

“La cooperación monetaria en la post-crisis de 2007-8: una historia de éxitos y fracasos”

Autor: Mateo Piccolo

C.A.B.A., 30 de julio de 2021.

ABSTRACT

Este trabajo intenta responder a la pregunta sobre cómo ha sido la cooperación monetaria en la post-crisis de 2007-8, en términos de si ha sido suficiente o no para dar tratamiento a los principales problemas del orden monetario internacional y en términos de las herramientas que la han caracterizado. Los hallazgos del trabajo apuntan a una respuesta dividida. La cooperación monetaria con fines de estabilidad financiera fue profunda y variada, en general abarcando con éxito casi la totalidad de problemas identificados en este ámbito: la regulación y supervisión financiera, 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. 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 post-crisis para dar tratamiento a los problemas conjuntos de estabilidad monetaria y financiera no fue suficiente; es decir, aquella que debía dar tratamiento a los desbalances financieros y los contagios cross-border de la política monetaria. Se ha fracasado en la tarea de 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	7
1.4. Marco metodológico	11
2. Los problemas del orden monetario internacional post-crisis: ¿cooperación para qué?	13
2.1. Los discursos del BIS en la pre-crisis	13
2.2. Los discursos del BIS en la post-crisis	20
3. La cooperación monetaria en la post-crisis	29
3.1. Los discursos del BIS y las áreas de éxito y fracaso en la cooperación	29
3.2. El fracaso de la cooperación para la estabilidad monetaria	33
3.3. El éxito de la cooperación para la estabilidad financiera	39
3.3.1. Basilea III, la regulación y supervisión financiera	40
3.3.2. La “Global Financial Safety Net”	51
3.4. Cooperación en la post-crisis de 2007-8 en retrospectiva	72
4. Conclusiones	80
Bibliografía	84

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. Se ha investigado también, en menor medida, la comparación histórica entre órdenes monetarios. Creo 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 creo 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 configuraron la motivación de una anterior investigación, de la cual este trabajo es un recorte. El trabajo original, “La cooperación monetaria como resultado del orden monetario internacional. Un análisis del BIS focalizado en el período 2007-2017”¹, contiene una caracterización de los problemas de órdenes monetarios previos y el de post-crisis, así como una caracterización de la cooperación monetaria en cada uno de esos órdenes, investigando si fue suficiente o no para dar tratamiento a los problemas identificados. El presente trabajo muestra de manera resumida el análisis de los problemas del orden monetario internacional de post-crisis y de manera desarrollada la cooperación monetaria en la post-crisis.

¿Por qué analizar el caso del BIS? A pesar de ser poco estudiado, 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. Mientras que en el trabajo original se desarrolla de manera acabada cómo la crisis redefinió los problemas identificados por el BIS y por policy-makers y académicos, en este trabajo se focaliza en la cooperación monetaria desplegada para abordarlos.

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 muestra de manera resumida cómo cambió la identificación de problemas del orden monetario internacional en

¹ Tesis de la Maestría en Política y Economía Internacional, Universidad de San Andrés, presentada el 24 de junio de 2020.

la post-crisis de 2007-8 respecto de la pre-crisis. Este pantallazo provee una base de análisis para entender en qué tipo de problemas se enfocó la cooperación y cómo éstos contrastan con los anteriores problemas, que esas mismas instituciones y esos mismos actores atendían previamente. El capítulo 3 desarrolla la cooperación monetaria en la post-crisis, con foco en el BIS como institución canalizadora de buena parte de esa cooperación, pero también abordando procesos relevantes ocurridos en otros ámbitos –FMI, foros regionales, relaciones bilaterales, entre otros–. Al describir la cooperación, se cubre qué herramientas se han desplegado y cuáles problemas han recibido tratamiento y cuáles no. Finalmente, el capítulo 4 concluye.

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 (1987), 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.

Si nos centramos en el estudio explícito de la relación entre cooperación monetaria y problemas del orden monetario internacional, este entrecruzamiento arroja un volumen de lectura más 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.

