 2005). *The global saving glut and the US current account deficit*. Recuperado el 1 de Mayo de 2020, de BIS: <https://www.bis.org/review/r050318d.pdf>
- Bernanke, B. S. (14 de Noviembre de 2008). *Policy Coordination Among Central Banks*. Obtenido de FED: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20081214a.htm>
- Bernanke, B. S. (5-6 de Noviembre de 2015). *Federal Reserve Policy in an International Context*. Obtenido de IMF: <https://www.imf.org/external/np/res/seminars/2015/arc/pdf/Bernanke.pdf>
- Bernanke, B. S. (1 de Abril de 2015). *Why are interest rates so low, part 3: The Global Savings Glut*. Recuperado el 1 de Mayo de 2020, de Brookings Blog: <https://www.brookings.edu/blog/ben-bernanke/2015/04/01/why-are-interest-rates-so-low-part-3-the-global-savings-glut/>
- Bhattarai, S., Chatterjee, A., & Park, W. Y. (2017). *US monetary policy spillovers*. HKIMR Working Paper.
- BIS. (1961). *Annual Report 1960/61*. Basel.
- BIS. (1971). *Annual Report 1970/71*. Basel.
- BIS. (1973). *Annual Report 1972/73*. Basel.
- BIS. (1977). *Annual Report 1976/77*. Basel.
- BIS. (1986). *Annual Report 1985/86*. Basel.
- BIS. (1991). *Annual Report 1990/91*. Basel.
- BIS. (1996). *Annual Report 1995/96*. Basel.
- BIS. (1997). *Note on gold operations involving the BIS and the German Reichsbank, 1st September 1939 - 8th May 1945*. Basel.
- BIS. (2000). *Annual Report 1999/00*. Basel.
- BIS. (2016a). *Basic Texts*. Basel.

- BIS. (2016b). Towards a “new normal” in financial markets? *14th BIS Annual Conference*, (págs. 1-26). Lucerne.
- BIS. (25 de Junio de 2017a). *Changes to BIS Statutes regarding Board composition*. Recuperado el Septiembre de 2018, de Press release: <https://www.bis.org/press/p170625a.htm>
- BIS. (2017b). *Guide to the BIS Archives*. Basel.
- BIS. (1 de Septiembre de 2018a). *About committees and associations*. Recuperado el 1 de Septiembre de 2018, de BIS: <https://www.bis.org/stability.htm>
- BIS. (2018b). *Annual Report 2017/18*. Basel.
- BIS. (1 de Septiembre de 2018c). *BIS Chronology*. Recuperado el 1 de Septiembre de 2018, de BIS: <https://www.bis.org/about/chronology.htm>
- BIS. (Septiembre de 2018d). *Former functionaries of the BIS Board of Directors*. Recuperado el Septiembre de 2018, de <https://www.bis.org/about/formerboard.htm>
- BIS. (Noviembre de 2019). *BIS Consolidated banking statistics*. Recuperado el Noviembre de 2019, de <https://stats.bis.org/statx/toc/CBS.html>
- BIS. (1 de Septiembre de 2020). *The Basel Process - meetings*. Recuperado el 1 de Septiembre de 2018, de BIS: <https://www.bis.org/about/meetings.htm>
- Blanchard, O., & Milesi-Ferretti, G. M. (2011). *(Why) Should Current Account Balances Be Reduced?* Washington DC: IMF Staff Discussion Note.
- Bloomfield, A. I. (1959). *Monetary policy under the international gold standard: 1880-1914*. New York: Federal Reserve Bank of New York.
- Bordo, M. D. (1993). *The gold standard, Bretton Woods and other monetary regimes: an historical appraisal*. Cambridge: NBER.
- Bordo, M. D. (2017). *The operation and demise of the Bretton Woods system; 1958 to 1971*. Cambridge: NBER.
- Bordo, M. D. (Enero de 2019). *EconLib*. Recuperado el Enero de 2019, de <https://www.econlib.org/library/Enc/GoldStandard.html>
- Bordo, M. D., & Kydland, F. E. (1990). *The gold standard as a rule*. Cambridge: NBER.
- Bordo, M. D., & McCauley, R. N. (2017). *Triffin: dilemma or myth?* Basel: BIS Working Papers.
- Bordo, M. D., & Redish, A. (2013). *Putting the ‘system’ in the international monetary system*. Cambridge: NBER.
- Bordo, M. D., Monnet, E., & Naef, A. (2017). *The gold pool (1961-1968) and the fall of the Bretton Woods system*. Cambridge: NBER.

- Borio, C. (2011). *Central banking post-crisis: What compass for uncharted waters?* Basel: BIS Working Papers.
- Borio, C. (9 de Noviembre de 2012). *On time, stocks and flows, Understanding the global macroeconomic challenges*. Obtenido de <https://www.bis.org/speeches/sp121109a.pdf>
- Borio, C. (2014a). *Monetary policy and financial stability: what role in prevention and recovery?* Basel: BIS Working Papers.
- Borio, C. (2014b). *The international monetary and financial system: its Achilles heel and what to do about it*. Basel: BIS Working Papers.
- Borio, C. (2016). On the centrality of the current account in international economics. *Journal of International Money and Finance*, 266-274.
- Borio, C. (2019a). *Central banking in challenging times*. Basel: BIS Working Papers.
- Borio, C. (Mayo de 2019b). (M. Piccolo, Entrevistador)
- Borio, C. (30 de Junio de 2019c). *Monetary policy frameworks in EMEs: practice ahead of theory*. Obtenido de BIS: <https://www.bis.org/speeches/sp190630a.pdf>
- Borio, C., & Disyatat, P. (2011). *Global imbalances and the financial crisis: Link or no link?* Basel: BIS Working Papers.
- Borio, C., & Disyatat, P. (2015). *Capital flows and the current account: Taking financing (more) seriously*. Basel: BIS Working Papers.
- Borio, C., & Drehmann, M. (20 de Septiembre de 2009). *Financial instability and macroeconomics: bridging the gulf*. Obtenido de DNB: https://www.dnb.nl/en/binaries/Finacial%20instability%20and%20macroeconomics%20bridging%20the_tcm47-224190.pdf
- Borio, C., & Toniolo, G. (Febrero de 2006). *BIS Working Papers*. Obtenido de Bank for International Settlements: <http://www.bis.org/publ/work197.pdf>
- Borio, C., & Zhu, H. (2008). *Capital regulation, risk-taking and monetary policy: a missing link in the transmission mechanism?* Basel: BIS Working Papers.
- Borio, C., Disyatat, P., & Rungcharoenkitkul, P. (2019). *What anchors for the natural rate of interest?* Basel: BIS Working Papers.
- Borio, C., Disyatat, P., Juselius, M., & Rungcharoenkitkul, P. (2017). *Why so low for so long? A long-term view of real interest rates*. Basel: BIS Working Papers.
- Brookings Institution. (2011). *Rethinking central banking*. Committee on International Economic and Policy Reform.

- Brunnermeier, M. K., & Sannikov, Y. (2012). *A Macroeconomic Model with a Financial Sector*. Brussels: National Bank of Belgium.
- Ca' Zorzi, M., Dedola, L., Georgiadis, G., Jarociński, M., Stracca, L., & Strasser, G. (2020). *Monetary policy and its transmission in a globalised world*. ECB Working Paper Series.
- Caballero, R. J., Farhi, E., & Gourinchas, P.-O. (2017). The Safe Assets Shortage Conundrum. *Journal of Economic Perspectives, Volume 31, Number 3*, 29-46.
- Carney, M. (22 de Agosto de 2009). *Some considerations on using monetary policy to stabilize economic activity*. Obtenido de BIS: <https://www.bis.org/review/r090826a.pdf>
- Carstens, A. (1 de Julio de 2019). Agustín Carstens on fixing the global monetary system. (D. Hinge, Entrevistador)
- Caruana, J. (29 de Junio de 2009a). *The narrow path ahead*. Obtenido de BIS: <https://www.bis.org/speeches/sp090629a.pdf>
- Caruana, J. (21 de Agosto de 2009b). *The international policy response to financial crises: making the macroprudential approach operational*. Obtenido de BIS: <https://www.bis.org/speeches/sp090911.pdf>
- Caruana, J. (22 de Octubre de 2009c). *Financial reforms: what are the common lessons for prudential supervisors?* Obtenido de BIS: <https://www.bis.org/speeches/sp091029.htm>
- Caruana, J. (18 de Noviembre de 2009d). *Unconventional monetary policies in time of crisis*. Obtenido de BIS: <https://www.bis.org/speeches/sp091118.htm>
- Caruana, J. (9 de Febrero de 2010a). *Financial stability: 10 questions and about seven answers*. Obtenido de BIS: <https://www.bis.org/speeches/sp100209.htm>
- Caruana, J. (12 de Abril de 2010b). *Backstopping global banking*. Obtenido de BIS: <https://www.bis.org/speeches/sp100415.htm>
- Caruana, J. (23 de Abril de 2010c). *Macroprudential policy: working towards a new consensus*. Obtenido de BIS: <https://www.bis.org/speeches/sp100426.htm>
- Caruana, J. (20 de Mayo de 2010d). *The great financial crisis: lessons for the design of central banks*. Obtenido de BIS: <https://www.bis.org/speeches/sp100521.pdf>
- Caruana, J. (28 de Junio de 2010e). *Three policy challenges for the world economy*. Obtenido de BIS: <https://www.bis.org/speeches/sp100628a.htm>
- Caruana, J. (17 de Junio de 2010f). *Macroprudential policy: what we have learned and where we are going*. Obtenido de BIS: <https://www.bis.org/speeches/sp100618a.pdf>
- Caruana, J. (15 de Septiembre de 2010g). *Basel III: towards a safer financial system*. Obtenido de BIS: <https://www.bis.org/speeches/sp100921.pdf>

