



Los movimientos de capital y su impacto en los países en desarrollo: una propuesta.

Noviembre 2016

**Informe Elaborado por:
OSVALDO KACEF y JOSÉ LUIS MACHINEA**



Índice

1. Introducción
2. Las distintas etapas de la globalización
3. Breve historia del G-20
 - a. Creación, países miembros y decisiones
 - b. Los temas de análisis
4. El G-20 como instancia de coordinación
5. Los movimientos de capitales y su impacto en los países en desarrollo
6. Las posibles restricciones al movimiento de capitales
 - a. Las restricciones globales
 - b. Las restricciones en el ámbito de los países
7. La coordinación macroeconómica y financiera
 - a. Los desequilibrios y las políticas económicas con impacto global
 - b. La coordinación macroeconómica
 - c. La coordinación financiera
 - d. Redes de protección
8. Comentarios finales
9. Referencias bibliográficas



1. Introducción

La crisis económica global, que se manifestó en toda su intensidad en el año 2008, marcó la interrupción de la fase más larga e intensa de crecimiento económico de América Latina desde la década de 1970.¹ Esto se dio en el marco de una generalizada expansión económica internacional, cuyo auge abarcó desde 2003 hasta mediados de 2007, cuando comenzaron a generalizarse gradualmente los problemas que se iniciaron en el mercado de hipotecas de alto riesgo de los Estados Unidos. El impacto se reflejó en los sistemas financieros de todo mundo y afectó significativamente a los mercados de bienes y de trabajo, de manera especialmente marcada desde septiembre de 2008.

El fantasma de la “gran depresión” atemorizó al mundo hacia fines del 2008 y este temor motorizó una respuesta inédita de la política económica. La crisis de los años ‘30 dejó como enseñanza la necesidad de actuar de manera resuelta a través de políticas monetarias y fiscales expansivas a fin de evitar el riesgo de una depresión económica y esto fue, si bien con diferencias determinadas por las capacidades distintas y por las particularidades de cada caso, lo que los países han estado haciendo de manera generalizada desde el 2008.

La gravedad de la situación puso de relieve la necesidad de contar con instancias de coordinación internacional, tanto en el nivel regional como en el multilateral, que permitieran acciones conjuntas de política macroeconómica y financiera a fin de potenciar las políticas que los países pudieran implementar de manera aislada y para evitar, o al menos limitar, las prácticas predatorias de la política comercial o de la política cambiaria.

En este marco, el Grupo de los Veinte (G20) tuvo un papel destacado para coordinar un impulso fiscal y monetario a escala global que puso freno a la espiral descendente de la recesión internacional. Sin embargo, una vez superado lo peor de la crisis, este espacio comenzó a mostrar limitaciones a medida que iban apareciendo visiones distintas de los países miembros y objetivos muchas veces divergentes que dificultaban las acciones

¹ La interrupción fue temporaria porque la economía de la región volvió a crecer a tasas elevadas en 2010-2011, de manera tal que el período 2003-2011 se compara positivamente con el ritmo de crecimiento del ingreso por habitante de la época dorada de la sustitución de importaciones.



comunes. En particular, la llamada “guerra de monedas” puso en evidencia que las políticas monetarias que impulsaban los países desarrollados no solo contribuían a apreciar las monedas de los países en desarrollo, sino también a aumentar la volatilidad de los flujos de capitales. Si bien, la posibilidad de avanzar en medidas que restrinjan el ingreso de capitales a los países en desarrollo ya no es vista de manera negativa por los organismos internacionales, el volumen de operaciones de los mercados financieros y cambiarios y la permanente innovación de los instrumentos condiciona el efecto de las acciones tendientes a neutralizar los daños colaterales de las políticas implementadas por los países desarrollados.

Reducir la volatilidad de los capitales financieros y controlar sus efectos negativos en las economías en desarrollo requiere retomar la agenda vinculada con la regulación de los movimientos de capitales, pero no solo desde la óptica de las eventuales restricciones para reducir el impacto de su volatilidad sino también tomando nota de la necesidad de lograr avances en la coordinación de las políticas de los países desarrollados y la consideración de su impacto en las economías en desarrollo, algo que ya estaba en la agenda de Keynes en la conferencia de Bretton Woods en 1944.

En tal sentido, en este documento se presentan las bases para una propuesta que la Argentina, junto con otros países en desarrollo, pueda someter al G-20; contiene las medidas globales que deberían implementarse para reducir la volatilidad de los capitales financieros y, en particular, su impacto en los países emergentes. La sección siguiente repasa brevemente la historia de la globalización. La sección subsiguiente está dedicada a reseñar la historia del G20. El documento continúa con el análisis del papel del G20 en tanto instancia de coordinación de políticas macroeconómicas y financieras. El punto 4 analiza la evolución de los movimientos de capitales y su impacto en las economías en desarrollo. Se continúa con una sección dedicada a analizar las posibles restricciones a los movimientos de capitales en el nivel global y el nacional. En la sección 6 se analizan la necesidad y las posibilidades de mejorar la coordinación de políticas macroeconómicas y financieras. Finalmente, la última sección del documento incluye las conclusiones y una propuesta para presentar al G20.



2. Las distintas etapas de la globalización

El uso del término “globalización” es relativamente reciente; fue en la década de 1990 cuando comenzó a ser utilizado para describir un mundo cada vez más interconectado a través del comercio de bienes y servicios y de los flujos de capital. Algunos especialistas y pensadores son muy críticos respecto de la globalización y señalan que se trata de un proceso que tiende a perpetuar situaciones de desigualdad entre países y en el interior de cada uno de ellos (Stiglitz, 2002). Otros, como Sen, señalan que los problemas de la desigualdad están en otra parte y, en cambio, ven la globalización como algo positivo, que podría aumentar el bienestar de la humanidad no solo a partir de la mayor disponibilidad de bienes sino también a partir de los intercambios científicos y culturales (Sen, 2002).

Es necesario recordar que no se trata de un fenómeno nuevo sino de la continuidad y la profundización de procesos de larga data. Es más, no hay entre los historiadores una posición única respecto de en qué momento debe situarse el inicio del proceso de globalización. Aun dejando de lado aspectos sociales, culturales, políticos o biológicos, y restringiendo la definición a la esfera puramente económica, hay quienes sitúan el comienzo de la globalización en el siglo XIX, cuando tuvo lugar la revolución industrial; otros, en cambio, se remontan al siglo XVI, momento de los viajes de Colón y Vasco da Gama; finalmente, hay quienes se remontan incluso al siglo XI, con el aumento de los flujos de comercio a través de las rutas de Asia Central (O’Rourke y Williamson, 2000).

Aunque no es éste el lugar para profundizar en el examen de este tema, vale la pena señalar que, desde el punto de vista del análisis económico, el concepto de “globalización” se relaciona con el impacto que tiene la integración de los mercados y el creciente intercambio de bienes y factores productivos a través de las fronteras, en los precios y en la asignación de recursos. Desde esta perspectiva, y sin tomar partido por ninguna de las posiciones existentes, parece evidente que, para el mundo moderno, la revolución industrial fue un hito fundamental que marcó el comienzo de una etapa que implicó cambios muy marcados respecto del pasado en relación con la economía mundial. La fortísima disminución de los costos de transporte, que implicaron la navegación a vapor y el ferrocarril, impulsó la profundización del comercio



internacional, con el abandono de las visiones mercantilistas y la pérdida de importancia de los monopolios comerciales. Estos cambios tuvieron un significativo impacto en los precios, los salarios y las rentas, y afectaron la asignación de recursos a escala global. Este proceso, que se intensificó en la segunda mitad del siglo XIX e incluyó una creciente movilidad de capitales, tanto de inversión como financieros, solo fue interrumpido por la primera guerra mundial. En “Las Consecuencias Económicas de la Paz” (1920), Keynes describe con nostalgia la pérdida de un mundo globalizado en el que podía conseguirse cualquier producto en Londres o invertir capital en la explotación de recursos naturales o en nuevas empresas en cualquier parte del mundo.

La globalización se interrumpió hasta el final de la segunda guerra mundial y solo en la posguerra volvió a tomar ímpetu el comercio internacional, partiendo de volúmenes que eran menos de la mitad de los observados antes de la primera gran guerra. Los niveles de comercio internacional de los años anteriores a las guerras sólo fueron superados a partir de la década de 1970, con la incorporación de los contenedores, lo cual implicó otra innovación importante en el transporte de mercancías de larga distancia. Las continuas innovaciones que permitieron paulatinas reducciones en los costos del transporte y las comunicaciones fueron dando lugar en los últimos años del siglo XX no solo a una intensificación del comercio de bienes sino también de servicios, y permitieron la generación de profundas modificaciones en los procesos productivos, al integrar en la producción de bienes industriales complejas piezas producidas en distintas partes del mundo.

En los años '90, internet y la telefonía celular facilitaron enormemente las comunicaciones, lo que dio lugar a un grado de interacción de los mercados financieros nunca antes visto. La posibilidad de estar *on line* con cualquier mercado amplió hasta el infinito las posibilidades en materia de transacciones financieras pero, al hacer desaparecer la protección que antes brindaban las distancias, también permitió el contagio en tiempo real de situaciones de volatilidad y de caída de mercados. Hacia fines del siglo XX, la sucesión de crisis interconectadas entre mercados emergentes, primero en el sudeste de Asia, después en Rusia y más tarde en Brasil y Argentina, fue un claro ejemplo de lo que acabamos de afirmar. Sin embargo, fue sobre todo la gran crisis de 2007-2008, que se generó en los mercados financieros de las economías desarrolladas pero cuyos efectos se propagaron a todo el mundo, la que puso en



evidencia la necesidad de contar con nuevos instrumentos y nuevos espacios de diálogo y coordinación para enfrentar los desafíos que impone un espacio cada vez más pequeño e integrado.



3. Breve historia del G-20

a. Creación, países miembros y decisiones

El G20 es el foro más importante de cooperación en las áreas más relevantes de la agenda económica y financiera internacional. Reúne a un grupo de países con economías avanzadas y emergentes que, en conjunto, representan aproximadamente el 90% del PIB mundial, el 80% del comercio global y dos tercios de la población del mundo. Está constituido por siete países industrializados (Alemania, Canadá, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón, Reino Unido y Rusia (G-8)), la Unión Europea y once economías emergentes de todas las regiones del mundo (Arabia Saudita, Argentina, Australia, Brasil, China, Corea del Sur, India, Indonesia, México, Sudáfrica y Turquía). España ha participado en calidad de país observador en todas las reuniones del grupo a partir de la celebrada en Washington en 2008.

Hasta la década de 1990 la instancia de coordinación de políticas macroeconómicas a escala global fue el G8, que incluía solo a las economías de mayor desarrollo, ya que las economías emergentes no tenían todavía un papel activo en tal sentido. Las repercusiones de la crisis financiera que atravesaron las economías asiáticas a fines de la década de 1990 generaron la necesidad de ampliar la convocatoria con el objetivo de incluir a China y a otros países de menor grado de desarrollo, pero con una creciente importancia en la economía mundial. Esto dio lugar a la creación del G20, cuya primera reunión tuvo lugar en 1999 en Berlín; inicialmente fue pensado como un foro integrado por ministros de finanzas y presidentes de bancos centrales que se reunirían una vez al año para discutir asuntos de relevancia de la economía internacional.