Por último, también con un foco en 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).

1.3. Marco teórico

¿Cuál es la relación entre la cooperación monetaria y los problemas del orden monetario? 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.

Concretamente respecto de la definición de “cooperación monetaria” que se utilizará en este trabajo, la misma 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; 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 (1995) 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 bimestrales 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).

Por último, vale aclarar que, en la propia acción cooperativa, hay parte de la tarea que refiere a ponerse de acuerdo sobre “el modo en que las cosas funcionan”. En las propias reuniones bimestrales en el BIS, los banqueros centrales implícitamente se están poniendo de acuerdo (o no) sobre el modo en que funciona el orden monetario. 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.

1.4. Marco metodológico

Esta investigación será enteramente cualitativa y de carácter descriptivo; es decir, se darán atributos de la principal variable de estudio: la cooperación monetaria durante el período 2007-2017, con foco en el BIS.

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 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 generales² 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 BIS³ y 1 del FSB⁴, junto con una entrevista adicional a un *adviser* (cargo similar al de *visiting*

² 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.

³ 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).

⁴ 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).

economist) del BIS⁵. Todas las entrevistas fueron realizadas entre may-19 y jun-19, con los 5 funcionarios desempeñándose en sus cargos.

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.

⁵ 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 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).

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

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; es decir, no es claro que la post-crisis represente un nuevo orden monetario internacional. 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. En la Tabla 1 se muestran los mejores esfuerzos para captar los contrapuntos del orden de post-crisis respecto del orden de post-Bretton Woods pre-crisis.

Tabla 1. Órdenes de post-Bretton Woods pre- y post-crisis

Orden monetario internacional	Reglas del juego				
	Moneda dominante	Regla de convertibilidad	Movilidad de capitales	Ancla de precios	Rol de la política macro doméstica
Post-Bretton Woods pre-crisis	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
Post-Bretton Woods post-crisis	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 pre-crisis + no contribuir a desbalances financieros

Fuente: elaboración propia con elementos de (McKinnon, 1993) y de (Toniolo, 2005).

En este capítulo se exponen los principales problemas del orden monetario de post-crisis, a partir de dos insumos fundamentales: un análisis de 78 discursos de los gerentes generales del BIS desde el 2005 hasta el 2017 y un set de 4 entrevistas a algunos de los máximos directivos del BIS y del FSB al momento de llevar a cabo esta investigación. Se complementan esas fuentes con la mirada de los académicos y de los policy-makers. El resultado es una presentación resumida de los problemas que se identificaron -desde la posición del BIS y de otros actores relevantes-, que luego serán el parámetro para evaluar la efectividad o no de la cooperación desplegada.

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).

2.1. 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 2 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 este capítulo. Además, el Gráfico 1 muestra una infografía que representa la relevancia de cada problema en la pre- y en la post-crisis, que surge del conteo de la Tabla 2.

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.

Gráfico 1. 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 2. 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					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	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	X			
oct-09					X			X	X									
nov-09											X	X	X	X	X		X	
feb-10					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	
jun-10	X	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			
jun-11												X	X	X	X			

Tabla 2. 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 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 de 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	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						
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		
oct-15													X	X			X	
ene-16											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	X			
sep-17											X	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.

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 2) 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 escasas⁶. 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 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).

⁶ 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).

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 titulizaciones, 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.

2.2. 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 III⁷. Estas reformas se llevaron adelante en el ámbito del BCBS (se profundiza en el siguiente capítulo) 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). El enfoque 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 valuar 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 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

⁷ 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.

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.

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 anteriores⁸. El problema reflejado en los discursos del BIS, entonces, era 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

⁸ 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 –“*tend 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 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.

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 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 gris⁹ 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

⁹ “Zona gris” se utiliza aquí sin connotación negativa.

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. 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)¹⁰, 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 financieros¹¹. 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

¹⁰ El debate económico sobre la naturaleza de la inflación y la efectividad de la política monetaria está estrechamente vinculado con esto, pero queda afuera 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.