Caruana, J. (24 de Septiembre de 2010h). *The challenge of taking macroprudential decisions: who will press which button(s)?* Obtenido de BIS: <https://www.bis.org/speeches/sp100928.pdf>

Caruana, J. (18 de Octubre de 2010i). *Macroprudential policy: could it have been different this time?* Obtenido de BIS: <https://www.bis.org/speeches/sp101019.pdf>

Caruana, J. (3 de Noviembre de 2010j). *Fifth Biennial Conference on Risk Management and Supervision* . Obtenido de BIS: <https://www.bis.org/speeches/sp101109.pdf>

Caruana, J. (28 de Enero de 2011a). *The role of central banks after the crisis*. Obtenido de BIS: <https://www.bis.org/speeches/sp110128.htm>

Caruana, J. (24 de Febrero de 2011b). *Capital flows to the emerging market economies: a perspective on policy challenges*. Obtenido de BIS: <https://www.bis.org/speeches/sp110307.htm>

Caruana, J. (26 de Mayo de 2011c). *Global liquidity: a view from Basel*. Obtenido de BIS: <https://www.bis.org/speeches/sp110526.pdf>

Caruana, J. (26 de Junio de 2011d). *Building a lasting foundation for sustainable growth*. Obtenido de BIS: <https://www.bis.org/speeches/sp110626a.htm>

Caruana, J. (11 de Junio de 2011e). *Monetary policy in a world with macroprudential policy*. Obtenido de BIS: <https://www.bis.org/speeches/sp110610.htm>

Caruana, J. (7 de Julio de 2011f). *Central banking between past and future: which way forward after the crisis?* Obtenido de BIS: <https://www.bis.org/speeches/sp110707.htm>

Caruana, J. (7 de Julio de 2011g). *Regulatory reform: remaining challenges*. Obtenido de BIS: <https://www.bis.org/speeches/sp110711.htm>

Caruana, J. (14 de Octubre de 2011h). *Basel III: New strains and old debates – challenges for supervisors, risk managers and auditors*. Obtenido de BIS: <https://www.bis.org/speeches/sp111014.pdf>

Caruana, J. (15 de Noviembre de 2011i). *Financial and real sector interactions: enter the sovereign ex machina*. Obtenido de BIS: <https://www.bis.org/speeches/sp111118.pdf>

Caruana, J. (9 de Diciembre de 2011j). *Financial stability and risk disclosure* . Obtenido de BIS: <https://www.bis.org/speeches/sp111222.pdf>

Caruana, J. (24 de Enero de 2012a). *The need for effective international collaboration in times of financial stress*. Obtenido de BIS: <https://www.bis.org/speeches/sp120124.htm>

Caruana, J. (7 de Febrero de 2012b). *Building a resilient financial system*. Obtenido de BIS: <https://www.bis.org/speeches/sp120208.pdf>

Caruana, J. (23 de Marzo de 2012c). *Central banking in a balance sheet recession* . Obtenido de BIS: <https://www.bis.org/speeches/sp120321.pdf>

- Caruana, J. (24 de Junio de 2012d). *It's time to address the root causes*. Obtenido de BIS: <https://www.bis.org/speeches/sp120624a.pdf>
- Caruana, J. (6 de Junio de 2012e). *Progress and challenges in financial reform*. Obtenido de BIS: <https://www.bis.org/speeches/sp120612.pdf>
- Caruana, J. (24 de Julio de 2012f). *Central bank cooperation: reflections on the experience of the last eight decades*. Obtenido de BIS: <https://www.bis.org/speeches/sp120724.htm>
- Caruana, J. (31 de Agosto de 2012g). *Policymaking in an interconnected world*. Obtenido de BIS: <https://www.bis.org/speeches/sp120903.pdf>
- Caruana, J. (27 de Septiembre de 2012h). *Dealing with financial systemic risk: the contribution of macroprudential policies*. Obtenido de BIS: <https://www.bis.org/speeches/sp121002.pdf>
- Caruana, J. (16 de Noviembre de 2012i). *International monetary policy interactions: challenges and prospects*. Obtenido de BIS: <https://www.bis.org/speeches/sp121116.pdf>
- Caruana, J. (22 de Noviembre de 2012j). *Assessing global liquidity from a financial stability perspective*. Obtenido de BIS: <https://www.bis.org/speeches/sp121122.pdf>
- Caruana, J. (16 de Mayo de 2013a). *Hitting the limits of "outside the box" thinking?* Obtenido de BIS: <https://www.bis.org/speeches/sp130516.pdf>
- Caruana, J. (23 de Junio de 2013b). *Making the most of borrowed time*. Obtenido de BIS: <https://www.bis.org/speeches/sp130623.pdf>
- Caruana, J. (3 de Junio de 2013c). *Consistent regulatory implementation to keep markets integrated*. Obtenido de BIS: <https://www.bis.org/speeches/sp130606.pdf>
- Caruana, J. (8 de Julio de 2013d). *Debt, global liquidity and the challenges of exit*. Obtenido de BIS: <https://www.bis.org/speeches/sp130708.pdf>
- Caruana, J. (14 de Octubre de 2013e). *The changing nature of central bank independence*. Obtenido de BIS: <https://www.bis.org/speeches/sp131017.pdf>
- Caruana, J. (21 de Noviembre de 2013f). *Addressing risks to financial stability*. Obtenido de BIS: <https://www.bis.org/speeches/sp131126.pdf>
- Caruana, J. (5 de Marzo de 2014a). *Global liquidity: where it stands, and why it matters*. Obtenido de BIS: <https://www.bis.org/speeches/sp140305.pdf>
- Caruana, J. (9 de Abril de 2014b). *Global economic and financial challenges: a tale of two views*. Obtenido de BIS: <https://www.bis.org/speeches/sp140409.pdf>
- Caruana, J. (29 de Junio de 2014c). *Stepping out of the shadow of the crisis: three transitions for the world economy*. Obtenido de BIS: <https://www.bis.org/speeches/sp140629.pdf>

- Caruana, J. (6 de Junio de 2014d). *Redesigning the central bank for financial stability responsibilities*. Obtenido de BIS: <https://www.bis.org/speeches/sp140606.pdf>
- Caruana, J. (1 de Noviembre de 2014e). *Debt trouble comes in threes*. Obtenido de BIS: <https://www.bis.org/speeches/sp141114.pdf>
- Caruana, J. (9 de Diciembre de 2014f). *Macprudential policy: opportunities and challenges*. Obtenido de BIS: <https://www.bis.org/speeches/sp141219.pdf>
- Caruana, J. (25 de Febrero de 2015a). *Financial reform and the role of regulators: Evolving markets, evolving risks, evolving regulation*. Obtenido de BIS: <https://www.bis.org/speeches/sp150225.htm>
- Caruana, J. (16 de Abril de 2015b). *The international monetary and financial system: eliminating the blind spot*. Obtenido de BIS: <https://www.bis.org/speeches/sp150430.pdf>
- Caruana, J. (28 de Junio de 2015c). *Taking a longer-term perspective*. Obtenido de BIS: <https://www.bis.org/speeches/sp150628.pdf>
- Caruana, J. (28 de Octubre de 2015d). *Regulatory stability and the role of supervision and governance*. Obtenido de BIS: <https://www.bis.org/speeches/sp151103.pdf>
- Caruana, J. (6 de Octubre de 2015e). *Beyond zero rates and unconventional monetary policy*. Obtenido de BIS: <https://www.bis.org/speeches/sp151028.pdf>
- Caruana, J. (10 de Octubre de 2015f). *Revisiting monetary policy frameworks in the light of macroprudential policy*. Obtenido de BIS: <https://www.bis.org/speeches/sp151130.pdf>
- Caruana, J. (12 de Enero de 2016a). *Persistent ultra-low interest rates: the challenges ahead*. Obtenido de BIS: <https://www.bis.org/speeches/sp160114.pdf>
- Caruana, J. (5 de Febrero de 2016b). *Credit, commodities and currencies*. Obtenido de BIS: <https://www.bis.org/speeches/sp160205.pdf>
- Caruana, J. (10 de Mayo de 2016c). *Financial regulation: cementing the gains of post-crisis reforms*. Obtenido de BIS: <https://www.bis.org/speeches/sp160517.pdf>
- Caruana, J. (26 de Junio de 2016d). *Global realignment and policy rebalancing*. Obtenido de BIS: <https://www.bis.org/speeches/sp160626.pdf>
- Caruana, J. (26 de Noviembre de 2016e). *Monetary policy for financial stability*. Obtenido de BIS: <https://www.bis.org/speeches/sp161130a.pdf>
- Caruana, J. (14 de Noviembre de 2016f). *Low global bond yields: low growth, monetary policy, market dynamics*. Obtenido de BIS: <https://www.bis.org/speeches/sp161114.pdf>
- Caruana, J. (30 de Noviembre de 2016g). *The slippery fiscal space*. Obtenido de BIS: <https://www.bis.org/speeches/sp161216.pdf>