Cuadro 1
Cumbres del G20

Año	Fechas	Lugar
2008	14-15 de noviembre	Washington, DC Estados Unidos
2009	2 de abril	Londres, Reino Unido
	24-25 de septiembre	Pittsburgh, Estados Unidos
2010	26-27 de junio	Toronto, Canadá
	11-12 de noviembre	Seúl, Corea del Sur
2011	3-4 de noviembre	Cannes, Francia
2012	18-19 de junio	Los Cabos, México
2013	5-6 de septiembre	San Petersburgo, Rusia
2014	15-16 de noviembre	Brisbane, Australia
2015	15-16 de noviembre	Antalya, Turquía
2016	4-5 de septiembre	Hangzhou, China
2017		Hamburgo, Alemania

No fue sino hasta la reunión realizada en Washington en el año 2008, en el marco de la crisis financiera internacional, que el G20 se convirtió en un espacio de encuentro y debate de presidentes y primeros ministros con el objeto de llegar a acuerdos tendientes a profundizar la cooperación económica internacional. A partir de entonces, las reuniones de ministros de finanzas y presidentes de bancos centrales, que comenzaron a realizarse anualmente, tuvieron como uno de sus objetivos principales discutir cómo llevar a la práctica las propuestas impulsadas en las cumbres de los líderes políticos; además, también debían generar insumos para las reuniones de los jefes de Estado. Desde el 2008 a la fecha se realizaron 10 cumbres y están previstas dos reuniones más, en 2016 y 2017, tal como se detalla en el cuadro 1.



b. Los temas de análisis

Inicialmente, en el contexto de la crisis, la agenda de temas de las cumbres y de los foros giró básicamente alrededor de cuestiones macroeconómicas y financieras que hicieran posible, tal como lo señala el documento oficial de la cumbre de Pittsburgh, “promover un crecimiento global fuerte, sostenible y equilibrado”. Sin embargo, superada la emergencia inicial y como una manera de contrarrestar las críticas acerca de la legitimidad del grupo, en los sucesivos encuentros la agenda se fue ampliando en respuesta a demandas de distintos miembros del grupo e incorporó nuevas temáticas. Para ello, paralelamente a las cumbres y las reuniones de ministros y presidentes de bancos centrales, se crearon los grupos de trabajo y los comités de expertos que trabajan en la revisión de la arquitectura financiera internacional y en el diseño y la implementación de diversas iniciativas de carácter regulatorio, entre las que se destacan las tendientes a asegurar una mayor transparencia y un funcionamiento más eficaz y responsable de los mercados financieros, incluidas las instituciones financieras internacionales (bancos y aseguradoras, entre otras). Adicionalmente se trabaja en la coordinación y la implementación de políticas orientadas a reducir las brechas de desarrollo en el nivel global, optimizar la coordinación del financiamiento del desarrollo para la realización de proyectos de infraestructura, promover la seguridad alimentaria mundial, optimizar la movilización de los recursos domésticos -objetivo, este último, que implica reducir la evasión fiscal incentivada por los llamados “paraísos fiscales”-, promover el empleo y la implementación de políticas sociales inclusivas y combatir la corrupción.

4. El G-20 como instancia de coordinación

A partir de la primera cumbre realizada en Washington a fines del 2008, en el peor momento de la crisis, el G20 fue visto como un espacio en el cual sería posible la profundización de la coordinación económica global. La cumbre de Londres, en abril del 2009, la más relevante de las realizadas desde la creación del grupo hasta la fecha, fue escenario de un amplio acuerdo sobre medidas para sacar a la economía mundial de la depresión y alentó expectativas acerca de las posibilidades de impulsar políticas



macroeconómicas y financieras de manera coordinada entre un conjunto de países. Estas expectativas fueron en gran medida confirmadas en la cumbre de Pittsburgh, que tuvo lugar más tarde en el mismo año. De esta forma, 2009 fue el año del consenso acerca de la necesidad de un “keynesianismo” a nivel global en cuestiones de política macroeconómica y de la necesidad de profundizar la cooperación entre bancos centrales a fin de evitar un efecto dominó y recuperar la estabilidad de los mercados financieros. Las ganancias de la coordinación de las políticas económicas estaban claras para todos los involucrados.

Pero las cosas comenzaron a cambiar. A partir de la cumbre de Toronto, el temario de las cumbres comenzó a incluir temas que dieron lugar a desacuerdos. Uno de ellos fue el de los (des)balances globales, en particular los superávits comerciales elevados de China, Alemania y otras economías desarrolladas y emergentes y, como contrapartida, el fuerte déficit comercial norteamericano. Se trata de una cuestión en la que no están tan claras las ganancias de la coordinación para todos, al menos en el corto plazo. Los orígenes de esa cuestión son materia de una discusión académica que podría ser resumida en la siguiente pregunta: ¿se trata de una subvaluación cambiaria en las economías superavitarias o de un déficit fiscal elevado en Estados Unidos? Se volverá a este tema más adelante en este documento.

Otras cuestiones en las que comenzaron a emerger y a crecer desacuerdos en el nivel de la coordinación macroeconómica están relacionadas con las políticas fiscales y monetarias por implementar. En relación con la primera, como se discute en la sección 6 de este documento, comenzaron a ser evidentes las diferencias entre Estados Unidos y Alemania acerca de los alcances y los tiempos de la llamada “consolidación fiscal”. En el área monetaria y debido a que tienen necesidades muy distintas en este aspecto, las divergencias enfrentaron a las naciones desarrolladas y a las economías emergentes. Los fuertes estímulos monetarios a los que recurrían Estados Unidos y, en menor medida, Europa para sacar a sus economías de la recesión, colocaban a las economías emergentes ante la necesidad de enfrentar fuertes entradas de capitales que estaban a la búsqueda de mejores rendimientos financieros. Ello, a su vez, generaba incentivos para que se apreciaran sus monedas, dando lugar a problemas de competitividad de sus estructuras productivas. Esto motivó la advertencia del Ministro de Economía del Brasil sobre la llamada “guerra de monedas”, que volvió a poner sobre el tapete el viejo tema



de las devaluaciones competitivas, cuestión que había tenido una gran relevancia en la década de 1930 y estuvo entre las principales preocupaciones de los acuerdos de Bretton Woods en 1944.

Además, la crisis del euro fue ganando importancia, lo cual sumó a la mesa de discusiones los propios problemas europeos para coordinar políticas económicas y los desacuerdos acerca de cuál debía ser la combinación adecuada de impulsos monetarios y fiscales. Al mismo tiempo, aunque todos los países estaban y están de acuerdo en la necesidad de que Europa supere sus problemas, las propuestas de ayuda comenzaron a ir acompañadas por crecientes demandas de mayor poder de las economías emergentes en las organizaciones internacionales, que agregaban una dificultad adicional al diálogo.

En el área financiera se logró un importante acuerdo en relación con los requerimientos de capital para la actividad bancaria (Basilea III) aunque las normas sobre los requerimientos de liquidez de los bancos son un tema todavía sujeto a debate. Tampoco hay claridad respecto de cómo se aplicarán las nuevas normas en cada país y cómo se supervisará su cumplimiento, tal como se analiza en la sección 6.a de este documento. Al mismo tiempo, también fueron creciendo los desacuerdos y la falta de respuestas adecuadas en especial para la problemática de las economías emergentes. Por ejemplo, respecto de la necesidad de regular los flujos internacionales de capitales y de generar redes de salvataje apropiadas para situaciones de reversión súbita de la dirección de estos flujos. También afloraron desacuerdos entre quienes sostenían la necesidad de aplicar impuestos a los bancos y quienes se oponían a ello.

Adicionalmente, la cantidad y la variedad de objetivos que se fueron agregando a la discusión no solo dispersan y dificultan los esfuerzos sino que comienzan a generar el peligro de inconsistencias entre los múltiples objetivos que se persiguen y de convertir un espacio que, en principio, está dedicado a permitir la coordinación de políticas económicas, en una instancia generadora de comunicados y declaraciones con escaso impacto práctico. Un problema que, por cierto, ha aquejado desde siempre a las iniciativas de coordinación de políticas económicas, lo cual llevó a comparar la cooperación internacional para la coordinación con el monstruo de Lago Ness, algo de lo que mucha gente habla pero nadie vio (ver Blanchard y otros, 2015).



5. Los movimientos de capitales y su impacto en los países en desarrollo

Las economías en desarrollo estuvieron aisladas de los mercados financieros desde la gran depresión hasta la década de 1970. En ese período, su acceso al crédito internacional, siempre limitado, provenía casi exclusivamente de fuentes oficiales o de los organismos multilaterales como el Fondo Monetario Internacional, el Banco Mundial o el Banco Interamericano de Desarrollo, al tiempo que los flujos en concepto de inversión directa tampoco eran significativos. Ese contexto de financiamiento externo escaso limitaba las posibilidades de esas economías de sostener procesos de crecimiento prolongados y daba lugar a trayectorias caracterizadas por marchas y contramarchas, dinámica conocida como “stop-go”, habitual en América Latina en general y en la Argentina en particular. En esos años, la escasez crónica de divisas daba lugar al establecimiento de prohibiciones y restricciones severas para las operaciones que involucraban el uso de moneda extranjera.

Esas circunstancias cambiaron a partir de mediados de la década de 1970, cuando a los *shocks* provocados por el precio del petróleo les siguió una fuerte expansión de la oferta de fondos en los mercados financieros internacionales, en especial en el llamado “euromercado”, originada en el reciclaje de los “petrodólares”. Si bien podría pensarse que el creciente acceso al financiamiento externo podría haber ampliado las bases para lograr un crecimiento sostenido al relajar la escasez de divisas, en la práctica los resultados, al menos en América Latina, estuvieron muy lejos de esta posibilidad, ya que terminó siendo un mecanismo para financiar déficit elevados en cuenta corriente en el contexto de fuertes apreciaciones del tipo de cambio real. Fue así como, a comienzos de la década de 1980, la combinación de niveles de endeudamiento elevados y el aumento de las tasas de interés internacionales, derivadas del endurecimiento de la política monetaria en Estados Unidos, colocó a varias economías de América Latina en situaciones críticas que desembocaron en lo que, desde el punto de vista del funcionamiento de las economías latinoamericanas, se denominó “la década perdida”² y