¹¹ 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.

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 atípicamente¹² bajo. Como consecuencia de esta política de los países desarrollados, los países en desarrollo fueron construyendo vulnerabilidades monetarias y financieras. La apreciación de las 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.

¹² 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, 2016)) 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.

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 vinieron 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 puso en evidencia la divergencia de visiones entre algunos actores -por caso, el BIS- y otros -por caso, ciertos banqueros centrales de países desarrollados-.

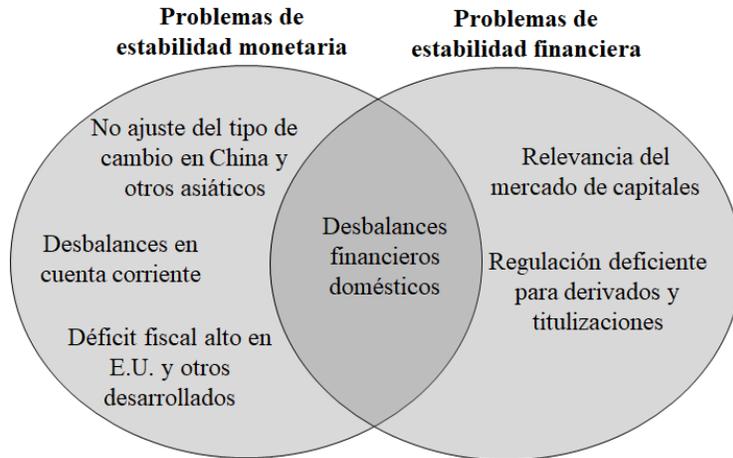
Resumiendo, del análisis de los discursos de los gerentes generales del BIS en la post-crisis pueden extraerse 4 grandes grupos de problemas, que en orden de más a menos importantes son:

- 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).

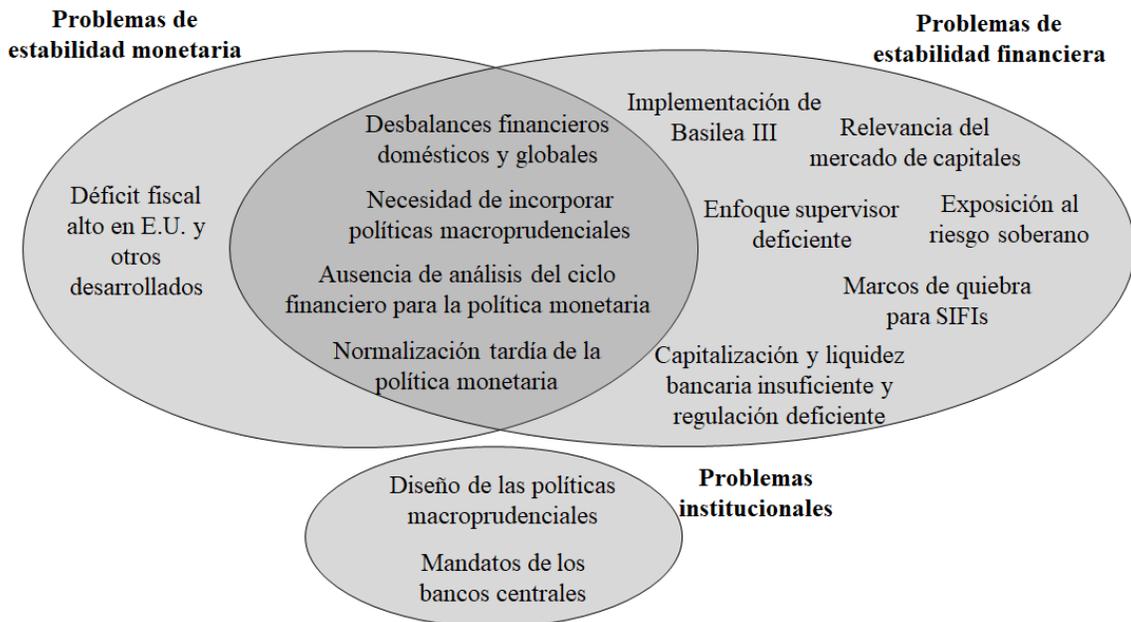
En el Gráfico 2 se muestra una visualización de los problemas más importantes de la pre- y post-crisis de manera comparada según los discursos del BIS.