- Caruana, J. (6 de Diciembre de 2016h). *Post-crisis financial safety net framework: lessons, responses and remaining challenges*. Obtenido de BIS: <https://www.bis.org/speeches/sp170105.pdf>
- Caruana, J. (6 de Febrero de 2017a). *International financial crises: new understandings, new data*. Obtenido de BIS: <https://www.bis.org/speeches/sp170206.pdf>
- Caruana, J. (25 de Junio de 2017b). *Looking beyond the here and now*. Obtenido de BIS: <https://www.bis.org/speeches/sp170625.pdf>
- Caruana, J. (14 de Septiembre de 2017c). *International arrangements for a resilient global economy*. Obtenido de BIS: <https://www.bis.org/speeches/sp170915.pdf>
- Caruana, J. (18 de Septiembre de 2017d). *Challenges for regulators and supervisors after the post-crisis reforms*. Obtenido de BIS: <https://www.bis.org/speeches/sp170918.pdf>
- Cascione, S., & Duarte, P. (10 de Octubre de 2013). Brazil's Mantega urges Fed to communicate tapering 'clearly'. *Reuters*, pág. 1.
- Catte, P., Galli, G., & Rebecchini, S. (1992). Exchange rates can be managed! *International Economic Insights*, 17-21.
- Cecchetti, S. (27 de Septiembre de 2011). *Global imbalances, current accounts and financial flows*. Obtenido de BIS: <https://www.bis.org/speeches/sp110928.pdf>
- CGFS. (2010). *Macroprudential instruments and frameworks: a stocktaking of issues and experiences*. Basel: CGFS Papers.
- CGFS. (2018). *Financial stability implications of a prolonged period of low interest rates*. Basel: CGFS Papers.
- Chandler, L. V. (1958). *Benjamin Strong, Central Banker*. Washington D.C.: The Brookings Institution.
- Cheng, G. (2016). *The Global Financial Safety Net through the Prism of G20 Summits*. Luxemburgo: Working Paper Series, ESM.
- Chey, H.-k. (2012). *Why Did the US Federal Reserve Unprecedentedly Offer Swap Lines to Emerging Market Economies during the Global Financial Crisis? Can We Expect Them Again in the Future?* Tokyo: National Graduate Institute for Policy Studies.
- Claessens, S. (2013). *Interactions between Monetary and Macroprudential Policies in an Interconnected World*. Montevideo: Prepared for IEA-BCU Roundtable on “Capital Flows, Capital Controls and Monetary Policy”.
- Claessens, S. (2016). Global Banking, Recent Developments and Insights from Research. *Review of finance*, 1513-1555.

- Claessens, S. (2019). *Fragmentation in global financial markets: good or bad for financial stability?* Basel: BIS Working Papers.
- Claessens, S., & van Horen, N. (2014). *The impact of global financial crisis on banking globalization*. IMF Working Paper.
- Claessens, S., Herring, R. J., & Schoenmaker, D. (2010). *A Safer World Financial System: Improving the Resolution of Systemic Institutions*. Geneva: International Center for Monetary and Banking Studies.
- Clarke, S. V. (1967). *Central bank cooperation 1924-1931*. New York: Federal Reserve Bank of New York.
- Cohen, B. J. (1995a). A Brief History of International Monetary Relations. En J. A. Frieden, & D. A. Lake, *International Political Economy, 3rd Edition* (págs. 209-229). Londres: Routledge.
- Cohen, B. J. (1995b). The Triad and the Unholy Trinity: Problems of International Monetary Cooperation. En J. A. Frieden, & D. A. Lake, *International Political Economy, 3rd Edition* (págs. 255-266). Londres: Routledge.
- Cooper, R. N. (1985). Economic Interdependence and Coordination of Economic Policies. En R. W. Jones, & P. B. Kenen, *Handbook of International Economics* (págs. 1195-1234). Amsterdam: Elsevier science publishers B.V.
- Cooper, R. N. (1989). International Cooperation in Public Health as a Prologue to Macroeconomic Cooperation. En R. N. Cooper, B. Eichengreen, R. C. Henning, G. Holtham, & R. D. Putnam, *Can Nations Agree? Issues in International Economic Cooperation* (págs. 178-254). Washington: The Brookings Institution.
- Cooper, R. N. (Febrero de 2006). *Almost a century of central bank cooperation* . Basel: BIS Working Papers.
- CPMI-IOSCO. (Abril de 2012). *Principles for financial market infrastructures*. Obtenido de CPMI-IOSCO: <https://www.bis.org/cpmi/publ/d101a.pdf>
- Crockett, A. D. (21 de Septiembre de 2000). *Marrying the micro- and macro-prudential dimensions of financial stability*. Obtenido de BIS: <https://www.bis.org/speeches/sp000921.htm>
- Crockett, A. D. (2006). Reflections on the future of central bank cooperation . *Past and future of central bank cooperation: policy panel discussion* (págs. 8-11). Basel: Fourth BIS Annual Conference.
- Curcuru, S. E., Kamin, S. B., Canlin, L., & Rodriguez, M. (2018). *International Spillovers of Monetary Policy: Conventional Policy vs. Quantitative Easing*. International Finance Discussion Papers.

- Das, U. S., & Quintyn, M. (2002). *Crisis Prevention and Crisis Management The Role of Regulatory Governance*. Washington DC: IMF Working Paper.
- De Gregorio, J., Eichengreen, B., Ito, T., & Wyplosz, C. (2018). *IMF Reform: The Unfinished Agenda*. Geneva: International Center for Monetary and Banking Studies (ICMB).
- Denbee, E., Jung, C., & Paternò, F. (2016). Stitching together the global financial safety net. *Financial Stability Papers, Bank of England*, 1-33.
- Despres, E., Kindleberger, C. P., & Salant, W. S. (1966). The dollar and world liquidity. En C. P. Kindleberger, *International money* (pág. Cap. 4). Washington: Brookings Institution.
- Destasis, C. (2014). *Central Bank Currency Swaps and the International Monetary System*. Paris: Centre d'Etudes Prospectives et d'Informations Internationales.
- Di Mauro, B. W., & Zettelmeyer, J. (2017). The New Global Financial Safety Net. *Essays on International Finance, Centre for International Governance Innovation*, 1-53.
- Diamond, D. W., & Kashyap, A. K. (2016). *Liquidity requirements, liquidity choice and financial stability*. Cambridge: NBER.
- Disyatat, P. (Junio de 2019). (M. Piccolo, Entrevistador)
- Domanski, D. (Mayo de 2019). (M. Piccolo, Entrevistador)
- Dominguez, K., & Frankel, J. (1993). *Does foreign exchange intervention work?* Washington: Institute for International Economics.
- Eichengreen, B. (1984). *International policy coordination in historical perspective: a view from the interwar years*. Cambridge: NBER.
- Eichengreen, B. (1987a). Conducting the International Orchestra: Bank of England Leadership under the Classical Gold Standard. *Journal of International Money and Finance*, 5-29.
- Eichengreen, B. (1987b). *Hegemonic Stability Theories of the International Monetary System*. Cambridge: NBER.
- Eichengreen, B. (1996). *La globalización del capital*. Barcelona: Antoni Bosch.
- Eichengreen, B. (2015). *Hall of Mirrors*. New York: Oxford University Press.
- Eichengreen, B. (2016). Global monetary order. En BCE, *The future of the international monetary and financial architecture* (págs. 21-63). Sintra: ECB Forum on Central Banking.
- Eichengreen, B., & Gupta, P. (2014). *Tapering Talk: The Impact of Expectations of Reduced Federal Reserve Security Purchases on Emerging Markets*. World Bank Working Paper.
- Eichengreen, B., Mehl, A., & Chitu, L. (2018). *How global currencies work*. Princeton: Princeton University Press.