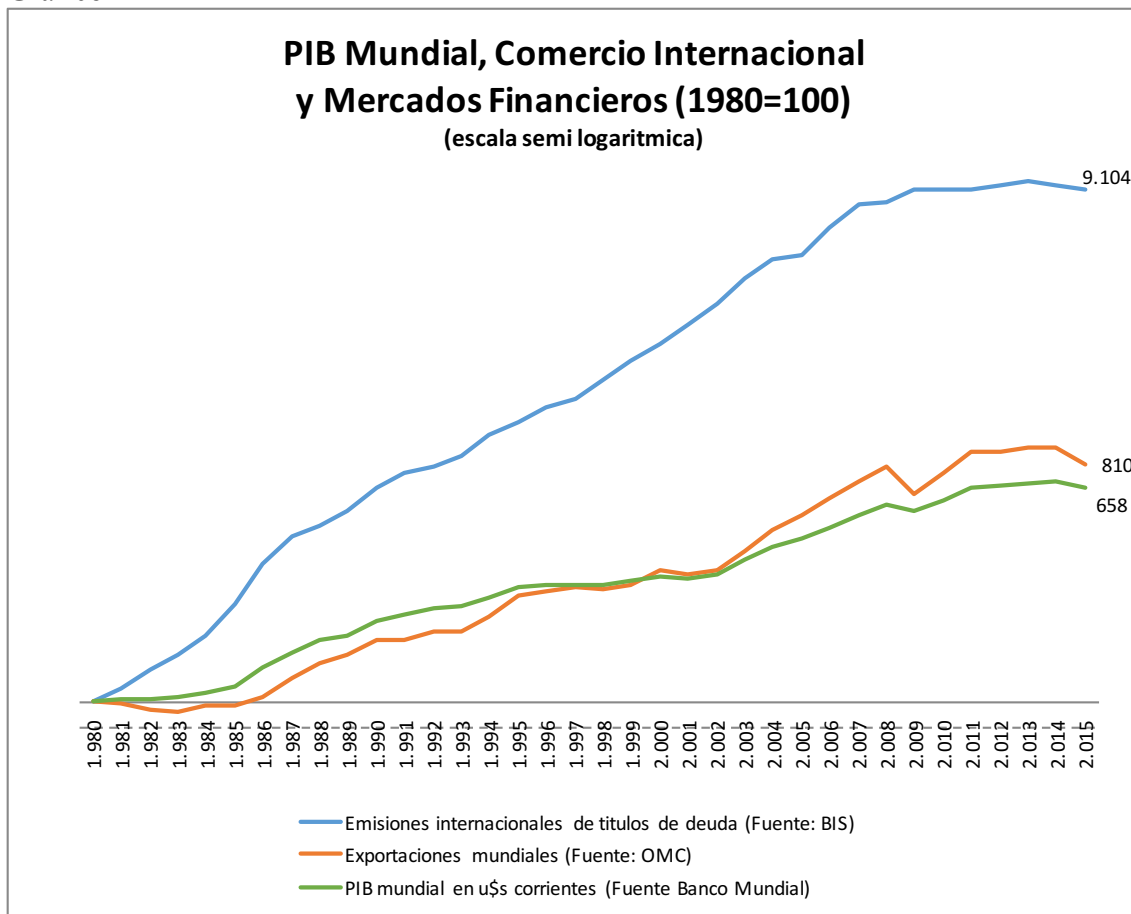
² Vale la pena señalar que aunque la década de 1980 fue testigo de un fuerte deterioro de los indicadores económicos y sociales, desde el punto de vista político marcó, en contraposición, la recuperación de las libertades democráticas en muchos países de la región.



que marcó el inicio de otro período de aislamiento financiero que duró hasta comienzos de la década de 1990.

A partir de la década de 1990, la conjunción de adelantos tecnológicos sin precedentes en materia de comunicaciones y la creciente sofisticación (y escasa regulación) de los mercados financieros internacionales dieron lugar a una enorme expansión de la operatoria de esos mercados, casi exclusivamente basados en fondos de origen privado, muy sensibles a las expectativas de rendimiento de corto plazo y a los riesgos percibidos y que develaron dos características esenciales de los flujos de capital orientados hacia las economías en desarrollo: su carácter procíclico y su extrema volatilidad (ver, por ejemplo, Ffrench-Davis 2009 y 2016).

Gráfico 1



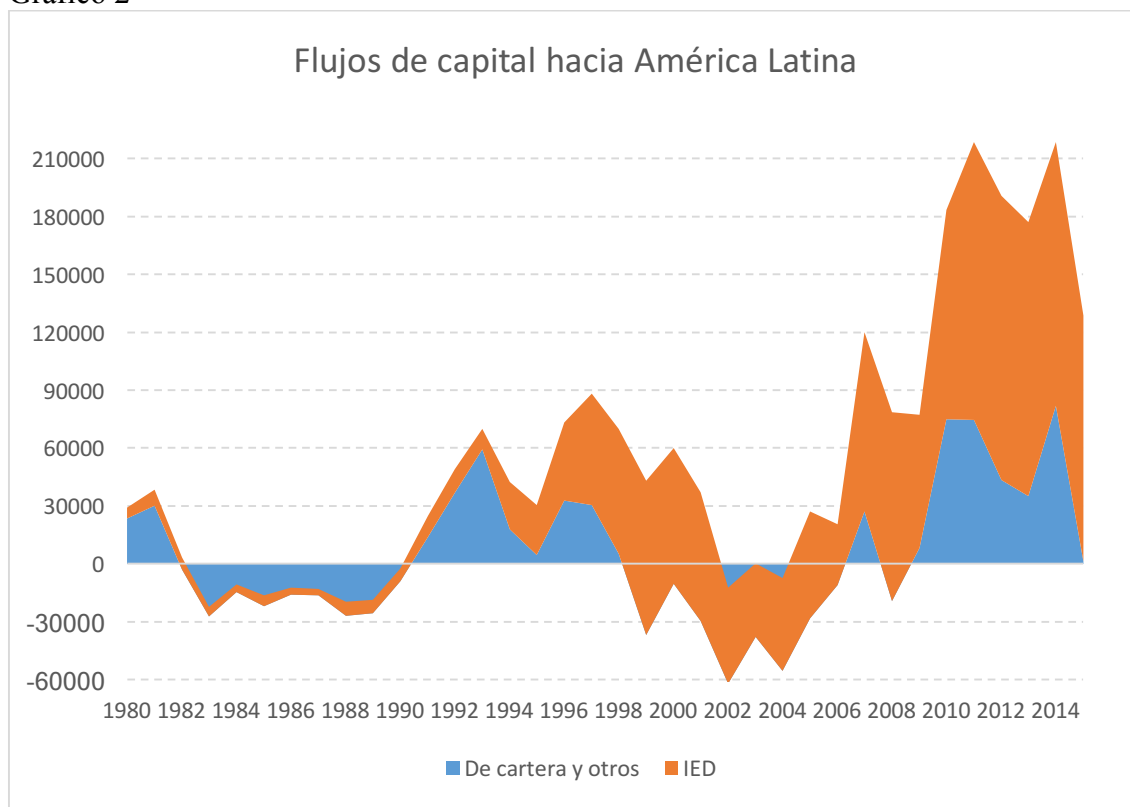
El gráfico 1 es elocuente sobre la diferente evolución que mostraron los agregados reales y los financieros en la economía global en los últimos 35 años. Mientras que el PIB mundial en dólares corrientes creció a una tasa anual de alrededor del 8% y se multiplicó por algo más de 6 entre 1980 y 2015 y las exportaciones mundiales crecieron



a una tasa anual promedio de 9% y se multiplicaron por alrededor de 8 en el mismo período, las emisiones de deuda en mercados internacionales crecieron al 20% anual y se multiplicaron por 91. En el mismo sentido, de acuerdo con estimaciones del Banco de Pagos de Basilea (BIS por sus siglas en inglés) citadas por Schafer (2012), los mercados cambiarios operan montos equivalentes a aproximadamente 15 veces el PIB mundial y 35 veces el volumen del comercio internacional. En esta misma línea, Schulmeister (2012) afirma que en el año 2010 el total de operaciones realizadas en los mercados financieros y cambiarios fue equivalente a 70 veces el PIB mundial. Todo esto al mismo tiempo en que el enorme crecimiento y la diversificación y sofisticación de las operaciones han hecho cada vez más difícil su control.

Un repaso de la evolución de la cuenta de capital y financiera del balance de pagos de América Latina desde los años 1980 hasta la actualidad también pone de manifiesto el fuerte crecimiento de los flujos de capital de los últimos 25 años y su carácter procíclico y volátil. En el gráfico 2 puede verse cómo, después de superada la década de 1980, en la que el financiamiento externo fue negativo y tuvo lugar un drenaje de recursos desde la región de América Latina hacia los mercados financieros internacionales, los capitales internacionales volvieron a ingresar a esta región de manera significativa a partir de los años 1990. La bonanza que siguió a la regularización de las deudas de los países de esta región fue acompañada por una fuerte entrada de capitales de corto plazo que acentuó la expansión de las economías y presionó al mismo tiempo a la apreciación de los tipos de cambio. Esta bonanza se interrumpió con la crisis mexicana de fines de 1994, cuyos efectos en las economías de la región fueron amplificados por la súbita retirada de los capitales externos de corto plazo. El proceso se reanimó temporariamente en 1996 hasta que la sucesión de crisis en algunas economías de Asia, Rusia, Brasil y Argentina, fue acompañada por el retiro masivo de los fondos privados de los mercados emergentes, razón por la cual el financiamiento externo de la región en la segunda mitad de la década del 1990 pasó a depender exclusivamente de los flujos de inversión extranjera, principalmente orientados a los procesos de privatizaciones que tuvieron lugar en América Latina en esos años.

Gráfico 2



Fuente: elaboración propia en base a CEPAL

A diferencia de otros momentos de la historia de América Latina, el crecimiento que mostraron las economías de la región entre el 2003 y 2007 fue acompañado por una salida neta de capitales, como consecuencia del superávit en cuenta corriente que caracterizó esos años, que permitió una disminución de las tasas de interés internas y dio lugar a una cancelación de pasivos externos.³ A partir del 2010, como consecuencia de las políticas monetarias fuertemente expansivas implementadas por Estados Unidos y en menor medida por el Banco Central Europeo, la abundante liquidez internacional volvió a orientar los flujos de capitales hacia las economías en desarrollo en busca de rendimientos más atractivos. En América Latina esto implicó una masiva entrada de capitales de corto plazo que permitió financiar el déficit de la cuenta corriente del balance de pagos regional, pero dificultó en extremo el manejo de la política cambiaria. Esta situación se extendió hasta 2015, cuando las expectativas de un paulatino endurecimiento de la política monetaria de la Reserva Federal, sumada a la prolongada crisis europea y al deterioro de los indicadores macroeconómicos en la mayor parte de

³ En 2007 hubo algún ingreso de capitales de corto plazo, que se concentró en gran medida en Brasil como consecuencia de las altas tasas de interés internas y de la política de fuerte esterilización del impacto monetario de esos capitales.



los mercados emergentes, marcó la casi desaparición de los capitales de origen financiero y el financiamiento del balance de pagos volvió a depender exclusivamente de los recursos provenientes de la inversión extranjera directa, también disminuidos.

Los movimientos abruptos de enormes cantidades de recursos y la creciente pérdida de control del funcionamiento de los mercados financieros que deben ejercer los organismos encargados de esta tarea en el nivel nacional y en el internacional han derivado, como se ha visto en la sección previa, en situaciones de extrema vulnerabilidad para la economía global en términos generales pero para los países en desarrollo en particular, condicionando la administración de la política macroeconómica y acentuando la amplitud de los ciclos. Así, lejos de la expectativa de servir como una palanca para el desarrollo al poder aliviar la restricción externa, los mercados financieros internacionales se transforman en una fuente de volatilidad que dificulta la toma de decisiones de inversión y el crecimiento del producto potencial. Por esta razón se torna imperativa la necesidad de que los gobiernos nacionales y los organismos internacionales adopten medidas tendientes a regular los flujos financieros de corto plazo y a permitir que las economías en desarrollo accedan a recursos que les permitan atravesar de manera menos traumática los ciclos económicos, tema que se analiza en las próximas secciones de este documento.

6. Las posibles restricciones al movimiento de capitales

a. Las restricciones globales

Dos mecanismos que podrían instrumentarse en escala global y que han comenzado a recibir cierta atención a partir de las discusiones que se han dado en el G20, son la posibilidad de cobrar un impuesto a las transacciones financieras y/o cambiarias y la instrumentación de algún esquema de financiación contracíclico fondeado con emisiones de derechos especiales de giro (DEGs) del FMI, cuyo análisis se realiza en la sección 7.