Gráfico 2. Problemas más importantes de la pre- y post-crisis según los discursos del BIS.

Pre-crisis



Post-crisis



Fuente: elaboración propia.

3. La cooperación monetaria en la post-crisis

3.1. 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 3.

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 3. 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 3. 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 2) con la columna 1 de cooperación (Tabla 3). 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.

3.2. 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 desarrollados¹³. 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

¹³ Se denomina también en este trabajo “debt trap” en su versión fiscal, o “paradox of policy” en palabras de Mervyn 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”¹⁴, 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 BIS¹⁵. 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

¹⁴ Por ejemplo, en (Caruana, 2015b; 2015c).

¹⁵ *“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)¹⁶, 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 país¹⁷: *“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

¹⁶ *“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).

¹⁷ 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 3, 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 académicos¹⁸. Vale remarcar que, como indica Borio (2019), 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.

3.3. 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 BIS¹⁹, 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

¹⁸ O los propios banqueros centrales de los países afectados, como fue Mantega en el caso de Brasil (Cascione & Duarte, 2013).

¹⁹ 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 capítulo cada agenda cooperativa por separado.

3.3.1. 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*”²⁰, 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 emergentes²¹.

²⁰ 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).

²¹ 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)²². 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 financiera²³, 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,

²² 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).

²³ 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 importantes²⁴, 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 regulaciones²⁵ 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.

²⁴ 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.

²⁵ 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 riesgo²⁶. 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-capital²⁷. 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

²⁶ 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.

²⁷ 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%²⁸ 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

²⁸ 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 Assessment 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 comprometa su balance²⁹. 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

²⁹ 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)³⁰.

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.

³⁰ 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 titulados, 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 3), 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)³¹. 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

³¹ 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 3). 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 3), 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 3), 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 el título 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 BCBS³², 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)³³. 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

³² 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).

³³ 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.

3.3.2. 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, 2016), 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 recurso³⁴, que puede encontrarse en la Tabla 4.

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 4. 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.

³⁴ 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 (2016) 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 4. 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 4.

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 financiera³⁵.

³⁵ 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

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.

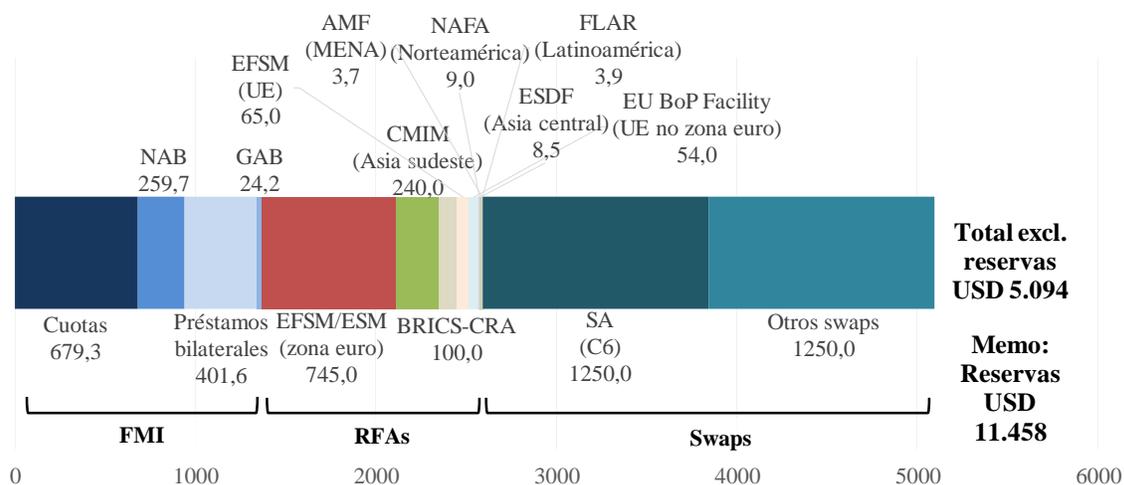
Respecto de la suficiencia, cuantificar la GFSN tiene sus desafíos, mayormente por compromisos contingentes que pueden o no utilizarse. El Gráfico 3 muestra una estimación a 2017. En primera medida, surge que las reservas internacionales son el componente más importante (casi 70%); ello ha sido así desde inicio de los 2000, cuando los emergentes (mayormente asiáticos) comenzaron a