- Essers, D., & Vincent, E. (2017). The global financial safety net: In need of repair? *Economic Review*, 87-112.
- Eurasian Development Bank. (19 de Junio de 2015). *The EurAsEC Anti-Crisis Fund is renamed as the Eurasian Fund for Stabilization and Development*. Recuperado el 1 de Mayo de 2020, de <https://eabr.org/en/press/news/the-eurasec-anti-crisis-fund-is-renamed-as-the-eurasian-fund-for-stabilization-and-development/>
- FED. (31 de Octubre de 2013). *Federal Reserve and other central banks convert temporary bilateral liquidity swap arrangements to standing arrangements*. Recuperado el 1 de Mayo de 2020, de FED: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20131031a.htm>
- Federal Reserve Bulletin. (1922). Genoa Financial Commission Report. *Genoa* (págs. 678-680). New York: Federal Reserve Bulletin.
- Fernández-Arias, E., & Levy-Yeyati, E. (2010). *Global financial safety nets: Where do we go from here?* Washington DC: IDB Working Paper Series.
- Flandreau, M. (Noviembre de 1997). Central Bank Cooperation in Historical Perspective: A Sceptical View. *The Economic History Review, New Series.*, págs. 735-763.
- FMI. (11 de Marzo de 2011). *Press Release: Major Expansion of IMF Borrowing Arrangements Takes Effect, Boosting Resources for Crisis Resolution*. Recuperado el 1 de Mayo de 2020, de FMI: <https://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/14/01/49/pr1174>
- FMI. (2016a). *IMF articles of agreement*. Washington.
- FMI. (2016b). Adequacy of the global financial safety net. *IMF Policy Papers*, 1-48.
- FMI. (2017a). Adequacy of the global financial safety net. Considerations for Fund toolkit reform. *IMF Policy Papers*, 1-32.
- FMI. (2017b). *Factsheet, IMF Quotas*. Washington DC.
- FMI. (2017c). Collaboration between regional financing arrangements and the IMF. *IMF Policy Papers*, Washington DC.
- FMI. (2018). *Factsheet, IMF Standing Borrowing Arrangements*. Washington DC.
- FMI. (20 de Marzo de 2019). *Bolstering the IMF's Lending Capacity*. Recuperado el 1 de Mayo de 2020, de FMI: <https://www.imf.org/external/np/exr/faq/contribution.htm>
- FMI-FSB-BIS. (2011). *Macroprudential Policy Tools and Frameworks*.
- FMI-FSB-BIS. (2016). *Elements of Effective Macroprudential Policies*.
- Forbes, K. (2012). *The "Big C": Identifying Contagion*. Massachusetts: NBER.

- Frankel, J. A. (Mayo de 1986). *The Sources of Disagreement Among International Macro Models and Implications for Policy Coordination*. Recuperado el Septiembre de 2017, de National Bureau of Economic Research (NBER): <http://www.nber.org/papers/w1925.pdf>
- Frankel, J. A., & Rockett, K. E. (1988). International Macroeconomic Policy Coordination When Policymakers Do Not Agree on the True Model. *The American Economic Review*, 318-340.
- Franklin D. Roosevelt Presidential Library & Museum. (Enero de 2019). *Documents and drafts related to FDR's "Bombshell" Memorandum to the London Economic Conference, July 3, 1933*. Recuperado el Enero de 2019, de <http://www.fdrlibrary.marist.edu/archives/collections/franklin/?p=collections/findingaid&id=510>
- Fratianni, M., & Pattison, J. (2001). Review essay, The BIS, an Assessment of its role in international monetary and financial policy coordination. *Open economies review*, 197-222.
- Fratzscher, M., Lo Duca, M., & Straub, R. (2014). *ECB Unconventional Monetary Policy Actions: Market Impact, international Spillovers and Transmission Channels*. Washington: 15th Jacques Polak Annual Research Conference.
- Frieden, J. A., & Lake, D. A. (1995). *International Political Economy*. Boston: Bedford/St. Martin's.
- Friedman, M. (1991). The Island of Stone Money. *Working papers in economics*.
- Fritz, B., & Mühlich, L. (2019). Regional Financial Arrangements in the Global Financial Safety Net: The Arab Monetary Fund and the Eurasian Fund for Stabilization and Development. *Development and Change, International Institute of Social Studies*, 96-121.
- FSB. (20 de Octubre de 2010). *Reducing the moral hazard posed by systemically important financial institutions*. Obtenido de FSB: https://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_101111a.pdf
- FSB. (4 de Noviembre de 2011). *Policy Measures to Address Systemically Important Financial Institutions*. Obtenido de FSB: <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/Policy-Measures-to-Address-Systemically-Important-Financial-Institutions.pdf>
- FSB. (15 de Octubre de 2014a). *Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions*. Obtenido de FSB: https://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_141015.pdf
- FSB. (2014b). *Understanding the Key Attributes*. Recuperado el 1 de Marzo de 2020, de FSB: <https://www.fsb.org/work-of-the-fsb/policy-development/effective-resolution-regimes-and-policies/understanding-the-key-attributes/>
- FSB. (3 de Noviembre de 2015a). *Principles for Cross-border Effectiveness of Resolution Actions*. Obtenido de FSB: <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/Principles-for-Cross-border-Effectiveness-of-Resolution-Actions.pdf>

- FSB. (9 de Noviembre de 2015b). *Principles on Loss-absorbing and Recapitalisation Capacity of G-SIBs in Resolution*. Obtenido de FSB: <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/TLAC-Principles-and-Term-Sheet-for-publication-final.pdf>
- FSB. (1 de Marzo de 2020). *Key Standards for Sound Financial Systems*. Recuperado el 1 de Marzo de 2020, de FSB: https://www.fsb.org/work-of-the-fsb/about-the-compendium-of-standards/key_standards/
- FSB-FMI-BIS. (28 de Octubre de 2009). *Guidance to Assess the Systemic Importance of Financial Institutions, Markets and Instruments: Initial Considerations—Background Paper*. Obtenido de FSB-FMI-BIS: https://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_091107d.pdf
- G20. (15 de Noviembre de 2008). *Declaration of the Summit on Financial Markets*. Obtenido de G20 Information Centre: <http://www.g20.utoronto.ca/2008/2008declaration1115.html>
- G20. (2 de Abril de 2009a). *Declaration of strengthening the financial system - Declaration on strengthening the financial system*. Obtenido de G20 Information Centre: <http://www.g20.utoronto.ca/2009/2009ifi.pdf>
- G20. (24-25 de Septiembre de 2009b). *G20 Leaders Statement: The Pittsburgh Summit*. Obtenido de G20 Information Centre: <http://www.g20.utoronto.ca/2009/2009communique0925.html#system>
- G20. (15 de Octubre de 2011). *G20 Principles for Cooperation between the IMF and Regional Financing Arrangements*. Recuperado el 1 de Mayo de 2020, de G20: <http://www.g20.utoronto.ca/2011/2011-finance-principles-111015-en.pdf>
- Georgiadis, G. (2015). *Determinants of global spillovers from US monetary policy*. ECB Working Paper Series.
- Georgiadis, G., & Zhu, F. (2019). *Monetary policy spillovers, capital controls and exchange rate flexibility, and the financial channel of exchange rates*. Basel: BIS Working Papers.
- Gilpin, R. (1987). *The political economy of international relations*. Princeton, New Jersey: Princeton University Press.
- Goldberg, L. S., Kennedy, C., & Miu, J. (2010). *Central bank dollar swap lines and overseas dollar funding costs*. Cambridge: NBER.
- Gorton, G. B., & Ordoñez, G. (2013). *The supply and demand for safe assets*. Cambridge: NBER.
- Gourinchas, P.-O., & Jeanne, O. (2012). *Global safe assets*. Basel: BIS Working Papers.
- Gourinchas, P.-O., & Rey, H. (2016). Real interest rates, imbalances and the curse of regional safe asset providers at the Zero Lower Bound. En BCE, *The future of the international monetary and financial architecture* (págs. 70-122). Sintra: ECB Forum on Central Banking.