El primero de ellos surge de una idea de Tobin que en 1972 llamaba a “poner arena en la rueda” de los mercados cambiarios, con el propósito de evitar las fuertes oscilaciones en las cotizaciones de las monedas, oscilaciones originadas en movimientos especulativos, disminuyendo así el riesgo de crisis cambiarias. La propuesta preveía la implementación simultánea en todos los países del mundo de un impuesto con una



alícuota muy baja, que desalentara operaciones de muy corto plazo pero que no introdujera una distorsión importante en el comercio internacional ni en las operaciones financieras destinadas al financiamiento productivo. Esta idea fue reformulada y complementada por Spahn en los años 1990, quien propuso desdoblar el gravamen diferenciando operaciones de corto y largo plazo, al aplicar una tasa de 0,01% para operaciones a menos de un mes de plazo y un impuesto especial con una alícuota muy elevada si el tipo de cambio escapaba de una banda de flotación determinada. Las operaciones a largo plazo estarían exentas.

Más recientemente, en el año 2008, se propuso un impuesto general sobre todas las operaciones de compra y venta de mercados spot y de activos derivados (ver Schulmeister, 2012). La propuesta prevé que este impuesto tenga una alícuota baja que desalentaría solo las operaciones de muy corto plazo, las llamadas operaciones de alta frecuencia (high frequency trade), para las que aun un impuesto con una alícuota muy baja generaría un aumento significativo de los costos de transacción que desincentivaría este tipo de operaciones.

Los que defienden la aplicación de un impuesto de este tipo destacan además que su aplicación permitiría un aumento de la recaudación tributaria y su efecto distributivo sería progresivo. Asimismo, la crisis financiera puso en evidencia que los sistemas financieros han crecido demasiado y son ineficientes, por lo que si el impuesto contribuye a disminuir su tamaño esto sería un beneficio adicional. Los que, en cambio, son críticos en relación con el impuesto señalan que se trata de un impuesto ineficiente y mal diseñado que dará lugar a una gran actividad de elusión que podría generar problemas para algunos mercados, al tiempo que aumentaría el costo del capital y desalentaría la inversión. Asimismo señalan que, al no atacar el apalancamiento excesivo que fue la causa del aumento del riesgo sistémico, tampoco contribuiría a disminuir el riesgo de una crisis (Burman y otros 2015).

Tal vez el impuesto a las transacciones financieras no sea un impuesto perfecto pero tiene algunas virtudes y sus posibles desventajas podrían amortiguarse si su aplicación fuese generalizada y con una base tributaria amplia que dificultara la evasión y la elusión. Además, si bien es cierto que no constituye una garantía suficiente para evitar una crisis, podría ser un buen complemento y ayudaría a incrementar los ingresos fiscales y disminuir, de esa forma, el endeudamiento público.



b. Las restricciones en el ámbito de los países

Hace pocos años se podía decir que la década de 1930 había sido el período de mayores novedades en el campo macroeconómico, tanto desde el punto de vista teórico, por la publicación de la Teoría General del Empleo, el Interés y el Dinero de John M. Keynes, como desde el punto de vista de las acciones de política económica, por el abandono definitivo del patrón oro, el inicio de la utilización de políticas fiscales contracíclicas y las mejores regulaciones del sistema financiero. La primera década de este siglo compite con ese período en términos de las novedades y de las dudas que dejó la crisis de 2007-2008 en el plano teórico y en el manejo de la política macroeconómica.

A comienzos del nuevo siglo, el pensamiento económico dominante proclamaba ciertas “verdades” macroeconómicas, entre ellas, el *inflation targeting* como única guía de la política monetaria, la libertad absoluta al movimiento de capitales, la escasa efectividad y la inconveniencia de las políticas fiscales discrecionales, la desregulación del mercado financiero para mejorar la asignación de recursos y promover la innovación y el convencimiento de que los equilibrios múltiples eran solo un problema de los países en desarrollo. A comienzos de esta segunda década del siglo XXI todas esas “verdades” están en duda o ya no están siendo consideradas como tales.

A comienzos de 2010, veintiocho países habían adoptado el *inflation targeting* como metodología de programación de su política monetaria. Habría que agregar a este conjunto al Banco Central Europeo, a la Reserva Federal, al Banco de Japón y al Banco Central de Suiza que, si bien no se han adherido formalmente, han orientado sus políticas monetarias por principios similares. No es de extrañar, entonces, que los logros alcanzados en el período que dio en llamarse la “Gran Moderación”, en términos de tasa de inflación y mayor crecimiento con menor volatilidad, hayan sido asociados con esa forma de diseñar la política monetaria, (Bernanke, 2004 y Mervin King, 2005). Esto parece, a nuestro juicio, cuando menos, un exceso, dado que no puede ignorarse la relevancia que en ese período tuvo la presencia de China y de gran parte del mundo en desarrollo para explicar la baja tasa de inflación y el crecimiento elevado.

Más allá de esta discusión, por otra parte, vale la pena señalar que no todos los bancos centrales implementaron versiones extremas del objetivo inflacionario; por el contrario, en varios de ellos ha predominado una forma más flexible que incorpora el nivel de



actividad o la tasa de desempleo, como variable a tener en cuenta en el manejo de la política monetaria, en el marco de una revalorización de la curva de Philips como un instrumento que le permite a las autoridades económicas establecer simultáneamente objetivos de inflación y desempleo.

Esa versión flexible es parte del consenso que está emergiendo después de la última crisis (Blanchard *et al*, 2013a; Committee on International Economic Policy and Reform, 2011). Los posibles costos de incluir el nivel del producto en igualdad de condiciones con la tasa de inflación en la función objetivo parecen menores ante la relación imperfecta de ciclo económico e inflación, en especial en contextos recesivos.

Además, ahora la discusión incluye la necesidad de que la política monetaria considere otros objetivos además de la inflación y el nivel de actividad; ellos son la estabilidad del sistema financiero y el tipo de cambio. En lo que respecta al objetivo de fortalecer la estabilidad del sistema financiero, en gran medida vinculada con fuertes expansiones del crédito y la existencia de burbujas en el precio de los activos, hay consenso en que ese objetivo debería buscarse primariamente mediante regulaciones macroprudenciales contracíclicas. Ejemplo de estas medidas son las vinculadas con los requerimientos de capital de las entidades y el monto máximo del crédito en relación con el valor del activo o con el monto de la deuda respecto del ingreso.

A los tres objetivos previos, se debería agregar el de la intervención discrecional de los bancos centrales en el mercado cambiario con el objetivo de evitar bruscas oscilaciones del tipo de cambio, las que han sido, básicamente, una seria dificultad para la estabilidad macroeconómica de los países emergentes.

En particular, en América Latina ha habido preocupación por una excesiva volatilidad del tipo de cambio que puede generar tendencias desestabilizadoras en contextos de elevadas tasas de inflación, al tiempo que afecta la inversión y las exportaciones, o sea el crecimiento de largo plazo. Además, la inquietud más importante se vincula con los períodos de fuertes apreciaciones del tipo de cambio, en el contexto de procesos de “stop and go” que ha caracterizado a la región por décadas. Es por ello que en una región como América Latina se discute sobre la necesidad de incorporar un cuarto objetivo a las tareas de los bancos centrales, esto es, apuntar a conseguir cierta estabilidad de los tipos de cambio reales. En otras palabras, mientras que en el Norte la



flexibilidad se ha entendido como la necesidad de preocuparse por la inflación y por el nivel de actividad económica, en América Latina la discusión ha contemplado también la estabilidad del tipo de cambio real.⁴

Pero tener cuatro objetivos para la política monetaria puede ser demasiado si no se cuenta con otros instrumentos además de la tasa de interés y la política micro y macroprudencial. La política fiscal debe ser un aliado esencial para la consecución de estos objetivos, aunque son conocidas sus limitaciones ante fuertes *shocks* externos, en especial en países con un bajo nivel de gasto.⁵ Por lo tanto, es necesario contar además con algunos instrumentos que limiten el movimiento de capitales o, al menos, reduzcan sus efectos. En tal sentido, hay dos instrumentos que se han utilizado para reducir los riesgos de la apreciación cambiaria, ellos son el control a los ingresos de capitales y la compra de reservas, con la consecuente esterilización. A ello se debe agregar algún grado de incertidumbre respecto de la política cambiaria del banco central que limite las posibilidades de arbitraje y evitar tasas de interés internas muy elevadas.

Desde 2010, varios documentos del FMI han reconocido por primera vez los problemas asociados con el impacto de los movimientos de capitales sobre el tipo de cambio y, por ende, la necesidad de implementar medidas que limiten una excesiva volatilidad.⁶ Entre las medidas propuestas están, como se mencionó en el párrafo precedente, la compra de reservas y los controles al ingreso de capitales. Si bien la política de restricciones a la entrada de capitales ha sido discutida durante años y puesta en práctica en la década de 1990 en Chile y Colombia, y en los últimos años en otros países, no cabe duda de que el cambio de postura del FMI tendrá un impacto en las políticas de los países en desarrollo o, al menos, disminuirá las resistencias para su utilización.

En América Latina y en la década pasada, de los cinco países con metas de inflación como principal objetivo, solo Colombia y Perú tuvieron intervenciones significativas en el mercado de cambios antes del último trimestre de 2006. En ese momento el Banco Central de Brasil también comenzó a operar activamente comprando dólares, y Perú aumentó su ritmo de intervención. Chile solo lo hizo en 2008. Es posible que el

⁴ Véase Machinea, José Luis (2014).

⁵ En América Latina, el ingreso de capitales de corto plazo llegó a representar el 4% del producto a fines de 2010, y la salida de esos capitales también el 4% del producto a comienzos de 2009.

⁶ Véase, por ejemplo, Ostry *et al.* 2011 y Adler y Tovar, 2011.



aumento de compra de reservas internacionales haya generado ingresos de capitales adicionales, aunque en un mundo con movilidad imperfecta de capitales la evidencia muestra que esa intervención contribuyó al objetivo de reducir el ritmo de apreciación cambiaria (Adler y Tovar, 2011; Blanchard y otros, 2015).

Las políticas de intervención en el mercado cambiario, incluyendo la restricción a la entrada de capitales, tienen limitaciones. La compra de reservas enfrenta el límite de la tasa de creación de dinero y del costo de la deuda necesaria para la esterilización; las restricciones a la entrada de capitales son de difícil cumplimiento por períodos prolongados dadas las “filtraciones” por distintos mecanismos, incluyendo el financiamiento del balance comercial. Además, la posibilidad de la disminución de la tasa interna de interés depende del contexto macroeconómico general, en especial de la tasa de inflación y la brecha con el producto potencial. A su vez, la incertidumbre que pueda generar el banco central en el manejo del tipo de cambio es también limitada. Sin embargo, la puesta en marcha de todos esos instrumentos de forma simultánea agrega grados de libertad indispensables a la política monetaria. Conviene puntualizar, sin embargo, que la efectividad de esos instrumentos depende, entre otras cuestiones, del tamaño del sistema financiero de los países, ya que con sistemas financieros de escasa dimensión- usualmente los sistemas de países de menor tamaño relativo- no se requiere de demasiados capitales para afectar la marcha de la economía interna.