insuficiencia. Esta es la hipótesis de “safe assets shortage”, que precisamente es parte del cuerpo teórico que problematiza los desbalances globales.

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 3. 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 contrapartes³⁶; al 18 de ese mes, USD 247 mil millones con 5 contrapartes³⁷, a fines de ese mes, USD 620 mil millones con 9 contrapartes³⁸ y un mes después, a fines de oct-08, swaps sin límite con 4 contrapartes³⁹ y otras 10 líneas⁴⁰ 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 miembros⁴¹. 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

³⁶ BCE y Suiza.

³⁷ Se sumaron Japón, Reino Unido y Canadá (este último finalmente no hizo uso del swap).

³⁸ Se sumaron Australia, Dinamarca, Suecia y Noruega.

³⁹ BCE, Suiza, Japón y Reino Unido.

⁴⁰ A los anteriores se sumaron México, Corea del Sur, Singapur, Brasil y Nueva Zelanda (estos últimos 3 finalmente no hicieron uso de los swaps).

⁴¹ Estados Unidos, Reino Unido, BCE, Japón, Suiza y Canadá.

en 1997-8, se crea el grupo ASEAN+3⁴² 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 finalmente⁴³ 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 tenían⁴⁴.

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)⁴⁵, 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.

⁴² 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.

⁴³ Se le llamó “Manila Framework” dado que surgió de la reunión en Manila en 1997.

⁴⁴ 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.

⁴⁵ 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 inexistente⁴⁶. 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 3). El desarrollo no europeo más relevante ha sido el acuerdo entre los BRICS⁴⁷ 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 y otros 5

⁴⁶ 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.

⁴⁷ Brasil, Rusia, India, China y Sudáfrica.

países de su zona de influencia⁴⁸. 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 2012⁴⁹, 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

⁴⁸ 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.

⁴⁹ 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 millones⁵⁰ establecidos en 1962 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)⁵¹ 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 millones⁵² 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

⁵⁰ USD 26 mil millones si se suma el complemento de Arabia Saudita, que se acordó dejar caer en 2018.

⁵¹ 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).

⁵² 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).

NAB⁵³. 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 millones⁵⁴, 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

⁵³ Los montos de un mismo componente entre años pueden variar levemente por variaciones en el tipo de cambio SDR / USD.

⁵⁴ 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 crisis⁵⁵ 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 Fondo⁵⁶.

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 FCL⁵⁷, 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 2017⁵⁸.

Más allá de una evaluación de las reformas del *toolkit* del Fondo⁵⁹, 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

⁵⁵ “Contingent Credit Line” (CCL) creado en 1999 tras las crisis asiáticas y expirado sin uso en 2003.

⁵⁶ 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.

⁵⁷ 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).

⁵⁸ Macedonia (2011) y Marruecos (2012).