- Haas, P. M. (1992). Introduction: Epistemic Communities and International Policy Coordination. *International Organization*, 1-35.
- Hawkins, A., Rahman, J., & Williamson, T. (2014). Is the global financial safety net at a tipping point to fragmentation? *The Treasury Economic Roundup, Australian Treasury*, 1-20.
- Henning, R. C. (2017). Avoiding Fragmentation of Global Financial Governance. *Global Policy Volume 8*, 101-106.
- Horn, S., Meyer, J., & Trebesch, C. (15 de Abril de 2020). *Coronabonds: The forgotten history of European Community debt*. Recuperado el 1 de Mayo de 2020, de VoxEu: <https://voxeu.org/article/long-run-view-coronabonds-debate>
- IADI. (Noviembre de 2014). *IADI Core Principles for Effective Deposit Insurance Systems*. Obtenido de IADI: <https://www.iadi.org/en/assets/File/Core%20Principles/cprevised2014nov.pdf>
- IAIS. (2018). *Insurance Core Principles*. IAIS.
- IFRS. (Julio de 2014). *IFRS 9 Financial Instruments*. Obtenido de IFRS (IASB): <https://www.ifrs.org/news-and-events/2014/07/iasb-completes-reform-of-financial-instruments-accounting/>
- Ikenbry, J. G. (1992). A World Economy Restored: Expert Consensus and the Anglo-American Postwar Settlement. *International Organization*, 289-321.
- Imisiker, S., & Onur Tas, B. K. (2019). International Monetary Policy Coordination through Communication: Chasing the Loch Ness Monster. *International Journal of Central Banking*, 301-321.
- IOSCO. (Mayo de 2017). *Objectives and Principles of Securities Regulation*. Obtenido de IOSCO: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD561.pdf>
- James, H. (1996). *International monetary cooperation since Bretton Woods*. Washington D.C.: Oxford University Press.
- Jensen, H. (1997). Monetary Policy Cooperation May Not Be Counterproductive. *The Scandinavian Journal of Economics*, 73-80.
- Kapstein, E. B. (1991). *Supervising international banks: origins and implications of the Basle Accord*. New Jersey: Princeton University.
- Kearns, J., Schrimpf, A., & Xia, F. D. (2019). *Explaining Monetary Spillovers: The Matrix Reloaded*. RBA Research Discussion Paper.
- Keynes, J. M. (1924). *A tract on monetary reform*. Londres: Macmillan and Co.
- Keynes, J. M. (1930). *A treatise on money, Vol. 2, The applied theory of money*. Londres: Macmillan and Co.

- Keynes, J. M. (1971). *The collected writings of John Maynard Keynes*. Londres: Macmillan.
- King, M. (20 de Enero de 2009). *Speech to the CBI Dinner, Nottingham, at the East Midlands Conference Centre*. Obtenido de Bank of England: <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/speech/2009/mervyn-king-to-cbi-dinner.pdf?la=en&hash=CCBFAEBBA96397A2784655CF9246F8ABC3DE0137>
- King, M. (2016). *The end of alchemy*. New York: W. W. Norton & Company.
- Knight, M. D. (8 de Julio de 2005a). *The global economy: so far so good?* Obtenido de BIS: <https://www.bis.org/speeches/sp050708.pdf>
- Knight, M. D. (6 de Septiembre de 2005b). *Challenges to financial stability in the current global macroeconomic environment*. Obtenido de BIS: <https://www.bis.org/speeches/sp050906.htm>
- Knight, M. D. (18 de Mayo de 2006a). *Notes for a presentation at the Brussels Economic Forum*. Obtenido de BIS: <https://www.bis.org/speeches/sp060518.pdf>
- Knight, M. D. (26 de Junio de 2006b). *Annual General Meeting*. Obtenido de BIS: <https://www.bis.org/speeches/sp060626.pdf>
- Knight, M. D. (5 de Octubre de 2006c). *Marrying the micro- and macroprudential dimensions of financial stability: six years on*. Obtenido de BIS: <https://www.bis.org/speeches/sp061005.htm>
- Knight, M. D. (22 de Enero de 2007a). *Objectives and challenges of monetary policy*. Obtenido de BIS: <https://www.bis.org/speeches/sp070122.htm>
- Knight, M. D. (27 de Marzo de 2007b). *Now you see it, now you don't: risk in the small and in the large*. Obtenido de BIS: <https://www.bis.org/speeches/sp070302.htm>
- Knight, M. D. (6 de Junio de 2007c). *Financial risks: a view from the BIS*. Obtenido de BIS: <https://www.bis.org/speeches/sp070606a.htm>
- Knight, M. D. (24 de Junio de 2007d). *Prospects and policies for the global economy*. Obtenido de BIS: <https://www.bis.org/speeches/sp070624.pdf>
- Knight, M. D. (24 de Octubre de 2007e). *The current credit market turmoil: financial and macroeconomic implications*. Obtenido de BIS: <https://www.bis.org/speeches/sp071024.htm>
- Knight, M. D. (26 de Febrero de 2008a). *Now you see it, now you don't; the nature of risk and the current financial turmoil*. Obtenido de BIS: <https://www.bis.org/speeches/sp080229.htm>
- Knight, M. D. (23 de Abril de 2008b). *Some reflections on the future of the originate-to-distribute model in the context of the current financial turmoil*. Obtenido de BIS: <https://www.bis.org/speeches/sp080423.htm>

- Knight, M. D. (29 de Abril de 2008c). *Weaknesses revealed by the market turmoil: where do we go from here?* Obtenido de BIS: <https://www.bis.org/speeches/sp080502.htm>
- Knight, M. D. (30 de Junio de 2008d). *Policy challenges from resurgent inflation and financial market turmoil.* Obtenido de BIS: <https://www.bis.org/speeches/sp080630.pdf>
- Knight, M. D. (29 de Mayo de 2008e). *Securitisation: was the tail wagging the dog?* Obtenido de BIS: <https://www.bis.org/speeches/sp080602.htm>
- Kregel, J. (2010). Obtenido de Levy Economics Institute: http://www.levyinstitute.org/pubs/ppb_116.pdf
- Kregel, J. (2015). Las economías emergentes y la arquitectura financiera internacional: el "privilegio exorbitante" del dólar es sólo el síntoma de un problema estructural. *Ensayos Económicos BCRA*, 1-29.
- Krugman, P. (1 de Marzo de 2009). *Revenge of the Glut.* Recuperado el 1 de Mayo de 2020, de The New York Times: <https://www.nytimes.com/2009/03/02/opinion/02krugman.html>
- Laeven, L., & Valencia, F. (2008). *Systemic Banking Crises: A New Database.* Washington: IMF Working Papers.
- Lane, P. R., & Milesi-Ferretti, G. M. (2017). *International Financial Integration in the Aftermath of the Global Financial Crisis.* Washington: IMF Working Papers.
- Lanotte, M., & Tomassino, P. (5 de Febrero de 2018). *Recent developments in the regulatory treatment of sovereign exposures.* Obtenido de VoxEu: <https://voxeu.org/article/recent-developments-regulatory-treatment-sovereign-exposures>
- LeBor, A. (2013). *Tower of Basel.* New York: Public Affairs.
- MacDonald, M. (2017). International capital market frictions and spillovers from quantitative easing. *Journal of International Money and Finance* 70, 133-156.
- Martin, P., & Summers, L. (27 de Noviembre de 2018). *Forged in Crisis: An Inside Look at the G20's History.* Obtenido de Centre for International Governance Innovation: <https://www.cigionline.org/multimedia/forged-crisis-inside-look-g20s-history>
- McCauley, R. N. (2019). *Safe assets: made, not just born.* Basel: BIS Working Papers.
- McCauley, R. N., & Schenk, C. R. (2020). *Central bank swaps then and now: swaps and dollar liquidity in the 1960s.* Basel: BIS Working Papers.
- McCauley, R. N., McGuire, P., & Sushko, V. (2015). *Global dollar credit, links to US monetary policy and leverage.* Recuperado el Noviembre de 2019, de <https://www.bis.org/publ/work483.pdf>
- McDowell, D. (2019). The (Ineffective) Financial Statecraft of China's Bilateral Swap Agreements. *Development and Change, International Institute of Social Studies* 50(1), 122-143.

- McKinnon, R. I. (1993). The Rules of the Game: International Money in Historical Perspective. *Journal of Economic Literature*, 1-44.
- Mehrling, P. (2010). *The New Lombard Street*. New Jersey: Princeton University Press.
- Mehrling, P. (2015). Reimaginando la banca central. *Ensayos Económicos, BCRA*, 7-26.
- Meltzer, A. H. (2006). Policy cooperation. *Past and future of central bank cooperation: policy panel discussion* (págs. 14-16). Basel: Fourth BIS Annual Conference.
- Mishra, P., & Rajan, R. (2018). *Rules of the Monetary Game*. Hoover Institution.
- Mishra, P., Moriyama, K., N'Diaye, P., & Nguyen, L. (2014). *Impact of Fed Tapering Announcements on Emerging Markets*. IMF Working Paper.
- Mundell, R. A. (1972). The Future of the International Financial System. En A. L. Acheson, J. F. Chant, & M. F. Prachowny, *Bretton Woods Revisited* (págs. 91-106). Toronto: University of Toronto Press.
- Nakao, T. (22 de Febrero de 2010). *Strong Asian Growth and Asian Bond Markets Initiative*. Recuperado el 1 de Mayo de 2020, de OCDE: <https://www.oecd.org/daf/fin/financial-markets/44920872.pdf>
- Nurkse, R. (1944). *International Currency Experience*. League of Nations.
- Oatley, T., & Nabors, R. (1998). Redistributive Cooperation: Market Failure, Wealth Transfers, and the Basle Accord. *International Organization*, 35-54.
- Ostry, J. D., & Ghosh, A. R. (2013). *Obstacles to International Policy Coordination, and How to Overcome Them*. Washington: IMF Research Department.
- Padoa-Schioppa, T. (Febrero de 2006). Interdependence and cooperation: an endangered pair? *Past and future of central bank cooperation: policy panel discussion* (págs. 4-7). Basel: Fourth BIS Annual Conference.
- Padoa-Schioppa, T. (25 de Febrero de 2010). *The Ghost of Bancor: the economic crisis and global monetary disorder*. Recuperado el 1 de Mayo de 2020, de Triffin International Foundation: http://www.triffininternational.eu/images/RTI/lecturestriffin/TPS_Lecture_PDF.pdf
- Papadia, F. (2013). Central bank cooperation during the great recession. *Bruegel Policy Contribution 2013/08*, 1-13.
- Pereira da Silva, L. A. (Junio de 2019). (M. Piccolo, Entrevistador)
- Rakic, D. (Abril de 2019). *The International Monetary Fund: 15th General Review of Quotas*. Recuperado el 1 de Mayo de 2020, de European Parliament: [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2019/631059/IPOL_BRI\(2019\)631059_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2019/631059/IPOL_BRI(2019)631059_EN.pdf)