Por ello, las restricciones a la entrada de capitales u otros instrumentos que puedan aplicar los países en desarrollo requieren, para ser más efectivos, que se discuta la posibilidad de reducir la magnitud y la volatilidad de los flujos de capitales. A ese fin ayudarían ciertas restricciones globales a los movimientos de capital y la coordinación de las políticas macroeconómicas. El primer tema se plantea en el próximo apartado y el segundo en la siguiente sección.

7. La coordinación macroeconómica y financiera

a. Los desequilibrios y las políticas económicas con impacto global

Como se discutió en la sección 5, los movimientos de capitales entre países pueden tener efectos macroeconómicos desestabilizadores. Por ello, para evitar o, al menos, reducir esos efectos, las restricciones al ingreso de capitales son crecientemente



admitidas como un instrumento a utilizarse en ciertas circunstancias y como parte de un conjunto de políticas económicas. Sin embargo, no parece ser suficiente lo que pueden hacer los países para evitar el efecto negativo de la volatilidad de esos capitales; por ello, es necesario analizar en qué medida se puede “echar un grano de arena” en esos movimientos. Por dificultades prácticas y, en algunos casos, debido a intereses creados, no se progresó en la adopción de medidas que generaran ese grano de arena al movimiento de capitales entre países.

Más allá de las dificultades para avanzar en medidas globales concretas, es probable que, dada la continua innovación en el área financiera, las medidas que puedan adoptarse sean insuficientes para lograr los fines deseados. Por ello, además de poner restricciones a los movimientos de capital es necesario analizar cuáles son los factores que acentúan esa movilidad y tratar de actuar sobre ellos. Cabe señalar que una parte considerable de esos movimientos de capitales es consecuencia de la ausencia de coordinación de las políticas financieras y macroeconómicas entre países. Se observaron ejemplos de la ausencia de coordinación de políticas en el ámbito financiero en la crisis financiera de 2007-2008, cuando quedó en evidencia que, por lo menos en parte, esa crisis era consecuencia de regulaciones deficientes y de una supervisión inadecuada del sistema financiero en varios países. Esas diferencias y deficiencias fueron en parte motivadas por el intento de las autoridades económicas y financieras de volver más competitivas sus entidades financieras.

El Cuadro 2 y el Gráfico 3 son una clara demostración del tamaño y de la ausencia de regulaciones que alcanzó el desarrollo financiero en sus distintas modalidades hasta alcanzar en los países desarrollados al comienzo de la última crisis financiera global alrededor del 500% del producto de esos países. Por su parte el Gráfico 3 muestra el espectacular crecimiento de los activos financieros en la década previa, o sea los años de la desregulación financiera. Además del crecimiento es preocupante la pérdida de participación, en especial en Estados Unidos, de los bancos de depósitos, los cuales han sido habitualmente las entidades más reguladas. A ello se agregó una política monetaria excesivamente expansiva de la Reserva Federal en los años previos a la crisis. Otro ejemplo de falta de coordinación es la política monetaria fuertemente restrictiva de la Reserva Federal a comienzos de la década de 1980, la que no solo profundizó los



desequilibrios globales que terminaron en los acuerdos del Plaza (1985) y del Louvre (1987), sino que también precipitó la crisis de la deuda de los países de América Latina.

La ausencia de coordinación macroeconómica o, al menos, la falta de consideración de sus impactos globales ha sido una deficiencia del sistema monetario internacional desde siempre, con algunas excepciones como las que se dieron a fines del siglo XIX, en algunos momentos del siglo XX y, en particular, en 2009, como se discute más adelante.⁷ Una característica de estos intentos de coordinación es que muy pocos tuvieron algún éxito y, cuando se lo logró, fue en momentos de grandes crisis internacionales o bien cuando hubo crisis en los países dominantes en el escenario internacional.

Cuadro 2

Tamaño de los Mercados de Capitales: algunos indicadores seleccionados (2007)

Valores en billones de dólares

	PIB	Capitali- zación Bursátil	Títulos de Deuda			Activos Banca- rios	Bonos, acciones, y activos banca- rios	Bonos, acciones y activos banca- rios (% del PIB)
			Pública	Privada	Total			
Mundo	54	65	29	51	80	85	230	421
Unión Europea	16	15	9	19	28	4	86	549
Zona Euro	12	10	8	15	23	30	63	520
Norte América	15	22	7	24	31	14	67	442
Canadá	1	2	1	1	2	3	6	443
Estados Unidos	14	20	7	23	30	11	61	442
Japón	4	5	7	2	9	8	22	496

Fuente: Machinea, (2009)

La ausencia de coordinación se manifiesta en el surgimiento de desequilibrios globales, en los que hay países con déficit grandes y otros con superávit elevados, como los que caracterizaron a los años previos a la última crisis global. Esos desequilibrios, que alcanzaron niveles extraordinarios en la década pasada, son en parte consecuencia de la ausencia de un acuerdo internacional que permitiera generar los instrumentos necesarios para su corrección. Esto es, todavía en la actualidad, un legado del acuerdo de Bretton Woods mediante el que, a pesar de las objeciones de Keynes, se creó un sistema absolutamente asimétrico, donde los países que deben restablecer los equilibrios en sus cuentas externas son solo aquellos que tienen déficit en cuenta corriente. Debido a ello,

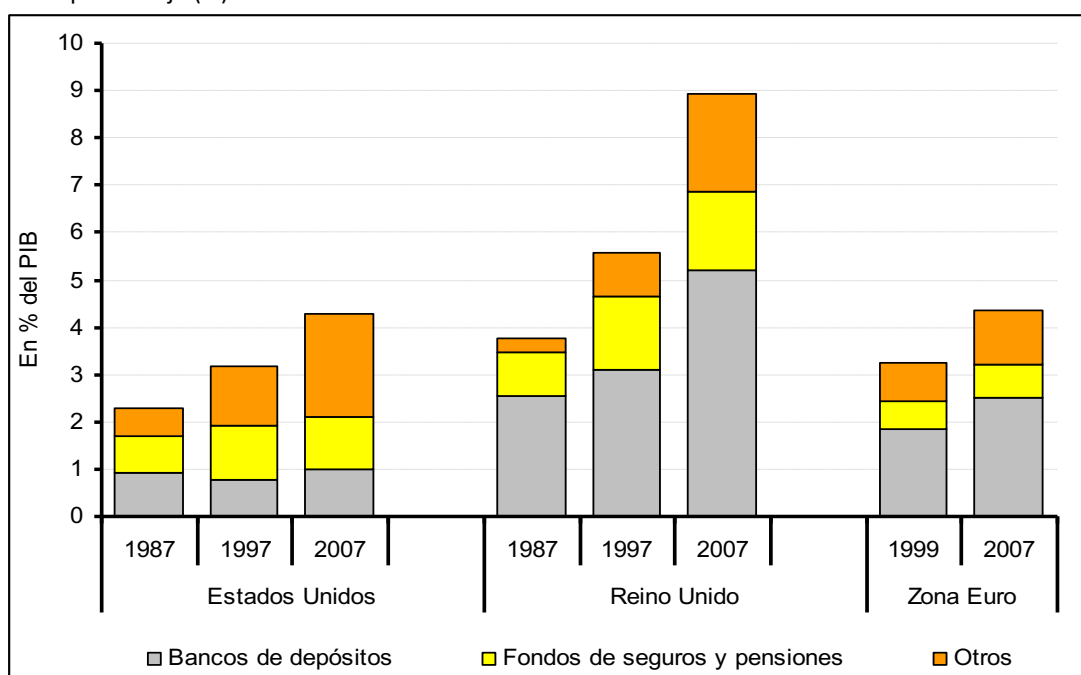
⁷ Véase Barry Eichengreen (2011) para una revisión de distintos intentos de coordinación, en muchos casos fallidos, que tuvieron lugar en los últimos 150 años. Véase también Ostry y Gosh (2013).

el sistema tiene un claro sesgo recesivo, ya que los que tienen déficit deben reducir la demanda y los que tienen superávit no están obligados a aumentarla. Además, la asimetría se da también entre países grandes y de menor tamaño. En efecto, como muestran los años previos a la crisis (2003-2007), países como Estados Unidos pueden mantener grandes déficit en su sector externo sin que haya mecanismos que lo obliguen a su corrección.

Gráfico 3

Tamaño y distribución de los activos financieros

Como porcentaje (%) del PIB



Fuente: Machinea, Revista de la Cepal 2009

Esta falta de coordinación global tiene efectos negativos en los países en desarrollo, ya sea porque da lugar a crisis financieras o porque genera una gran inestabilidad en los movimientos de capitales con impacto en los tipos de cambio. América Latina es un ejemplo de las consecuencias negativas de esos desequilibrios.

b. La coordinación macroeconómica

Hay por lo menos dos desafíos en relación con la coordinación de las políticas macroeconómicas. La primera está vinculada con la necesidad de evitar grandes desequilibrios globales. La segunda, ocasionalmente vinculada con esos desequilibrios,



es la relacionada con las políticas fiscales y monetarias de los países desarrollados, en particular en los últimos años ya que se estamos inmersos en un contexto sin precedentes caracterizado por tasas de interés cercanas a cero o aún negativas.⁸

Respecto de los desequilibrios globales, uno de los acuerdos más importantes de las últimas décadas fue el logrado en las reuniones del Plaza y el Louvre, en las que Estados Unidos -el país con déficit- acordó con Alemania y Japón -los países con superávit- una devaluación del dólar respecto del yen y el marco. Sin embargo, a pesar de que el acuerdo de 1985 implicaba aumentar la demanda interna en Alemania y Japón a través de políticas monetarias y fiscales, la devaluación del dólar en 1985-87 se explica básicamente por la intervención de los países en el mercado cambiario. (Eichengreen, 2011).

Como consecuencia de la crisis de 2007-2008, en las reuniones de París de abril de 2009 y en especial de Pittsburgh de septiembre de 2009, el G-20 lanzó el “marco para un crecimiento elevado, sostenible y equilibrado” y le encargó al FMI que, a través de un “proceso de asistencia mutua”, lo asesorara sobre el tema. El diálogo sobre los desbalances se centraría en los desbalances fiscales (déficit y deuda), los desbalances privados (deuda y ahorro) y los desbalances externos (déficit en cuenta corriente, inversiones y transferencias). Se tomaría en cuenta el tipo de cambio y las políticas fiscales monetarias y financieras.

A partir de ese momento, el FMI profundizó la supervisión de las economías de mayor tamaño y elaboró varios informes. Este fue un avance considerable respecto del pasado, ya que nunca se habían elaborado informes tan completos señalando algunos de los problemas que enfrentaban varios países desarrollados y su posible impacto global. No obstante, si bien la propia existencia de los informes genera cierta presión para que los países desarrollados modifiquen sus políticas, ello se ha demostrado como insuficiente.⁹ Se requiere una mayor presión de sus pares, es decir de otros países desarrollados. Ha habido casos donde esta presión se ha hecho explícita, por ejemplo en el intento de Estados Unidos de los últimos años para que Alemania tenga una política más

⁸ A comienzos de julio de 2016, la incertidumbre provocada por el Brexit había aumentado a 10 billones de dólares el monto de los bonos que cotizaban con tasas de interés nominales negativas.

⁹ Ocampo, J.A. (2014)



expansiva. Sin embargo, la experiencia indica que, en la mayoría de los casos, los países no responden a esas presiones. Una excepción a este comportamiento es lo que puede observarse en ciertos acuerdos regionales; tal es el caso de la Unión Europea donde la Comisión Europea logra, adoptando el papel del FMI, afectar las políticas de los países miembros.