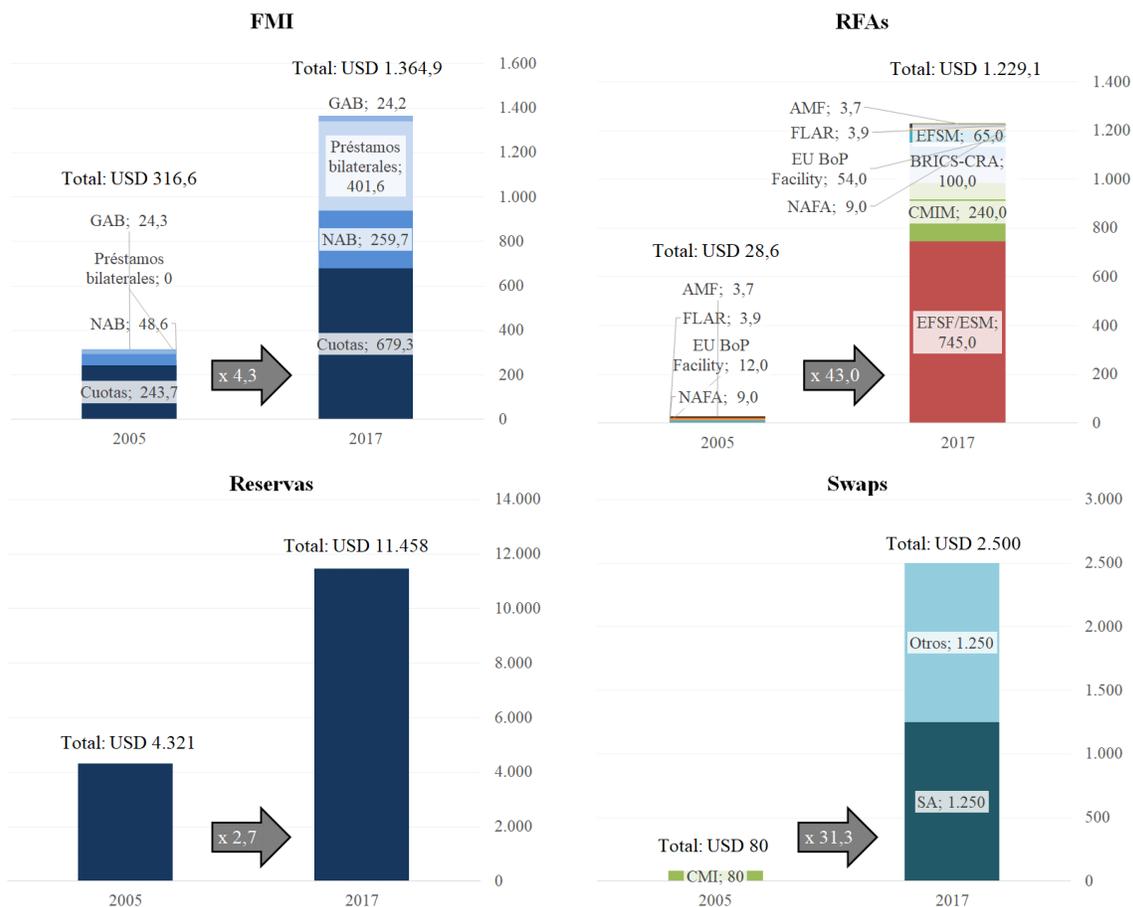
⁵⁹ Solo se comentó (muy) brevemente aquí los nombres y las características de los instrumentos. Ver (FMI, 2017a) para un repaso más técnico del tema y (Cheng, 2016) para uno más político.

recursos probablemente no sean suficientes o bien haya otras herramientas más rápidas y menos costosas (ej., swaps).

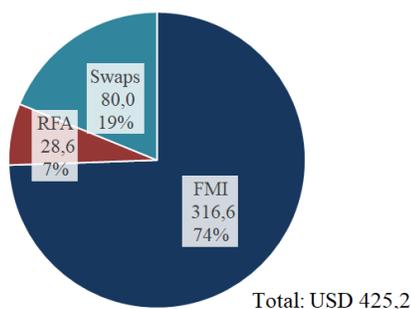
El resultado que arroja todo esto es una capa global (FMI) que deja baches importantes, que no puede dar certidumbre ex ante para los países que la necesitan, que no puede escapar al rechazo por el estigma y que, al intentar abrir opciones más accesibles, potencia el estigma por la señal de que el país aplicante no califica para los programas más exigentes (percepción de “tiering”, es decir escalonamiento).