- Ribeiro de Mendonça, A. R., & Deos, S. (2019). *Banking regulation: an analysis of its dynamics in the light of the 10th anniversary of the Global Financial Crises*. Obtenido de <https://afep-ippe2019.sciencesconf.org/249024/document>
- Rogoff, K. (1985). Can international monetary policy cooperation be counterproductive? *Journal of International Economics*, 199-217.
- Ruggie, J. G. (1982). International Regimes, Transactions, and Change: Embedded Liberalism in the Postwar Economic Order. *International Organization, Volume 36, Issue 2, International Regimes*, 379-415.
- Scheubel, B., Stracca, L., & Tille, C. (2019). Taming the global financial cycle: What role for the global financial safety net? *Journal of International Money and Finance* 94, 160-182.
- Shin, H. S. (2013). *The Second Phase of Global Liquidity and Its Impact on Emerging Economies*. Obtenido de Federal Reserve Bank of San Francisco: <https://www.frbsf.org/economic-research/files/Shin-AEPC2013.pdf>
- Shin, H. S. (13 de Noviembre de 2015). *External dimension of monetary policy*. Obtenido de BIS: <https://www.bis.org/speeches/sp151113.pdf>
- Shin, H. S. (Junio de 2019). (M. Piccolo, Entrevistador)
- Shirakawa, M. (22 de Agosto de 2009). *International Policy Response to Financial Crises* . Obtenido de Bank of Japan: https://www.boj.or.jp/en/announcements/press/koen_2009/data/ko0908c.pdf
- Simmons, B. A. (1993). Why Innovate? Founding the Bank for International Settlements. *World Politics*, 361-405.
- Simmons, B. A. (Febrero de 2006). *BIS Working Papers*. Obtenido de Bank for International Settlements: <http://www.bis.org/publ/work200.pdf>
- Smets, F. (2014). Financial Stability and Monetary Policy: How Closely Interlinked? *International Journal of Central Banking*, 263-300.
- Solomon, R. (1982). *The international monetary system, 1945-1981*. New York: Harper.
- Springer, W. M. (1892). An International Monetary Conference. *The North American Review, Vol. 154, No. 424*, 336-342.
- Steil, B. (2013). *The battle of Bretton Woods*. Princeton: Princeton University Press.
- Sterling-Folker, J. (2002). *Theories of International Cooperation and the Primacy of Anarchy*. New York: State University of New York.
- Strong, B. (11 de Junio de 1928). Letter to Owen D. Young.

- Summers, L. H. (20 de Noviembre de 2015). *Low Real Rates, Secular Stagnation, and the Future of Stabilization Policy*. Recuperado el 1 de Mayo de 2020, de <http://larrysummers.com/wp-content/uploads/2015/12/LarrySummers-Central-Bank-of-Chile.pdf>
- Sussangkarn, C. (2010). *The Chiang Mai Initiative Multilateralization: Origin, Development and Outlook*. Tokyo: ADBI Working Paper Series 230.
- Taylor, J. B. (2013). *International monetary policy coordination: past, present and future*. Basel: BIS.
- Tillmann, P. (2016). Unconventional monetary policy and the spillovers to emerging markets. *Journal of International Money and Finance* 66, 136-156.
- Toniolo, G. (2005). *Central Bank Cooperation at the Bank for International Settlements*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Toniolo, G., & White, E. N. (Enero de 2015). *The evolution of the financial stability mandate: from its origins to the present day*. Obtenido de NBER: <http://www.nber.org/papers/w20844>
- Trichet, J.-C. (22 de Agosto de 2009). *Credible alertness revisited*. Obtenido de BIS: <https://www.bis.org/review/r090828a.pdf>
- Triffin, R. (1961). *Gold and the Dollar Crisis*. New Haven: Yale University Press.
- Triffin, R. (1978). *Gold and the dollar crisis: yesterday and tomorrow*. New Jersey: Princeton University.
- Truman, E. (16 de Diciembre de 2011). *Three Evolutionary Proposals for Reform of the International Monetary System*. Recuperado el 1 de Mayo de 2020, de Peterson Institute for International Economics: <https://www.piie.com/sites/default/files/publications/papers/truman12162011.PDF>
- Truman, E. (10 de Septiembre de 2013). *Enhancing the global financial safety net through central-bank cooperation*. Recuperado el 1 de Mayo de 2020, de VoxEU: <https://voxeu.org/article/enhancing-global-financial-safety-net-through-central-bank-cooperation>
- White, W. R. (20 de Marzo de 2003). *International financial crises: prevention, management and resolution*. Obtenido de BIS: <https://www.bis.org/speeches/sp030320.htm>
- White, W. R. (2006). Opening remarks. *Past and future of central bank cooperation: policy panel discussion* (págs. 1-3). Basel: Fourth BIS Annual Conference.
- Wood, J. H. (1981). The demise of the gold standard. *Economic Perspectives, Federal Reserve Bank of Chicago*, 13-23.

Anexos

Anexo 1. Reglas de juego y resumen de cooperación (1/2).

Orden monetario internacional	Reglas del juego					Cooperación monetaria	
	Moneda dominante	Regla de convertibilidad	Movilidad de capitales	Ancla de precios	Rol de la política macro doméstica	Fuera del BIS	En el BIS
Patrón oro	Libra (respaldo en oro)	Explícita y creíble	Muy alta	Precio del oro	Reforzar el flujo de oro y garantizar paridad	- Préstamos de emergencia - Redescuentos en nombre de otros bancos centrales	-
Entre-guerras 1918-1924 (anarquía)	Transición entre dólar y libra (respaldo también en oro)	Ninguna	Muy baja	Ninguna	Sólo objetivos domésticos	- Convención de Génova (1922) como hito, en vías de reconstruir el patrón oro	-
Entre-guerras 1925-1931 (patrón cambio-oro)	Transición entre dólar y libra (respaldo también en francos y oro)	Explícita, pero no creíble	Alta	Precios de transables en Reino Unido y E.U.	Ídem patrón oro pero no se cumplía	- Reconstrucción del patrón oro (ahora cambio-oro)	- Fundación del BIS en 1930. - Administración de los programas de pago de las reparaciones de guerra. - Otorgamiento de préstamos en 1931 ante peligro de quiebras bancarias. - Reuniones periódicas de discusión.
Entre-guerras 1932-1938 ("Tripartite Monetary Agreements")	Transición entre dólar y libra (respaldo también en francos y oro)	Ninguna	Media	Ninguna	Sólo objetivos domésticos (pleno empleo)	- Intervenciones coordinadas en el mercado de cambios (con compensación en oro)	-

Anexo 1. Reglas de juego y resumen de cooperación (2/2).