Aunque los desbalances globales tendieron a reducirse considerablemente como consecuencia de la disminución del déficit de Estados Unidos y la fuerte reducción del superávit de China y de los países petroleros, todavía subsisten superávits en cuenta corriente con un fuerte impacto regional, tales como el de Alemania y el de Holanda en la Unión Europea. Estos desequilibrios son una manifestación de que el problema de fondo no se ha solucionado, básicamente porque, superada la crisis, desapareció la presión sobre algunos países para hacer los ajustes respectivos. Además, los desequilibrios se redujeron por factores relativamente exógenos a la coordinación, por ejemplo la reducción del precio del petróleo o, en el caso de China, más allá de la presión de Estados Unidos que amenazó en más de una oportunidad con medidas comerciales, porque fue difícil sostener un tipo de cambio depreciado en el contexto de una gran entrada de capitales.¹⁰ Pero a estos desequilibrios coyunturales se agrega la persistencia de problemas estructurales, en particular el papel de Estados Unidos como proveedor de la liquidez global, lo que lleva a que este país tenga déficit de cuenta corriente en el mediano y largo plazo.¹¹

Antes de consignar las recomendaciones que se pueden hacer para lograr un mejor cumplimiento de los países en lo referente al manejo de sus desequilibrios, es conveniente analizar el otro factor que genera turbulencias que, a su vez, afectan en especial al mundo en desarrollo: las políticas monetarias y fiscales de los países de mayor tamaño relativo. Existen distintas asimetrías; una de ellas es que las políticas monetarias y fiscales de los países de mayor tamaño relativo tienen efectos

¹⁰ La situación ha cambiado en los últimos dos años como consecuencia de la reversión de los flujos de capital.

¹¹ La solución del dilema de Triffin, que fue quien alertó sobre este problema en la década de 1950, requiere de la creación de una moneda internacional. Si bien los derechos especiales de giro (DEG) fueron creados en 1969, el FMI ha realizado pocas emisiones. Sin embargo, en 2009, durante la última crisis, el G-20 impulsó la mayor emisión de DEGs de la historia (169 mil millones), aunque no se ha avanzado en convertir el DEG en la principal fuente de financiamiento global.



considerables en los países más pequeños. Después de la última crisis global (2007-2008), este efecto ha sido especialmente destacable en lo referente a las políticas monetarias. El hecho de que la tasa de interés de corto plazo de los países desarrollados haya llegado a cero limitando el papel usual de la política monetaria, llevó a los bancos centrales y en especial a la Reserva Federal a ser innovadores. La innovación consistió en las diferentes etapas del “quantitative easing” que implicó un fuerte aumento de la oferta monetaria y una depreciación del tipo de cambio, primero en Estados Unidos y más tarde en otros países desarrollados. A esa política se le agregaron otras, tales como dar señales de cuál sería la tasa de interés a futuro, la compra de bonos de largo plazo para reducir la tasa de interés en plazos mayores a los habitualmente alcanzados por la política de los bancos centrales y el intento de aumentar las expectativas de inflación, en especial en Japón. Estas políticas han sido bastante efectivas, no solo para evitar un colapso del sistema financiero sino también para aumentar la demanda en el corto plazo. Pero, al mismo tiempo, esas políticas pueden producir efectos colaterales no deseados, tales como la generación de burbujas en el precio de ciertos activos y la sustitución de mano de obra por capital, dada la baja de su precio relativo (Rajan 2013 y BIS 2015). A esos efectos negativos deben agregarse la sustentabilidad de los fondos de pensiones y su impacto en los ingresos futuros de los jubilados.

La consecuencia de ello -en los países en desarrollo y en algunos países desarrollados que no actuaron tan rápidamente como la Reserva Federal- fue la apreciación de sus monedas, el aumento en el precio de ciertos activos como la vivienda y las acciones y, en períodos más prolongados, el déficit en cuenta corriente y la explosión de la burbuja en el precio de los activos. Estos costos fueron mayores cuanto más pasivos fueron los países ante el shock. Los que fueron más activos al tratar de controlar los impactos adoptaron medidas de distintos tipo, como restricciones a la entrada de capitales y compras en el mercado cambiario para evitar o reducir la apreciación. La consecuencia fue un aumento de la deuda pública destinada a esterilizar la compra de reservas que hacían los bancos centrales. Asimismo, hubo un incentivo a endeudarse en el sector público y privado y, en muchos casos, se disminuyó la tasa de interés para reducir el ingreso de capitales, cuando esa no era necesariamente la política adecuada dado el nivel de actividad y la inflación interna. En síntesis, el costo no fue menor.¹² Según

¹² Parte de estos costos están documentados en Rajan (2014).



nuestra opinión, una política adecuada sería implementar políticas fiscales fuertemente contracíclicas, las que sin embargo tienen dos dificultades: los movimientos de capital han llegado a representar el equivalente a 4% o 5% del producto en períodos breves aun en países de ingresos intermedios, lo que implica ajustes fiscales poco viables para compensarlos.¹³ La segunda es una razón básicamente política y está relacionada con la justificación ante la ciudadanía de por qué se deberían implementar medidas tan duras cuando “el mundo nos sonríe” y hay tantas necesidades no satisfechas.

Otro problema se manifiesta cuando los bancos centrales, como se espera que ocurra con la Reserva Federal en un plazo no muy largo, deciden abandonar estas políticas. Aunque la salida sea gradual y anunciada con anticipación, la reacción de los mercados tiende a revertir rápidamente la situación previa y puede generar fuertes depreciaciones, el aumento de las tasas de interés y la ruptura de la burbuja en tiempos muy breves. La evidencia reciente muestra que los multiplicadores de la transmisión de estas políticas son mayores que en el pasado como consecuencia de la mayor integración de los canales reales y financieros (Ostry y Gosh, 2013).

¿Qué hacer para que los países desarrollados tomen en cuenta los costos que deben pagar los países en desarrollo por sus desequilibrios en cuenta corriente y sus políticas fiscales y, en especial, monetarias? Al respecto, cabe señalar que la búsqueda de consenso entre varios países es muy difícil de lograr en tiempos “normales”, por motivos tan variados como: a) el distinto tamaño de los países, lo cual implica, entre otros, diferentes costos de pérdida de soberanía económica; b) el desacuerdo sobre la situación económica y sobre los efectos en otros países; c) las distintas prioridades económicas, lo que se observa cuando se consideran, por ejemplo, los diferentes objetivos de los bancos centrales de Estados Unidos, Europa y Japón (Ostry y Gosh, 2013 y Rajan 2013). Es por ello que los acuerdos se logran básicamente en situaciones de crisis. Los acuerdos del G-20 en París y Pittsburgh para expandir la demanda global mediante políticas fiscales y monetarias fue abandonado un año más tarde en Toronto como consecuencia de que varios países optaron por políticas fiscales más restrictivas.

Considerando esta realidad, veamos en primer lugar, cómo se podrían introducir limitaciones a los desequilibrios globales. En tal sentido se pueden señalar dos alternativas que no necesariamente eliminan las objeciones precedentes pero que

¹³ Véase Machinea, José Luis (2015).



pueden atenuarlas. Por un lado, la existencia de un “consejo de notables” con muy pocos integrantes que, por sus antecedentes, conciten un apoyo internacional generalizado y cuyas recomendaciones, consecuentemente, no puedan ser fácilmente ignoradas. Por el otro, mecanismos relativamente automáticos que hayan sido acordados previamente por los países. La ventaja de adoptar un marco institucional de este tipo estaría dada por el hecho de que cada vez que se tomara una medida habría menos necesidad de justificarla desde el punto de vista político. Un ejemplo de esta alternativa sería la adopción de metas específicas respecto del tamaño de los desequilibrios fiscales y del sector externo. Obviamente estos desequilibrios deberían ser ponderados por el nivel de actividad económica del país en el caso de los desequilibrios fiscales. Además, el rango debería ser en un comienzo lo suficientemente amplio como para evitar excesivas tensiones al comienzo del sistema.¹⁴

En segundo lugar, en lo referente a las políticas fiscales y monetarias de los países de mayor tamaño relativo, las dificultades de adoptar esquemas similares a los mencionados precedentemente en este documento son aún mayores porque en este caso no hay algo tan evidente como los indicadores “objetivos”. La idea del consejo de notables también se aplica en este caso;¹⁵ su papel debería ser dejar claro cuáles serían las distintas alternativas de política económica con sus beneficios y costos, tanto locales como internacionales (Rajan 2014). Entre esas alternativas, debería evaluarse no solo el impacto en los países en desarrollo sino también cómo estos países podrían reaccionar a esas políticas. Por ejemplo, es razonable que ante un fuerte aumento de la oferta monetaria en Estados Unidos en un contexto como el actual, los países en desarrollo reaccionen con intervenciones en el mercado monetario y restricciones a la entrada de capitales, lo que a su vez puede generar ciertas distorsiones y reducir el efecto de la devaluación del tipo de cambio en Estados Unidos. Es interesante señalar que la respuesta de los países en desarrollo para evitar una apreciación mayor es muchas veces vista por los países desarrollados como políticas que interfieren con el mercado, sin considerar que las políticas de *monetary easing* o similares son consecuencia de políticas específicas que van más allá de los instrumentos tradicionales de los bancos

¹⁴ La fijación de metas similares a las aquí propuestas fue sugerida por el FMI después de la reunión de Pittsburgh. Sin embargo, a medida que la crisis fue cediendo en intensidad y afectando a menos países, la propuesta -que implicaba una pérdida de soberanía de los países desarrollados- fue dejada de lado.

¹⁵ Lo que aquí llamamos consejo de notables se suele denominar “el asesor” en otros escritos, por lo que usaremos ambas acepciones indistintamente.



centrales y que uno de sus principales efectos es la depreciación del tipo de cambio. El problema del asesor o consejo de notables es cómo se los selecciona. La solución no es sencilla y difícilmente se pueda pensar en que los organismos internacionales funcionen como el asesor ya que la impresión en gran parte del mundo en desarrollo es que los organismos internacionales están más dispuestos a escuchar los puntos de vista de los países desarrollados. Si bien esto no es verdad en todos los casos, es necesario evitar situaciones donde no exista confianza plena de las distintas partes en el juicio del consejo asesor.

Considerando las dificultades para avanzar en algunas de estas propuestas, se puede pensar en un mecanismo gradual que nos mueva en ese sentido. Un ejemplo de ello sería que, antes de tomar ciertas medidas con claro efecto en otros países, los bancos centrales de los países desarrollados hagan una evaluación pública del impacto de las decisiones de política sobre los países en desarrollo. Esta alternativa tiene la ventaja de que inicialmente no altera la soberanía de los bancos centrales, pero genera la posibilidad de tener en cuenta los efectos colaterales de la medida.

c. La coordinación financiera

La modificación de las regulaciones financieras es posiblemente una de las pocas cuestiones positivas que ha dejado la crisis de 2007-2008. Las principales reformas fueron adoptadas en 2010 por el Comité de Basilea (Basilea III), pero en muchos casos fueron impulsadas por el Foro de Estabilidad Financiera.¹⁶ Entre las características de esas reformas se destacan las mayores exigencias de capital –cantidad y calidad- y de liquidez. Asimismo se puso especial énfasis en la necesidad de medidas macroprudenciales. Posteriormente se agregaron a estas reformas, por iniciativa del Foro de Estabilidad Financiera, requerimientos especiales a las grandes entidades financieras las que, por su tamaño, pueden afectar la estabilidad del sistema y generar, por lo tanto, la necesidad de realizar grandes rescates cuando se producen crisis. La principal observación a estas medidas, que consideramos positivas, es que el período de

¹⁶ El Foro fue creado en 1999 y originalmente incluía a ministros de economía y presidentes de bancos centrales de varios países desarrollados y a organismos internacionales. En la reunión del G-20 de 2008 fue acordado incorporar a varios países en desarrollo.



transición para cumplir con los requerimientos es demasiado largo. Por lo demás, los pasos con algunas demoras se han estado cumpliendo.