El Gráfico 4 resume la magnitud y la composición de la GFSN a 2017 tras todas las expansiones y reformas post-crisis explicadas.

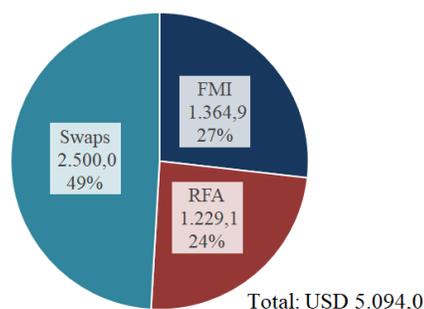
Gráfico 4. GFSN por recurso y total, comparación 2005 vs 2017.
En miles de millones de USD



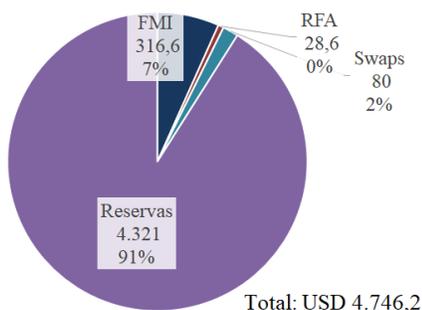
GFSN 2005 (excl. Reservas)



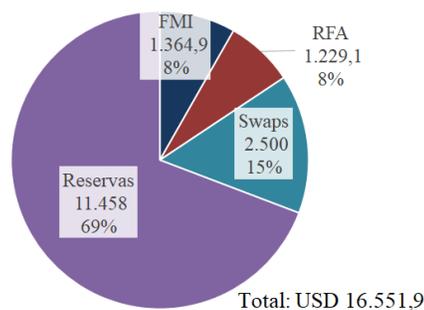
GFSN 2017 (excl. Reservas)



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 3.

Abreviaciones: ver pie del Gráfico 3.

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 (2016) 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”⁶⁰ y/o “gatekeepers”⁶¹, dado que precisamente sus necesidades serían mayores por ocupar roles más centrales en cuanto a tamaño y contagio.

⁶⁰ 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.

⁶¹ 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 primero los

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 agregado⁶². 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 2015⁶³.

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 5 se muestra un intento por reflejar los indicadores y países más relevantes.

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.

⁶² 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.

⁶³ Números en base a información histórica de cuotas del FMI y pasivos externos según la base de datos de (Lane & Milesi-Ferretti, 2017).

Tabla 5. 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					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		-	X	SA y c/China	(""; 5,0%), (""; 57,0%)	4,8%
Austria		Systemic					(""; 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, 2016), 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 países⁶⁴. 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

⁶⁴ 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 respecto⁶⁵ 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 2011⁶⁶ (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 veces⁶⁷, 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).

⁶⁵ 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).

⁶⁶ 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).

⁶⁷ 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 4. 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 6 resume las distintas acepciones de la fragmentación y algunas iniciativas puntuales para atacar el problema.

Tabla 6. 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, 2019) (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.

3.4. Cooperación en la post-crisis de 2007-8 en retrospectiva

¿Qué puede decirse, entonces, sobre la cooperación en la post-crisis si se la analiza con perspectiva histórica, contrastando con la de pre-crisis? Comenzando por el rol específico del BIS, algunas de sus funciones 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.

Moviéndonos al plano de la cooperación en general, que incluye pero no se limita al BIS, se debe comenzar por trazar el contraste entre post-BW pre- y post-crisis. Al quebrarse Bretton Woods, 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 de 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 receptado 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 polo⁶⁸ de países –el agrupamiento BRICS es una referencia– con capacidad de exponer o “contarle al mundo” las consecuencias negativas⁶⁹ 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 imponiendo ellos mismos reglas de juego o retaliando con acciones que perjudiquen a los países avanzados originantes de los efectos contagio⁷⁰. 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

⁶⁸ “Polo” usado como “grupo”, no en el sentido estricto del término en las relaciones internacionales como un actor individual que detenta poder.