Orden monetario internacional	Reglas del juego					Cooperación monetaria	
	Moneda dominante	Regla de convertibilidad	Movilidad de capitales	Ancla de precios	Rol de la política macro doméstica	Fuera del BIS	En el BIS
Bretton Woods	Dólar	Explícita con bandas	Baja pero creciente	Precios de transables en E.U.	E.U.: pasivo y residual; resto, sólo objetivos domésticos (pleno empleo)	<ul style="list-style-type: none"> - G10 como foro relevante. - Complemento a la capacidad prestable del FMI: General Arrangements to Borrow (GAB). - Nacen los swaps Bank of England-FED. - Batería de medidas para contener la conversión de oro a USD: <ul style="list-style-type: none"> - no (tan) cooperativas: presión militar desde EEUU y "Roosa bonds"; - cooperativas: Gold Pool y creación del SDR (DEG, en español) del FMI. 	<ul style="list-style-type: none"> - Creación de los Comités MC en 1961 CGFS en 1971. - Agente de compensación de la European Payments Union (EPU) para lograr convertibilidad en Cta Cte. - Foro para contener conversión de oro a USD. - Foro para consensuar rescates ("Basle Group Arrangement", "Basle Agreement"). - Otorgamiento de préstamos, mayormente al Reino Unido para defender la libra. - Intervención en el "eurocurrency market".
Post-Bretton Woods	Dólar	Ninguna en países avanzados (tipos de cambio flexibles), pero sí intervención con bandas de flotación informales en los '80s y '90s	Alta y creciente	Regla de Taylor	Sin restricciones institucionales para objetivos domésticos, pero sí restricción de mercado: la UIP	<ul style="list-style-type: none"> - Intervenciones coordinadas en el mercado de cambios (hitos: acuerdos Plaza 1985 y Louvre 1987). - Actor más relevante: antes (durante BW), banqueros centrales; ahora, ministro de finanzas; en post-BW tardío ('90s en adelante), tecnócratas. - Se profundiza la integración de Europa (creación del euro) y se abren otros espacios regionales ("Regional Financial Arrangements", RFA) como el AMF y el FLAR. - Creación del G20 y el FSF (luego de 2009, FSB) tras las crisis en emergentes. 	<ul style="list-style-type: none"> - Creación de los Comités BCBS en 1974, CPMI en 1990 y IFC en 2006. - Otorgamiento de préstamos propios (con riesgo de crédito) y puente (para un posterior préstamo del FMI) a emergentes. - Agenda de regulación y supervisión financiera a través del BCBS. - Regulación como requisitos micro, no como elemento macro para reducir movilidad de capitales. - Productos más relevantes: "Principios de Supervisión" y Basilea I y II.
Post-crisis de 2007-8	Dólar, pero se discute también el rol del renminbi en un futuro	Ninguna en países avanzados (tipos de cambio flexibles)	Alta, pero puesta en cuestión / decreciente: no hay consenso sobre movilidad perfecta; aumenta el uso de políticas macroprudenciales y se legitiman las medidas de "capital flow management"	Aún regla de Taylor, pero sin resultados para evitar deflación	Ídem post-Bretton Woods + no contribuir a desbalances financieros	<ul style="list-style-type: none"> - Impulso político en G20 para reformas en la arquitectura financiera internacional. - FSB como contribuyente a las reformas post-crisis, como centralizador y como informante al G20. - Expansión y reforma de la GFSN: <ul style="list-style-type: none"> - red de swaps extendida por bancos centrales durante la crisis (principalmente la FED) y después de ella; - ampliación de RFAs en Europa (ESM, EFSM, EU BoP Facility) y en Asia (CMIM) y creación de RFA por parte de BRICS (CRA); - reforma del FMI para incrementar su capacidad prestable y flexibilizar sus líneas de asistencia. 	<ul style="list-style-type: none"> - Reforma regulatoria profunda (Basilea III) a cargo del BCBS, incluyendo mecanismos cooperativos para garantizar su implementación. - Inclusión en Basilea III de una capa macroprudencial. - Ampliación de responsabilidades en los Grupos de Trabajo del BCBS, en particular para medir el impacto de Basilea III. - Reformas vinculadas con Basilea III por fuera del BCBS: CPMI, IOSCO, IAIS, IADI. - Mejoras en la producción de estadísticas sobre exposiciones bancarias (en el seno del IFC y por fuera de él).

Fuente: elaboración propia con elementos de (McKinnon, 1993) y de (Toniolo, 2005).

Anexo 2. Nuevos miembros del BIS por año.

Año	País				
Fund.	Bélgica	1939		1965	
	Alemania	1940		1966	
	Reino Unido	1941		1967	
	Francia	1942		1968	
	Italia	1943		1969	
1930	Holanda	1944		1970	Canadá
	Suiza	1945			Japón
	Suecia	1946			Australia
	Austria	1947		1971	Sudáfrica
	Bulgaria	1948		1972	
	Dinamarca	1949		1973	
	Finlandia	1950	Irlanda	1974	
	Grecia		Islandia	1975	
	Hungría	1951	Portugal	1976	
	Polonia		Turquía	1977	
	Rumanía	1952		1978	
	Estonia	1953		1979	
	Letonia	1954		1980	
	Lituania	1955		1981	
	Noruega	1956		1982	
1931		1957		1983	
1932		1958		1984	
1933		1959		1985	
1934		1960	España	1986	
1935		1961		1987	
1936		1962		1988	
1937		1963		1989	
1938		1964		1990	
				1991	
				1992	
				1993	República Checa
					Eslovaquia
				1994	Estados Unidos
				1995	
2003	Filipinas			1996	China
	Chile				Hong Kong
	Indonesia				India
	Argelia				Singapur
	Israel				México
2004					Rusia
2005					Arabia Saudita
2006				1997	Corea del Sur
2007					Brasil
2008					Croacia
2009					Macedonia
2010					Eslovenia
2011	Colombia				Bosnia-Herzegovina
	Luxemburgo			1998	
	Perú			1999	ECB
	Emiratos Árabes Unidos				Malasia
2012				2000	Tailandia
2013					Argentina
2014				2001	Serbia
2015				2002	
2016				2003	Nueva Zelanda
2017					
2018					
2019					
2020	Kuwait				
	Marruecos				
	Vietnam				

Fuente: elaboración propia en base a (Toniolo, 2005) y web del BIS.

Anexo 3. Financiamientos del BIS por año.

Año	País rescatado	Monto	Moneda	Otorgado por el BIS	Observaciones
Entre-guerras					
1930					
1931	España	3.000.000	Libras	X	
	Austria	100.000.000	Schellings	X	
	Hungría	5.000.000	Dólares	X	
	Hungría	10.000.000	Dólares		Provisto de manera sindicada por sus miembros.
	Alemania	100.000.000			Provisto por el Bank of England, Banque de France y New York FED.
	Hungría	11.000.000	Dólares		Provisto de manera sindicada por sus miembros.
	Danzig	150.000	Libras	X	
1932 - 1938	Yugoslavia	3.000.000	Dólares	X	En conjunto con el Bank of England.
1939 - 1944 2º GM					
Bretton Woods					
1945 - 1960					
1961	Basel Agreement, créditos de distintos bancos centrales europeos al Bank of England.				
1962 - 1963					
1964	Reino Unido	3.000.000.000	Dólares		Provisto de manera independiente por sus miembros.
1965	Reino Unido	370.000.000	Dólares	X	También contribuyeron distintos bancos centrales miembros del BIS (exceptuando Francia).
1966	First Sterling Group Arrangements, créditos al Bank of England				
1967	Reino Unido	250.000.000	Dólares	X	
1968	Second Sterling Group Arrangements, créditos al Bank of England. También créditos al Banque de France.				
1969 - 1972					
post-Bretton Woods					
1973 - 1975					
1976	Reino Unido	5.300.000.000	Dólares	X	También contribuyeron los bancos centrales del G10.
1977	Reino Unido (Third Sterling Arrangement)	3.000.000.000	Dólares		Provisto por 7 de los 10 bancos centrales del G10.

Año	País rescatado	Monto	Moneda	Otorgado por el BIS	Observaciones
1978 - 1981					
1982	Hungría	510.000.000	Dólares	X	
	México	925.000.000	Dólares	X	Otro monto equivalente es aportado por el FMI en un stand-by.
1983	Brasil	1.450.000.000	Dólares	X	Es préstamo "puente".
	Argentina	500.000.000	Dólares	X	
1984 - 1985	Yugoslavia	500.000.000	Dólares	X	
1984 - 1985					
1986	México	400.000.000	Dólares	X	En el marco de un préstamo total por USD 1.100 millones.
	Nigeria	176.000.000	Dólares	X	En el marco de un préstamo total por USD 250 millones.
1987	Argentina	275.000.000	Dólares	X	Es en el marco de un segundo préstamo "puente" por USD 500 millones.
	Yugoslavia	200.000.000	Dólares	X	Es en el marco de un préstamo "puente" por USD 250 millones.
1988	Brasil	250.000.000	Dólares	X	Es en el marco de un préstamo "puente" por USD 500 millones.
	Argentina	190.500.000	Dólares	X	Es en el marco de un préstamo "puente" por USD 500 millones.
1989	México	700.000.000	Dólares	X	Es en el marco de un préstamo de corto plazo por USD 2.000 millones.
	Polonia	300.000.000	Dólares	X	Es en el marco de un préstamo de corto plazo por USD 500 millones.
1990	Venezuela	296.000.000	Dólares	X	Es en el marco de un préstamo por USD 400 millones.
	Hungría	260.000.000	Dólares	X	Es en el marco de un préstamo por USD 300 millones.
1991	Guyana	133.500.000	Dólares	X	Es en el marco de un préstamo por USD 178 millones.
	Rumania	260.000.000	Dólares	X	Es en el marco de un préstamo por USD 300 millones.
1991	Rumania	145.000.000	ECU	X	Es en el marco de un préstamo puente por ECU 300 millones.
	1992 - 1994				
1995	México	10.000.000.000	Dólares	X	Es una facilidad de corto plazo.
	Argentina	1.000.000.000	Dólares	X	Es un préstamo puente.
1996 - 1997					
1998	Brasil	13.280.000.000	Dólares	X	Es un préstamo standby.
1999 - 2006					
post-crisis de 2007-8					
2007 - 2017					

Fuente: elaboración propia en base a (Toniolo, 2005) e informes anuales del BIS.