Ahora bien, las medidas aconsejadas por el Comité de Basilea no son de cumplimiento obligatorio, por lo cual todavía hay margen para que las regulaciones nacionales difieran entre países. Al respecto, el Banco de Basilea ha hecho un seguimiento del cumplimiento de las nuevas regulaciones en los países. Ese seguimiento, que se hace público, le agrega presión a los países, por lo que es razonable suponer que no solo tendremos mejores regulaciones, sino también una mayor coordinación entre países o, al menos, un menor margen para los arbitrajes regulatorios. El paso siguiente debería ser que los países acuerden que los bancos que no cumplan las normas de Basilea III no solo no podrán tener sucursales en otros países sino que tendrán limitaciones para recibir préstamos de otras entidades financieras radicadas en otros países.

El tratamiento de los bancos con serios problemas de liquidez y solvencia no está resuelto en las disposiciones de Basilea III. Los bancos centrales prefieren tener libertad de acción para actuar en situaciones de crisis y, a nuestro entender, ello es razonable. Reglas extremadamente rígidas están condenadas a no ser cumplidas en períodos de crisis. En Europa, el compromiso asumido por los Estados nacionales en lo relativo a evitar el financiamiento a bancos con problemas es probable que no pueda ser cumplido en los próximos meses, debido a las dificultades que enfrentan los bancos italianos. Por ende, creemos que en este tema es preferible no tener reglas excesivamente rígidas, aunque al menos debiera haber un acuerdo respecto del tratamiento que los países darán en una situación de crisis a las sucursales de bancos extranjeros operando en el país.

c. Redes de protección

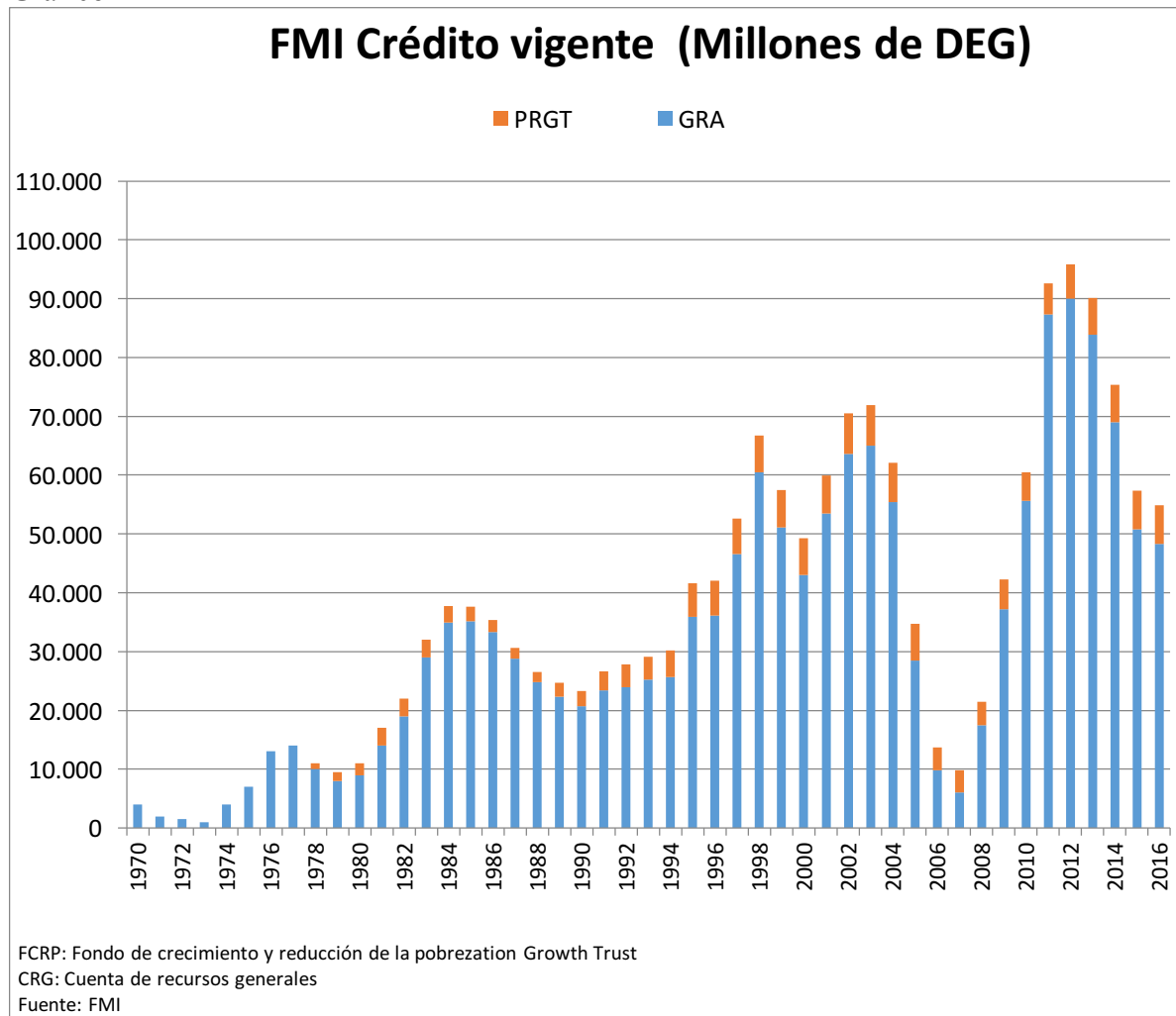
La necesidad de adoptar medidas que reduzcan el movimiento de capitales, al menos los de corto plazo, debe ser complementada con redes de seguridad lo suficientemente flexibles y automáticas para auxiliar a los países que puedan verse afectados por el contexto internacional. En esta área, como consecuencia de la crisis y a propuesta del G-20, el FMI flexibilizó su política de préstamos. Disponer de préstamos más flexibles, con menos condicionalidad y contingentes a ciertos eventos tuvo como consecuencia un considerable aumento de los préstamos del FMI en situaciones complicadas (Gráfico 4). También ayuda a la posibilidad de otorgar mayores prestaciones el fuerte aumento de



los recursos del organismo acordado en las reuniones del G-20 posteriores a las crisis. Al aumento de las cuotas de los países se agregó la venta del parte del oro del FMI por 4.400 millones de dólares y la posibilidad de tomar préstamos a través del mecanismo de Acuerdos para la Obtención de Préstamos que en 2011 pasó de 38.000 millones a 360.000 millones.

Sin embargo, la fuerte disminución de los créditos desde 2003 es una manifestación de que sigue habiendo dificultades para acceder al financiamiento del FMI. La experiencia de América Latina también es un indicio de ello, ya que a pesar de que desde 2014-2015 algunos países de la región han tenido dificultades, no han habido, con la excepción de Honduras, desembolsos de la institución¹⁷.

Gráfico 4



¹⁷ Honduras tiene un crédito stand by de 113 millones de DEG, equivalentes a 139 millones de dólares. Colombia y México tienen acceso a líneas de crédito flexible no desemborsadas por 11,5 mil millones y 88 mil millones de DEG respectivamente.



Por ende, si bien se ha hecho mucho, todavía se puede mejorar la flexibilidad del FMI y la velocidad a la que se efectúan los desembolsos para facilitar el financiamiento de los países en desarrollo. Asegurar la disponibilidad de liquidez en situaciones de turbulencias generadas por cambios en el contexto externo es esencial para evitar que la acumulación de reservas se convierta en el único mecanismo para tener financiamiento en situaciones complejas. Si bien, como se analizó previamente, ésta no es la única razón por la que los países en desarrollo han acumulado reservas internacionales, no cabe duda de que éste ha sido un motivo importante.¹⁸ De hecho la acumulación de reservas parece haber sido en gran medida consecuencia de la actitud adoptada por el FMI en relación con sus exigencias para prestar en un momento de crisis, como pasó tantas veces en América Latina o en la crisis asiática de 1996-97.

Por más que se siguiera avanzando en las reformas necesarias para dar más agilidad a los desembolsos en situaciones especiales,¹⁹ posiblemente el FMI no podría cumplir con este cometido por sí solo por dos razones. En primer lugar, por la imagen negativa del FMI en muchos países, lo cual genera grandes resistencias políticas a tomar prestado de la entidad. En segundo lugar, porque ido ganando importancia algunos mecanismos regionales que aseguran financiamiento con más rapidez y por montos suficientemente grandes. Estos mecanismos son variados e incluyen desde acuerdos de swap de monedas entre bancos centrales hasta préstamos de entes regionales, incluyendo a los bancos de desarrollo, que muchas veces cumplen ese papel. En América Latina es el caso del Fondo Latinoamericano de Reserva (FLAR) y de la Corporación Andina de Fomento (CAF). A ello hay que agregarle que Estados Unidos ha acordado *swaps* con varios países en desarrollo.

Además, en la medida en que el DEG se convierta en una moneda de uso generalizado, el FMI debería no solo emitirla en mayor cantidad que hasta el momento, sino que básicamente debería, como cualquier banco central nacional, llevar adelante una política contracíclica, o sea aumentar el ritmo de emisión en una etapa recesiva de la economía global y disminuirlo en la etapa expansiva. Esto tendría un doble propósito: disminuir la volatilidad del nivel de actividad global y reducir el papel que Estados Unidos juega en

¹⁸ Como se analizó previamente, ésta no es la única razón por la que los países en desarrollo han acumulado reservas en los momentos de fuertes mejoras en los términos del intercambio o de gran liquidez en los mercados financieros. Parte de la acumulación de reservas se explica también como mecanismo defensivo en un contexto de excesiva apreciación del tipo de cambio.

¹⁹ Véanse, por ejemplo, las sugerencias del FMI (2016).



nuestros días como garante de la liquidez global, un papel que, como fue mencionado en la sección 5 de este documento, genera distorsiones globales porque implica un déficit estructural en la cuenta corriente de ese país.

d. Paraísos fiscales

De la mano del aumento en los activos financieros globales, en las últimas décadas se ha observado un fuerte aumento de los paraísos fiscales, que se han convertido en el refugio de fondos ilegales, ya sea porque son producto de la evasión o, mucho más grave, porque son el refugio de fondos del narcotráfico y el terrorismo. Terminar con los paraísos fiscales y avanzar en una homogeneización de las regulaciones tributarias, aunque fuera por regiones, es prioritario. De esa manera, se pondría un límite al impacto negativo que tiene la competencia mediante la baja de impuestos y se reduciría el margen de acción de las operaciones de evasión fiscal y del narcotráfico. Para ello se requiere un acuerdo de toda la comunidad internacional y en especial de los países desarrollados, por su capacidad de afectar a través de distintos tipos de acciones a los países que se han convertido en paraísos fiscales.