⁶⁹ 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.

⁷⁰ 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.

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 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 severa⁷¹. 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

⁷¹ 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 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).

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 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.

4. Conclusiones

Este trabajo intentó caracterizar los principales problemas del orden monetario internacional de la post-crisis y las respuestas cooperativas a esos problemas. 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. El análisis de problemas del orden monetario de pre- (con objetivos de contraste) y post-crisis y su cooperación asociada se estructuró alrededor del análisis 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 pre-crisis? En los años inmediatos anteriores, 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.
- ¿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 pre-crisis? 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.
- ¿Qué rol ha desempeñado el BIS en la cooperación monetaria de la post-crisis y cómo se compara con sus funciones en la pre-crisis? Algunas de sus características 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.
- 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.
- 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.
- Bahaj, S., & Reis, R. (2018). *Central bank swap lines*. London: Staff Working Paper No. 741.
- 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. (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.
- BIS. (2016). Towards a “new normal” in financial markets? *14th BIS Annual Conference*, (págs. 1-26). Lucerne.
- Borio, C. (Mayo de 2019). (M. Piccolo, Entrevistador)
- Borio, C., & Toniolo, G. (Febrero de 2006). *BIS Working Papers*. Obtenido de Bank for International Settlements: <http://www.bis.org/publ/work197.pdf>
- Brookings Institution. (2011). *Rethinking central banking*. Committee on International Economic and Policy Reform.
- 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). *Macroprudential 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.
- 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 Macprudential Policies in an Interconnected World*. Montevideo: Prepared for IEA-BCU Roundtable on “Capital Flows, Capital Controls and Monetary Policy”.
- Cohen, B. J. (1995). 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. Obtenido de Bank for International Settlements: <http://www.bis.org/publ/work198.pdf>
- 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.
- Denbee, E., Jung, C., & Paternò, F. (2016). Stitching together the global financial safety net. *Financial Stability Papers, Bank of England*, 1-33.
- 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.
- Disyatat, P. (Junio de 2019). (M. Piccolo, Entrevistador)
- Domanski, D. (Mayo de 2019). (M. Piccolo, Entrevistador)
- Eichengreen, B. (1987). *Hegemonic Stability Theories of the International Monetary System*. Cambridge: NBER.
- Eichengreen, B., & Gupta, P. (2014). *Tapering Talk: The Impact of Expectations of Reduced Federal Reserve Security Purchases on Emerging Markets*. World Bank Working Paper.
- 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>
- 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. (2016). 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>
- 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.
- Fратиани, 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.
- 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>
- 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.
- 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/>
- 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.
- Keynes, J. M. (1971). *The collected writings of John Maynard Keynes*. Londres: Macmillan.
- 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.

- 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.
- 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., & Schenk, C. R. (2020). *Central bank swaps then and now: swaps and dollar liquidity in the 1960s*. Basel: BIS Working Papers.
- 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. (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>
- Oatley, T., & Nabors, R. (1998). Redistributive Cooperation: Market Failure, Wealth Transfers, and the Basle Accord. *International Organization*, 35-54.
- Ocampo, J. A. (2017). *Resetting the international monetary (non)system*. Oxford: Oxford University Press.

- 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. Obtenido de Bank for International Settlements: <http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap27.pdf>
- 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-iippe2019.sciencesconf.org/249024/document>
- Rogoff, K. (1985). Can international monetary policy cooperation be counterproductive? *Journal of International Economics*, 199-217.
- 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>
- Sterling-Folker, J. (2002). *Theories of International Cooperation and the Primacy of Anarchy*. New York: State University of New York.
- 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>
- 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.