Anexo 4. Estudios sobre contagios de la política monetaria.

Referencia	Cobertura	Conclusión
(Aizenman, Binici, & Hutchison, 2014)	Impacto de anuncios de "FED tapering" en economías emergentes.	Impacto significativo en tipo de cambio y mercados de valores. Inicialmente, más en países emergentes robustos y con mercados financieros desarrollados que en países emergentes frágiles; luego igualándose los impactos, excepto CDS spread, mayor en los frágiles.
(Albagli, Ceballos, Claro, & Romero, 2018)	Impacto de cambios en la tasa de corto plazo de E.U. (afectada por las reuniones del FOMC) en los mercados de bonos de 12 países avanzados y 12 emergentes.	Hay spillovers significativos. En desarrollados se manifiestan como cambios en la "risk-neutral rate", anticipando que los bancos centrales seguirán a la FED. En los emergentes se manifiesta como entradas/salidas de capitales ("risk-taking channel").
(Bagliano & Morana, 2012)	Impacto de cambios en condiciones macroeconómicas y financieras (precios de inmuebles, liquidez, etc.) de E.U. en el ámbito doméstico (efecto en E.U.) e internacional (en otros 50 países, avanzados y emergentes).	Al interior de E.U. los desbalances financieros (boom) magnificaron la crisis (bust) a través de un aumento de precios de inmuebles y tasas de interés demasiado bajas. Hacia afuera de E.U., el canal de contagio más relevante fue el comercial, sobre todo para América Latina y Asia. El canal financiero (de E.U. al resto) no ha tenido claramente un impacto negativo en la actividad económica.
(Bauer & Neely, 2013)	Impacto del anuncio del programa "FED Large-Scale Asset Purchase" (LSAP) en los mercados de bonos de Alemania, Canadá, Australia, Japón y el propio E.U. a través de "signaling" y rebalanceo de portafolios.	LSAP contribuyó sustancialmente a una reducción en el rendimiento de bonos en todos los países cubiertos. El signaling fue más relevante en E.U. y Canadá, algo menos en Alemania y Australia y desestimable en el caso de Japón (ya con tasas bajas). El rebalanceo de portafolios fue relevante para Alemania y Australia y en menor medida para E.U. y Canadá, siendo modestos para Japón.
(Bhattarai, Chatterjee, & Park, 2017)	Impacto de shocks en la política monetaria de la FED durante 2004-2015 en 15 países emergentes con tipo de cambio flexible e integrados a los mercados financieros internacionales.	Los spillovers son significativos; por ejemplo, una política monetaria contractiva eleva las tasas de corto y largo plazo del país, deprecia la moneda, mejora el balance externo y empeora la actividad, el mercado de valores y la entrada (neta) de capitales. Dado el trade-off entre mejorar el balance externo (subiendo la tasa local o no bajándola) o contener la baja en la actividad (bajando la tasa local), los latinoamericanos se vuelcan más hacia la segunda opción, mientras que el resto de emergentes hacia la primera.
(Curcuro, Kamin, Canlin, & Rodriguez, 2018)	Cambios en los tipos de cambio y retornos de bonos soberanos de un set de países (avanzados y emergentes) luego de 130 reuniones del FOMC y 181 reuniones del BCE, entre 2002 y 2017, para comparar shocks pre- y post-crisis.	La política monetaria convencional tiene efectos en el tipo de cambio más relevantes que la no convencional. Ambas tienen efectos similares en los retornos de bonos soberanos de otros países. Luego de la crisis, la política monetaria tuvo efectos en el componente "term premium" de otros países (tanto de E.U. a europeos como del BCE a E.U.), más que en el componente de tasa esperada.
(Fratzscher, Lo Duca, & Straub, 2014)	Impacto de la política monetaria expansiva convencional y no convencional del BCE en cada país de la zona euro y en otros emergentes a través del tipo de cambio, acciones, medidas de riesgo y flujos de capitales entre 2007 y 2012.	Aumento de precios en mercados de valores y en bonos soberanos, principalmente en Europa pero también en otros mercados. Los efectos significativos fueron mayormente en flujos domésticos, pero no cross-border (en contraste con estudios de impacto de QE de la FED).
(Georgiadis, Determinants of global spillovers from US monetary policy, 2015)	Impacto de la política monetaria convencional de la FED en la actividad económica global (modelo calibrado para 61 países entre 1999 y 2009).	Los spillovers de la FED hacia otros países son sustanciales y significativos, más relevantes para otros países que para E.U. en tamaño relativo. Estos spillovers dependen positivamente de la integración financiera, de la rigidez en el mercado de trabajo y del tamaño relativo de la industria manufacturera en el PIB del país. Además, dependen negativamente de la integración comercial y del grado de desarrollo del mercado financiero local. Asimismo, la interacción entre algunas de estas condiciones amplifican los spillovers en el país receptor.

(Georgiadis & Zhu, 2019)	Observa grado de autonomía monetaria, como la diferencia entre la tasa de política monetaria y la tasa que surgiría de la regla de Taylor, para una muestra de 47 países, entre avanzados (excluye E.U. y Zona Euro) y emergentes, entre 2002 y 2018.	Para ciertos países, los spillovers toman la forma de un trilema monetario modificado, perdiendo un grado de libertad, si bien en cierto sentido por elección: los tipos de cambio flexibles no dotan al país de mayor autonomía monetaria, producto del llamado "financial channel of exchange rate". Esto es, para países que incrementan el endeudamiento local en moneda extranjera al relajarse la política monetaria de la FED, es conveniente luego endurecer la política monetaria cuando la FED la endurezca en lugar de dejar depreciar el tipo de cambio, dado que eso dificultaría el servicio de la deuda (riesgo de inestabilidad financiera). En otras palabras, no se elige depreciar el tipo de cambio pero tampoco se tiene libertad de mover la tasa de manera asimétrica con el shock en el país central (típicamente, E.U.).
(Kearns, Schrimpf, & Xia, 2019)	Impacto de la política monetaria de 7 países avanzados en 47 países, entre avanzados y emergentes. Se identifican "eventos" de política monetaria de estos 7 países durante ventanas temporales que varían para cada uno, desde 2004 hasta 2015.	Spillovers provocados por la FED y el BCE son relevantes; los provenientes del Bank of Japan y del Bank of England son menos relevantes. Además, son mucho más relevantes para co-movimientos de tasas de largo plazo, más que las de corto plazo. Y más relevantes entre países desarrollados que desde países desarrollados a emergentes. El factor más explicativo de los spillovers es la apertura financiera del país receptor, por encima del régimen de tipo de cambio en el país receptor o el intercambio comercial con el país de origen del shock. La apertura financiera, entendida como los flujos de capitales bilaterales entre el país receptor y el emisor (ej., E.U.) y la importancia de la deuda en el país receptor denominada en la moneda del país de origen (ej., el dólar).
(MacDonald, 2017)	Impacto de la política monetaria no convencional de la FED a 21 emergentes entre 2008 y 2014.	Los spillovers en los emergentes han sido significativos: apreciación cambiaria, reducción de los rendimientos de largo plazo en moneda local y aumento de precios en los mercados de valores. Ha habido gran heterogeneidad entre emergentes en el modo y la la cuantía de estos efectos. La heterogeneidad se ha explicado principalmente por las distintas fricciones financieras (i.e., lo contrario a integración financiera) entre cada emergente y E.U., aún en presencia en cada uno de ellos de distintos regímenes de tipo de cambio, distintas respuestas de política monetaria y distintos controles de capitales.
(Tillmann, 2016)	Impacto de los anuncios de quantitative easing de la FED en los emergentes (englobados).	Los spillovers son significativos y similares a los de la política monetaria convencional. Los efectos incluyen entrada de capitales a emergentes, aumentos de precios en mercados de valores, apreciación cambiaria y reducción de rendimientos de bonos.
(Ca' Zorzi, Dedola, Georgiadis, Jarociński, Stracca, & Strasser, 2020)	Efectos de anuncios de política monetaria de la FED y el BCE entre 1999 y 2018.	Los spillovers bilaterales entre Estados Unidos (FED) y la Zona Euro (BCE) son relevantes para el tipo de cambio y la actividad; también para la inflación pero solo en el corto plazo y también para el desempleo y la producción industrial pero solo de E.U. a la Zona Euro y no viceversa. Es asimétrico también (entre FED y BCE) el impacto para el comercio y para distintas métricas financieras. Lo mismo se observa para el impacto en el resto del mundo: la política monetaria de la FED (y no tanto la del BCE) es relevante para los flujos de portafolio, para los mercados de valores y para el PIB, incluyendo en particular para emergentes. Tanto la FED como el BCE afectan el comercio de emergentes. La asimetría entre la relevancia de la política monetaria de la FED y la del BCE se concentra en el canal financiero, reflejando el rol de los mercados financieros en Estados Unidos y del dólar en el crédito global.

Fuente: elaboración propia.