8. Comentarios finales

El documento analiza las dificultades que enfrentan los países en desarrollo y en particular los de América Latina ante la volatilidad de los flujos de capitales, especialmente los de corto plazo. En la mayoría de los casos, la volatilidad no depende de lo que pasa en el país receptor sino de las características de los instrumentos financieros de corto plazo, muy sensibles al riesgo del deudor y a noticias que puedan afectar los mercados financieros. A ello deben sumarse las políticas económicas de los países desarrollados y las crisis que afectan a ciertos países en desarrollo y que generan contagio en otros países. Esa volatilidad produce, en el corto plazo, variaciones en el tipo de cambio real y, en muchos casos, en el nivel de actividad económica. El impacto negativo de la volatilidad en la inversión y en el crecimiento de largo plazo ha sido extensamente comprobado. Además, la profundización de la globalización comercial y financiera hace que los efectos de los cambios de política de los países de mayor tamaño tengan cada vez un mayor impacto global.



Por ende, reducir esa volatilidad es de suma importancia para los países en desarrollo. Al respecto, el documento plantea dos cuestiones. Por una lado, la introducción de distintos tipos de trabas al movimiento de capitales en el ámbito global. Entre la gran cantidad de sugerencias sobre la manera de reducir el movimiento de capitales, las más razonables, según nuestra opinión, son las que sugieren un solo impuesto con una alícuota pequeña que grave todo tipo de transacciones financieras entre países. De hecho, el impuesto sería poco relevante para transacciones de mediano y largo plazo pero tendría un costo elevado para las de corto plazo. A pesar de las múltiples sugerencias al respecto, los avances han sido escasos o nulos. Las razones de esos escasos avances son una mezcla de ciertas dificultades para hacer operativas algunas de las recomendaciones, y de intereses creados en particular en el sector financiero, pero la limitación principal reside en que éste es un impuesto que podría funcionar si hubiera un acuerdo global para que pudiera ser registrado y cobrado en todos los países. Si bien ésta es una de las principales limitaciones, los cambios tendientes a aumentar la transparencia y la información de las transacciones financieras entre países permiten ser más optimistas que en el pasado. En todo caso parece ser un buen momento para volver a plantear esta propuesta.

Considerando que esas limitaciones pueden ser difíciles de superar pero que además la velocidad de las innovaciones financieras puede volver poco efectivas las trabas al movimiento de capitales que eventualmente se adopten, es necesario preguntarse, por un lado, qué es lo que pueden hacer los países en desarrollo para reducir el impacto negativo de los movimientos de capital, en especial los de muy corto plazo, y por el otro, cuáles son algunas de las causas de esa volatilidad y cómo se podrían aminorar.

Con respecto al primer punto, hay evidencia suficiente para afirmar que poner restricciones al ingreso de capitales y, simultáneamente, intervenir en ciertas circunstancias el mercado cambiario, son acciones efectivas para evitar o al menos reducir el impacto de una excesiva volatilidad de capitales. Estas políticas deben formar parte de un conjunto de medidas, en especial en el ámbito fiscal y monetario.

Con respecto al segundo punto -las causas de la volatilidad de los capitales financieros-, en este documento se discuten políticas macroeconómicas y financieras de los países desarrollados, aunque también habría que considerar los países en desarrollo de gran tamaño, como China y la India, cuyas medidas de política pueden tener efectos en el



resto del mundo. Entre los aspectos macroeconómicos, se analizan dos factores que suelen aumentar la volatilidad de los movimientos de capital. El primero son los desequilibrios globales; el segundo, las políticas fiscales y monetarias de los países desarrollados. Con respecto a los desequilibrios con impacto global, se discuten dos medidas que en algunos casos pueden ser complementarias. La primera es la fijación de parámetros respecto de los niveles que podrían alcanzar esos desequilibrios, entre ellos el saldo de la cuenta corriente y el déficit fiscal. En la segunda, se analiza nombrar un grupo muy reducido de “notables” que aconsejen distintas alternativas para reducir esos desequilibrios.

En lo que respecta a la coordinación financiera, los avances de las regulaciones en los últimos años han sido uno de los cambios más importantes provocados por la última crisis. Estos cambios, basados en las modificaciones introducidas en Basilea III, fortalecerán cuando estén plenamente efectivos, en 2019, la solvencia y la liquidez del sistema financiero. Hay alguna coordinación en ciertos ámbitos regionales, en especial en Europa. Además, el BIS ejerce presión para la adopción de nuevas regulaciones mediante la publicación de los avances en cada país en la consecución de los objetivos que plantea Basilea III. Sin embargo, no existe consenso en cuanto a que todos los países deban tener las mismas reglas bancarias. Aunque puede haber razones que justifiquen ciertas diferencias basadas en las particularidades nacionales, distintas regulaciones dejan lugar a arbitrajes entre países, lo que fue uno de los factores que contribuyó a la última crisis.

En relación con el impacto global de las políticas monetarias y fiscales de los países desarrollados, debe tenerse en cuenta que estamos frente a una experiencia inédita para la política monetaria ya que las tasas de interés están cercanas a cero o incluso son negativas. Es evidente que las políticas de fuerte expansión monetaria tienden a apreciar el tipo de cambio en los países en desarrollo que, a su vez, tratan de defenderse utilizando distintos instrumentos, en lo que se ha dado en llamar “la guerra de monedas”. A diferencia de los desequilibrios globales, es muy difícil encontrar en este tema indicadores objetivos, por lo que la existencia de un “consejo asesor” o grupo de sabios o notables pareciera ser la única solución viable. Ese consejo analizaría el impacto de distintas alternativas de política económica incluyendo su efecto en los países en desarrollo y haría las recomendaciones del caso. Previendo la dificultad de



que los países más grandes acepten esta alternativa, se sugiere un proceso gradual que comenzaría por el compromiso de los bancos centrales de evaluar y publicar los resultados del análisis del impacto sobre las economías de los países en desarrollo de las políticas que adopten.

Por último, reconociendo que el camino para lograr avances en algunas de las propuestas, ya sea las vinculadas con poner trabas al movimiento de capitales o las relacionadas con la necesidad de reducir los grandes desequilibrios globales, seguramente no será fácil y considerando el impacto de las políticas de los países centrales en los países en desarrollo, se requiere ampliar la red de seguridad, que debería ser capaz de financiar en poco tiempo y sin condicionalidad el efecto de los *shocks* externos que puedan afectar a los países en desarrollo. Si bien se ha avanzado mucho desde la reunión del G-20 en Pittsburg de 2009 en flexibilizar la política de préstamos del FMI, todavía queda un camino por recorrer. Por un lado, es necesario seguir buscando flexibilidad y rápida reacción del FMI y, por el otro, continuar fortaleciendo la red de seguridad constituida por entidades regionales y por una red de *swaps*, en muchos casos regionales, entre los bancos centrales. El financiamiento del FMI podría provenir de la emisión de DEG, que debieran ser la moneda que paulatinamente reemplace al dólar como moneda internacional.

Finalmente, es evidente que no es posible encontrar una única medida que permita resolver el problema de la fuerte volatilidad de los capitales; por lo tanto, la solución necesariamente debe incluir medidas de distinto tipo, tanto en el ámbito nacional como global.



9. Referencias bibliográficas

Albrieu, R. y J. Fanelli (2010), La crisis global y sus implicaciones para América Latina, Documento de trabajo 40, Real Instituto Elcano, Madrid.

Adler, G y C. Tovar (2011), “Foreign Exchange Intervention: A Shield against Appreciation Winds?”, IMF Working Paper, 165.

Barth, J., G. Caprio, y R. Levine (2013), “Bank Regulation and Supervision in 180 Countries from 1999 to 2011”, NBER Working Paper No. 18733, enero.

BIS (2016), Towards a “new normal” in financial markets? 14th BIS Annual Conference, BIS Papers No 84 Monetary and Economic Department, mayo.

Blanchard, O., J. Ostry y A. Ghosh (2013), Overcoming the obstacles to international macro policy coordination is hard, VOX. CEPR’s Policy Portal, diciembre.

Bradford, C. Y J. Linn (2011), A History of G20 Summits: The evolving dynamic of global leadership, Journal of Globalization and Development.

Eichengreen, B (2011), International Policy Coordination: The Long View, NBER Working Paper 17665, diciembre.

FMI (2016), Adequacy of the Global Financial Safety Net, Washington, marzo.

FMI (2016), The G20 Mutual Assessment Process (MAP), IMF Factsheet, Washington, marzo.

Ffrench-Davis, R. (2009), Crisis global, flujos especulativos y financiación, Revista de la Cepal, abril.

Ffrench-Davis, R. (2016), Chile y la financiación innovadora para el desarrollo: una experiencia para hacer globalización inclusiva, Estudios Internacionales 183, Instituto de Estudios Internacionales, Universidad de Chile.

Kacef, O. (2010), “América Latina frente a la crisis internacional: ¿por qué esta vez fue diferente?”, Revista Pensamiento Iberoamericano, N°6.

Keynes, J. (1920), The Economic Consequences of the Peace, Harcourt Brace Jovanovich, Nueva York.

Machinea, José Luis (2009), La crisis financiera internacional: su naturaleza y los desafíos de política económica, Revista de la Cepal, abril.

Machinea, José Luis (2014): “La crisis y la macroeconomía de América Latina: lecciones y desafíos”, en: *América Latina en una nueva era de globalización. Ensayos en honor de Enrique V. Iglesias*. Editado por Robert Devlin, Oscar Echeverría y José Luis Machinea, CAF Banco de Desarrollo de América Latina.



Machinea, José Luis (2015): “América Latina: ¿El vaso medio lleno o medio vacío?”, presentado en el VIII Encuentro SEGIB-CAF de Economistas, Segovia, España, julio 2015.

Naciones Unidas (2008), Comité de Políticas de Desarrollo, Informe sobre el décimo período de sesiones, Nueva York.

Ocampo, José Antonio (2014): “La gobernabilidad macroeconómica y financiera global” en: *América Latina en una nueva era de globalización. Ensayos en honor de Enrique V. Iglesias*. Editado por Robert Devlin, Oscar Echeverría y José Luis Machinea, CAF Banco de Desarrollo de América Latina.

O’Rourke, K. y J. Williamson (2000), When Did Globalization Begin? NBER Working Paper No. 7632, abril.

Ostry, J. y otros (2011): “Managing Capital Flows: What Tools to Use”, IMF Staff Discussion Notes.

Ostry, J. y A. Ghosh (2013), “Obstacles to International Policy Coordination, and How to Overcome Them”, IMF Discussion Note, diciembre.

Rajan, R. (2013), “A step in the dark: unconventional monetary policy after the crisis”, conferencia dictada en el BIS el 23 de junio de 2013.

Rajan, R. (2014), “Competitive Monetary Easing: Is it yesterday once more?”, conferencia dictada en Brookings Institution el 10 de abril de 2014.

Schafer, D. (2012), “Financial transaction tax contributes to more sustainability in financial markets”, en: *The financial transaction tax – Boon or bane? Intereconomics*.

Schulmeister, S. (2012), “A general financial transaction tax: Strong pros, weak cons”, en: *The financial transaction tax – Boon or bane? Intereconomics*.

Sen, A. (2002), How to Judge Globalism, *The American Prospect*, enero.

Stiglitz, J. (2002), *Globalization and its discontents*, W. W. Norton & Company, Nueva York.